

Exposé

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Embargo

26 avril 2019, 10 heures

Une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays
111^e Assemblée générale ordinaire des actionnaires
de la Banque nationale suisse

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale
Banque nationale suisse
Berne, le 26 avril 2019

© Banque nationale suisse (exposé tenu en allemand)

Monsieur le président du Conseil de banque,
Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Chers invités,

Je vous souhaite la bienvenue à notre Assemblée générale. Il est très important pour nous d'avoir des échanges avec le public. C'est pourquoi je suis particulièrement heureux de pouvoir m'adresser à vous aujourd'hui et j'espère que l'apéritif qui conclura cette Assemblée me donnera l'occasion de parler avec un très grand nombre d'actionnaires de notre institution.

En tant que président de la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS), je reçois beaucoup de lettres de nos concitoyens. Dans l'une d'elle, la propriétaire d'une entreprise familiale du Nord-Ouest de la Suisse décrit le combat qu'elle a mené pendant plusieurs années pour conserver sa clientèle. Malgré tous ses efforts, elle a dû mettre fin à son activité. Elle explique que la concurrence provenant des pays voisins est tout simplement trop forte en raison de la fermeté du franc. Dans une autre missive, un citoyen se fait du souci pour sa prévoyance vieillesse. Il écrit qu'il doit verser depuis quinze ans des cotisations de plus en plus élevées à sa caisse de pensions, mais que l'avoir de vieillesse qu'il devrait toucher à sa retraite, au lieu d'augmenter, ne cesse de diminuer. Il impute ce recul au taux d'intérêt négatif.

Mesdames et Messieurs, ces courriers nous donnent une idée des préoccupations de la population suisse et de la manière dont nos concitoyens sont touchés par une situation économique donnée. De telles informations nous sont toujours très précieuses. Toutefois, la politique monétaire de la BNS ne doit en aucun cas se fonder uniquement sur des préoccupations individuelles. Au contraire, elle doit être menée dans l'intérêt général du pays. Malheureusement, il n'est pas possible de cumuler tous les avantages, autrement dit, pour reprendre l'exemple des lettres citées précédemment, de viser à la fois des taux d'intérêt élevés et un franc faible.

La politique monétaire de la BNS repose sur une appréciation minutieuse de ses effets sur l'ensemble de l'économie. Depuis quatre ans environ, nous nous appuyons sur deux piliers: d'une part, l'application du taux d'intérêt négatif et, d'autre part, la disposition de la Banque à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Or ce taux négatif est justement très inhabituel pour un grand nombre de nos concitoyens. C'est aussi ce qui ressort de certaines de leurs lettres, dans lesquelles on peut notamment lire que ce taux va à l'encontre de la logique économique et cause d'importants problèmes aux épargnants et aux caisses de pensions.

Cependant, dans la situation actuelle, le maintien du taux d'intérêt négatif est tout aussi indispensable que notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. C'est la seule façon de préserver en Suisse les conditions de taux d'intérêt et de taux de change dont nous avons besoin pour accomplir notre mission, à savoir assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Si nous n'étions pas convaincus de la nécessité absolue du taux d'intérêt négatif, nous y renoncerions.

Il nous tient à cœur que la population suisse comprenne pourquoi notre politique monétaire actuelle est appropriée dans son ensemble et comment elle agit sur notre pays.

Longues années de baisse des taux d'intérêt au niveau mondial

Permettez-moi de prendre un recul d'un quart de siècle pour vous expliquer la nécessité du taux d'intérêt négatif. Durant les 25 dernières années, le niveau des taux d'intérêt a fortement reculé dans le monde entier. Vous pouvez voir sur le graphique 1 que le rendement nominal des titres d'Etat à dix ans a baissé en Suisse, en Allemagne et aux Etats-Unis depuis les années 1990. Plusieurs raisons expliquent cette tendance.

Tout d'abord, les banques centrales ont réussi à contenir l'inflation. Après les expériences négatives de forts taux d'inflation des années 1970 et 1980, de nombreuses banques centrales ont commencé au début des années 1990 à viser la stabilité des prix. Il en a résulté une atténuation du renchérissement et une diminution des taux d'intérêt sur les comptes d'épargne et sur les marchés financiers. En effet, lorsque l'argent conserve sa valeur sur le compte d'épargne grâce à une inflation faible, le taux d'intérêt appliqué n'a pas de dépréciation de la monnaie à compenser. Le recul de l'inflation et la baisse du niveau du taux d'intérêt nominal qui en découle témoignent fondamentalement d'une évolution réjouissante pour les ménages et les entreprises.

Une autre explication nous est fournie par la baisse du taux d'intérêt réel, c'est-à-dire du taux d'intérêt nominal corrigé de l'inflation. Le graphique 2 indique le rendement des titres d'Etat à dix ans en Suisse, en Allemagne et aux Etats-Unis en données corrigées de la hausse des prix à la consommation correspondante. Plusieurs facteurs faisant l'objet de recherches intensives sont à l'origine du recul du taux d'intérêt réel au niveau mondial. Pour simplifier, on peut dire que, d'une part, l'évolution démographique joue un rôle important, sachant qu'une population vieillissante a tendance à épargner davantage du fait de l'augmentation de l'espérance de vie. D'autre part, le ralentissement de la croissance de la productivité diminue le potentiel de rendement des investissements réels et réduit ainsi l'intérêt des investisseurs pour des immobilisations corporelles telles que les usines et les machines. Or lorsque l'intention d'épargner est plus importante que le désir d'investir, le taux d'intérêt réel doit baisser afin de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande de capital.

Politique monétaire dans un contexte de taux d'intérêt bas

Mais quel est l'impact du recul des taux d'intérêt à l'échelle mondiale sur la politique monétaire conventionnelle? Lorsque les intérêts sont déjà bas, la politique monétaire peut moins bien faire face aux perturbations. Habituellement, quand la conjoncture et l'inflation fléchissent, la banque centrale stimule l'activité économique en abaissant le taux d'intérêt, ce qui permet d'atténuer l'affaiblissement conjoncturel et de stabiliser les prix. Cependant, dès lors que le taux d'intérêt se trouve à un niveau déjà bas, la banque centrale arrive en quelques baisses de taux à la limite de 0%, qui marque la fin de la politique monétaire conventionnelle.

La réduction de la marge de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle est d'ailleurs particulièrement marquée en Suisse. En effet, la stabilité politique et économique caractérisant traditionnellement notre pays rend les placements en francs particulièrement sûrs pour les investisseurs. En contrepartie de cette sécurité, des investisseurs sont prêts à conserver leurs placements en francs à des taux d'intérêt inférieurs à ceux proposés pour des placements dans d'autres monnaies. Par le passé, cette tendance a conduit à une situation dans laquelle les taux d'intérêt étaient la plupart du temps plus bas en Suisse qu'à l'étranger. De ce fait, lorsqu'il fallait assouplir la politique monétaire en Suisse, les baisses de taux portaient toujours d'un niveau inférieur à celui qui prévalait à l'étranger.

Mesures de politique monétaire face à la grande crise économique

Mesdames et Messieurs, la crise économique et financière mondiale qui a éclaté il y a onze ans a été suivie d'un fort recul de la performance économique et de l'inflation. Pour accomplir sa mission, la BNS a dû alors changer de cap et mener une politique monétaire expansionniste. La Banque nationale a d'abord pris des mesures conventionnelles et a rapidement abaissé les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro.

La crise financière mondiale a bientôt conduit à une crise de la dette souveraine dans la zone euro. Les incertitudes qui en ont résulté sur les marchés financiers ont fait du franc une monnaie refuge très recherchée, qui a dès lors subi des pressions à la hausse. Nous avons dû recourir à des moyens non conventionnels pour répondre à ces pressions. Nous sommes intervenus sur le marché des changes et avons introduit en septembre 2011 un cours plancher pour l'euro.

A partir de la mi-2014, le contexte monétaire international a commencé à changer. D'un côté, un durcissement de la politique monétaire s'est dessiné de plus en plus clairement aux Etats-Unis. De l'autre, un assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro semblait toujours plus probable. En conséquence, l'euro a nettement perdu de sa valeur par rapport aux principales autres monnaies. Dès le début 2015, cette situation a rendu impossible le maintien du cours plancher. Nous avons décidé en janvier 2015 de nous orienter différemment afin de garder le contrôle de notre politique monétaire.

Dans ce contexte exceptionnel, nous avons dû peser les avantages et les inconvénients d'autres instruments non conventionnels. Il est alors apparu clairement que nous devons appliquer des taux d'intérêt négatifs à l'instar de plusieurs autres banques centrales qui avaient déjà mis en place de tels taux. C'était l'unique façon de réduire l'attrait du franc. Parallèlement à la suppression du cours plancher, nous avons donc introduit un taux d'intérêt négatif de $-0,75\%$ sur les avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS. Le niveau des taux d'intérêt en Suisse s'est ainsi établi de nouveau en dessous de celui appliqué à l'étranger. Associée à notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes, l'application du taux d'intérêt négatif a atténué les pressions exercées sur le franc et empêché un fort repli de l'inflation.

Large impact sur l'économie

En comparaison internationale, l'économie suisse a dans l'ensemble plutôt bien traversé les années difficiles qui ont suivi l'éclatement de la crise financière mondiale, et ce, bien que les perturbations aient fortement affecté notre petite économie ouverte dotée d'un secteur financier important. Deux facteurs ont joué un rôle majeur. D'une part, les entreprises et les salariés ont fait preuve d'une très grande flexibilité. Celle-ci a permis d'accroître l'efficacité, de développer de nouveaux produits et d'ouvrir de nouveaux marchés. D'autre part, la politique monétaire non conventionnelle menée par la BNS a considérablement amorti les effets des perturbations provenant de l'étranger. Le cours de change réel du franc pondéré par le commerce extérieur est ainsi resté relativement stable depuis septembre 2011. Sans le taux d'intérêt négatif et sans les interventions massives de la BNS, la réalité économique serait différente aujourd'hui en Suisse. Le franc se serait notablement raffermi, l'inflation aurait reculé pour s'inscrire à un niveau bien inférieur à zéro, la croissance se serait brusquement ralentie, et le chômage aurait fortement augmenté.

Il ne fait donc aucun doute pour nous que le taux d'intérêt négatif a contribué d'une manière déterminante à préserver l'économie suisse durant une période difficile. Il reste d'ailleurs un élément essentiel pour que la conjoncture de notre pays puisse évoluer favorablement malgré les nombreux facteurs d'incertitude observés au niveau international.

Mais comment le taux d'intérêt négatif fonctionne-t-il au juste? Il agit sur l'économie pratiquement de la même manière qu'une politique reposant sur des taux positifs. Des taux d'intérêt qui s'inscrivent à un niveau légèrement inférieur à zéro ne changent pas fondamentalement la donne et ne sont pas contraires à la logique économique.

D'une part, la mise en œuvre du taux d'intérêt négatif a influencé les conditions de financement de l'économie. De ce fait, elle a profité aussi bien aux entreprises qu'aux ménages et aux collectivités publiques. D'autre part, le taux d'intérêt négatif agit par l'intermédiaire des cours de change. Cet effet est particulièrement important pour la Suisse en tant que petite économie ouverte. Le taux d'intérêt négatif diminue l'attrait des placements en francs par rapport aux placements en d'autres monnaies. Il contribue ainsi dans une large mesure à atténuer les pressions à la hausse exercées sur le franc. Un tel soutien est utile pour l'activité économique et indispensable à la stabilité des prix dans le contexte actuel. Bien entendu, d'autres facteurs influent également sur les cours de change. Cependant, la comparaison des rendements des placements en francs et en monnaies étrangères reste un critère important pour les décisions des investisseurs.

Effets indésirables des faibles taux d'intérêt

La faiblesse des taux d'intérêt pose néanmoins des défis majeurs et engendre des effets indésirables. Les épargnants en Suisse s'inquiètent de leurs économies, qui ne sont pratiquement plus rémunérées; les caisses de pensions et les assurances-vie ont du mal à remplir leurs engagements contractuels étant donné le bas niveau des taux sur le marché des capitaux; et les banques craignent pour leur rentabilité, car elles tirent de leurs opérations de

crédit des revenus d'intérêts moindres. En outre, le bas niveau des taux crée un contexte favorisant la dynamique du marché immobilier.

Il ne faut toutefois pas perdre de vue que ce n'est pas tant le taux d'intérêt négatif en soi qui donne lieu à ces difficultés mais plutôt le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt observé depuis des années sur le plan international et dont j'ai parlé au début de mon exposé. Les défis mentionnés précédemment n'ont pas surgi avec la mise en œuvre du taux d'intérêt négatif par la BNS, mais reflètent le long recul des taux d'intérêt sur le plan international. Même si le taux d'intérêt négatif était levé, le niveau des taux resterait bas dans le contexte actuel, et les effets indésirables subsisteraient.

Eviter un dommage pour la Suisse

Mesdames et Messieurs, la population suisse se porterait-elle mieux sans le taux d'intérêt négatif appliqué par la BNS? J'aimerais ici pousser la réflexion un peu plus loin. Que se passerait-il si nous levions le taux d'intérêt négatif dans l'environnement actuel?

Supprimer le taux d'intérêt négatif perturberait fortement l'économie suisse. Nos taux d'intérêt à court terme seraient une nouvelle fois supérieurs à ceux observés dans d'autres pays, l'attrait des placements en francs augmenterait sensiblement, le franc s'apprécierait, la dynamique économique de la Suisse faiblirait, le chômage augmenterait, et le renchérissement reculerait pour s'établir à un niveau inférieur à zéro.

Une suppression du taux d'intérêt négatif améliorerait-elle au moins la situation des épargnants, des caisses de pensions, des assureurs-vie et des banques? Etant donné le net ralentissement de la conjoncture, les perspectives de bénéfice des entreprises s'assombriraient, et les actions suisses subiraient des pressions. Certes, les taux d'intérêt à court terme ne seraient plus négatifs en Suisse, mais les taux sur le marché des capitaux n'évolueraient pratiquement pas en raison de la détérioration des perspectives économiques. De ce fait, les taux d'intérêt continueraient de s'inscrire à un niveau généralement bas, et les obligations en francs, de produire des rendements faibles. Au bout du compte, la situation des épargnants, des caisses de pensions, des assureurs-vie et des banques ne bénéficierait guère d'une amélioration significative.

Cette constatation s'applique également au marché immobilier. Supprimer le taux d'intérêt négatif permettrait certes de freiner quelque peu la dynamique de ce marché. Mais comme le bas niveau des taux d'intérêt persisterait, l'effet en resterait limité. Dans les circonstances actuelles, il y a lieu de mettre en œuvre des mesures macroprudentielles ciblées afin de faire face aux risques pour la stabilité financière. Elles permettent de tempérer la demande de prêts hypothécaires et de biens immobiliers et de renforcer la résilience des banques.

Mesdames et Messieurs, si nous levions le taux d'intérêt négatif dans l'environnement actuel, nous porterions un préjudice notable à l'économie suisse. Ni les épargnants, ni les caisses de pensions, ni la stabilité financière ne profiteraient d'une telle situation. Autrement dit,

supprimer le taux d'intérêt négatif dans les circonstances actuelles ne servirait pas les intérêts généraux du pays.

L'importance de la vue d'ensemble

Nous avons introduit le taux d'intérêt négatif après en avoir soigneusement pesé les avantages et les inconvénients. Nous examinons régulièrement les effets de ce taux et en analysons les coûts et les bénéfices d'une manière impartiale.

L'activité économique mondiale s'est ralentie ces derniers mois. Après la stagnation observée au second semestre 2018, la conjoncture en Suisse devrait certes à nouveau s'accélérer quelque peu, mais les perspectives d'inflation pour 2019 et 2020 sont mitigées. De plus, la situation demeure fragile sur les marchés financiers et les marchés des changes, compte tenu de l'incertitude économique et politique qui affecte de nombreux pays.

Vu le contexte actuel, il est nécessaire et approprié de mener en Suisse une politique monétaire non conventionnelle, basée sur un taux d'intérêt négatif et sur la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes. Cette démarche est d'autant plus opportune qu'elle ne favorise pas certaines attentes par rapport à d'autres, mais qu'elle prend au contraire toujours en considération l'intérêt du pays dans son ensemble.

Le taux d'intérêt négatif fait partie de la boîte à outils de la BNS, qui comprend des instruments aussi bien conventionnels que non conventionnels. Notre tâche consiste à choisir les instruments adaptés à chaque situation. Je tiens toutefois à souligner ici qu'un jour ou l'autre, j'en ai la ferme conviction, nous appliquerons de nouveau des taux d'intérêt positifs. Je ne peux pas vous donner de date exacte aujourd'hui. Le retour aux taux positifs dépendra grandement de la manière dont évolueront l'inflation, la croissance et les cours de change.

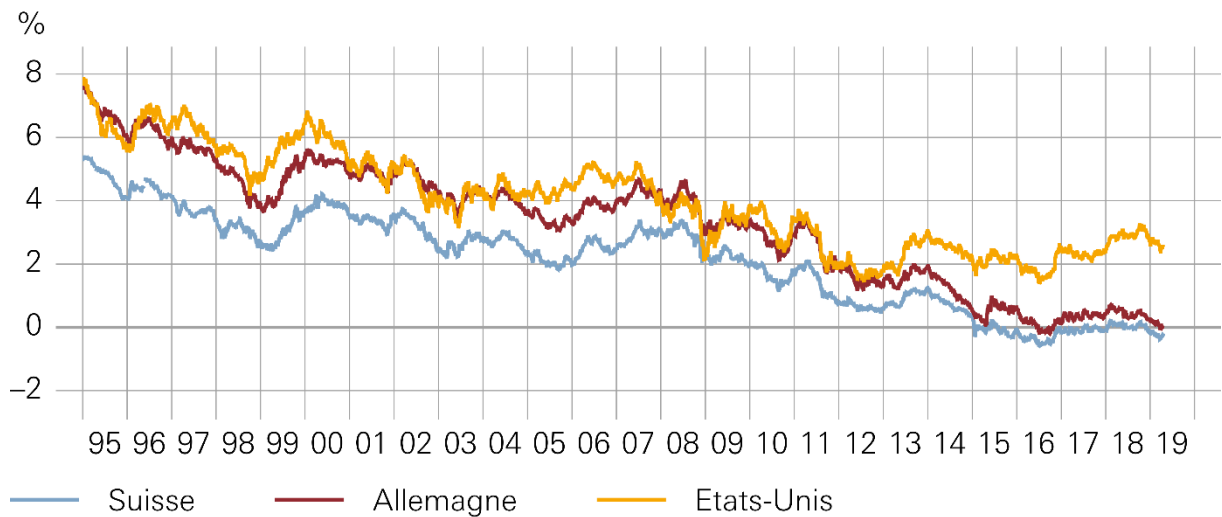
Mesdames et Messieurs, pour terminer, j'aimerais exprimer ici, également au nom de Fritz Zurbrügg et d'Andréa Maechler, mes collègues de la Direction générale, la reconnaissance que nous devons à nos collaboratrices et collaborateurs pour leur engagement remarquable. Nous tenons en outre à remercier nos actionnaires de leur fidélité envers la Banque nationale et de leur soutien. Enfin, nous adressons un grand merci également à nos jeunes invités du gymnase cantonal des Grisons pour l'intérêt qu'ils témoignent à la politique monétaire et à la Banque nationale.

Je vous remercie toutes et tous de votre attention et me réjouis de vous retrouver à l'apéritif et de discuter avec le plus grand nombre d'entre vous.

Graphique 1

TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À LONG TERME

Rendement des titres d'Etat à 10 ans

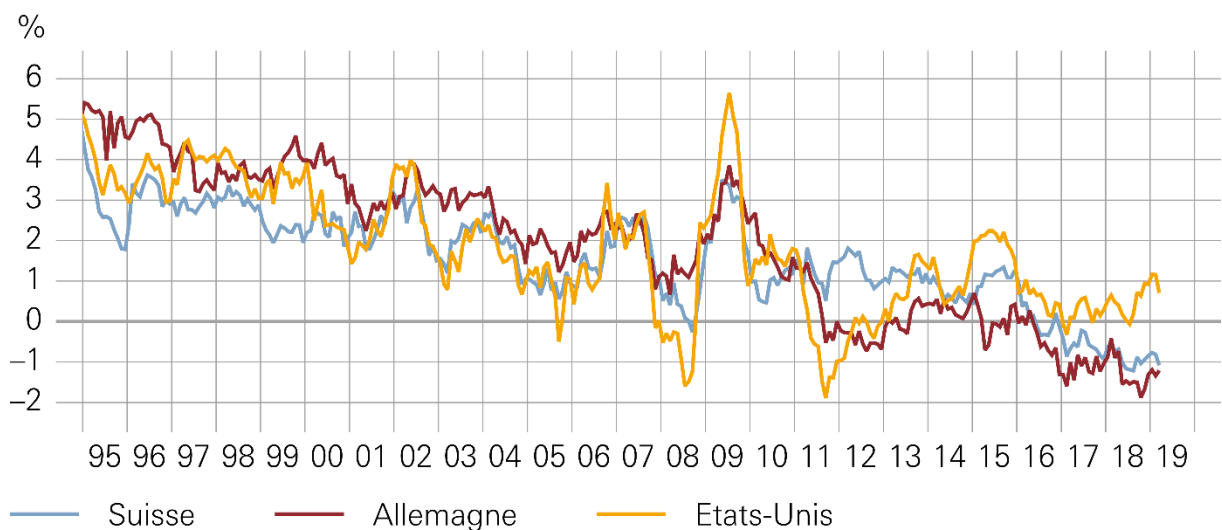


Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À LONG TERME

Rendement des titres d'Etat à 10 ans moins hausse des prix à la consommation



Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.