

# SFI Public Discussion Note

## Des taux d'intérêt bas dans un monde post-covid



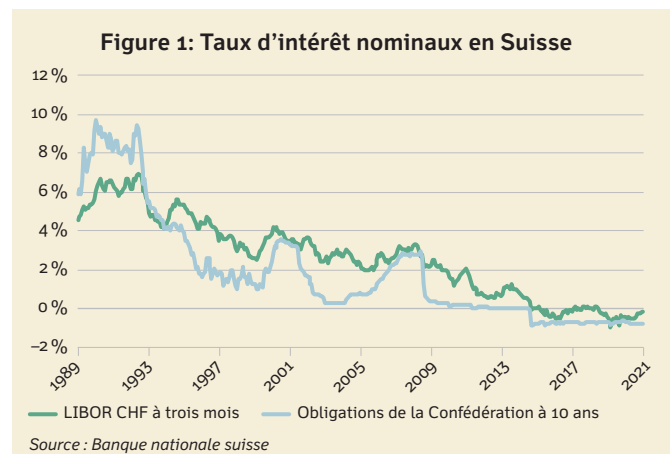
Septembre 2021

# Introduction



**Prof. Philippe Bacchetta**  
SFI Senior Chair,  
Université de Lausanne

Lorsque la Banque nationale suisse (BNS) a fixé son taux directeur à  $-0.75\%$  en janvier 2015, cette décision avait été considérée à l'époque comme une mesure exceptionnelle. Quelque six ans plus tard, le taux d'intérêt à court terme est toujours à ce niveau et les taux à long terme sont entretemps eux aussi devenus négatifs. Quand l'économie suisse renouera-t-elle avec des taux d'intérêt positifs? Quelles sont les conséquences des taux négatifs? Ces questions ainsi que plusieurs thèmes connexes ont été abordés dans la précédente SFI Public Discussion Note, publiée en mars 2020, soit juste avant le début de la pandémie.



Dans quelle mesure la crise du covid affecte-t-elle l'évolution des taux d'intérêt? Dans la présente note, nous revenons sur les questions liées aux taux d'intérêt bas sur fond de crise covid. Nous présentons par ailleurs de nouvelles perspectives qui n'avaient pas été abordées dans la note précédente. La présente note est donc complémentaire de la précédente.

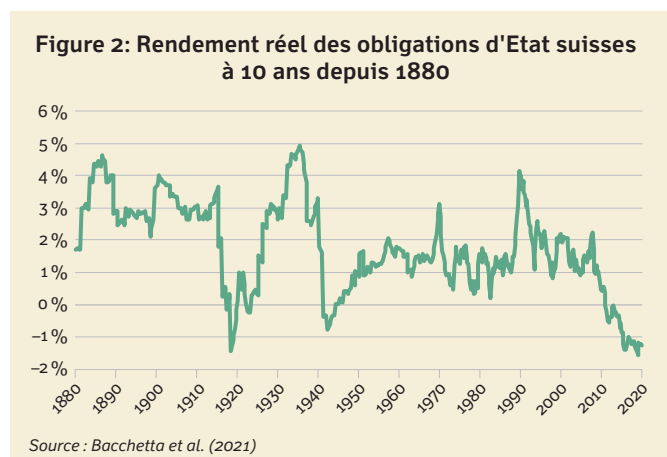
A travers sa série de Public Discussion Notes, le Swiss Finance Institute (SFI) encourage activement des échanges étayés autour de thèmes pertinents pour le secteur financier, les milieux politiques et le monde universitaire. En outre, le SFI diffuse ses résultats par le biais de travaux de recherche, de publications, de Master Classes, de conférences et de cours de formation continue.

Nous fournissons tout d'abord une perspective plus vaste concernant les taux d'intérêt suisses et montrons que ces derniers n'ont pas baissé autant que dans d'autres pays. Les taux d'intérêt réels suisses sont également devenus davantage corrélés aux taux d'intérêt mondiaux, de sorte que l'on ne peut désormais plus parler d'"îlot suisse" en matière de taux d'intérêt. Nous discutons ensuite de l'impact de la crise du covid sur l'évolution potentielle des taux d'intérêt et de l'inflation. Nous évoquons également le rôle de la politique monétaire et budgétaire. Enfin, nous examinons l'impact des taux d'intérêt bas sur le secteur bancaire.

Une partie du contenu de cette note est basée sur une étude rédigée pour le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). Les lecteurs intéressés par une analyse plus détaillée sont invités à consulter la publication suivante : Bacchetta Philippe, Benhima Kenza, et Renne Jean-Paul (2021), "Understanding Swiss Real Interest Rates in a Financially Globalized World", Grundlagen für die Wirtschaftspolitik Nr. 25. Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), Berne, Suisse [ci-après Bacchetta et al. (2021)].

# Taux d'intérêt bas et négatifs : un double phénomène

Les implications des taux négatifs ont été discutées en détail dans la précédente note, mais il est important de clarifier une question fondamentale. L'inflation étant très faible, la Suisse connaît à la fois des taux d'intérêt *nominaux* et *réels* négatifs (taux réel = taux nominal - inflation anticipée). Ce phénomène constitue une première historique. Les taux d'intérêt réels ont été négatifs dans le passé, après les deux guerres mondiales, comme l'illustre la Figure 2. Cependant, les taux nominaux n'avaient auparavant jamais été négatifs.



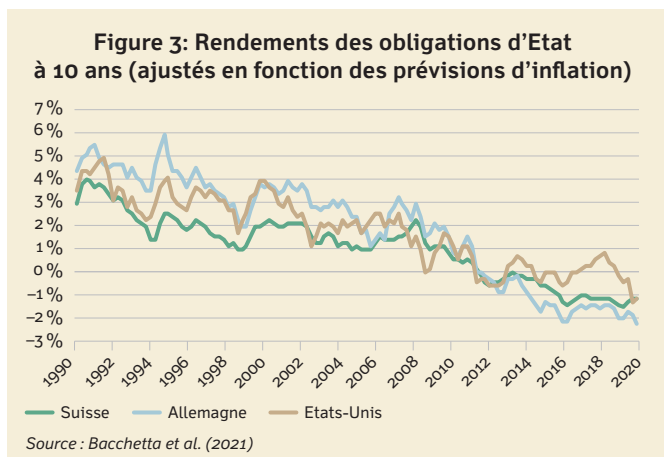
Il est utile de distinguer les différentes conséquences générées par les taux d'intérêt nominaux et réels. Des taux *nominaux* très bas ou négatifs ont un impact négatif sur les secteurs appliquant des différentiels d'intérêts, par exemple le secteur bancaire, car il leur est difficile d'imposer des taux négatifs sur les dépôts de leurs clients. Ils sont également problématiques en matière de politique monétaire car ils limitent la possibilité d'appliquer des taux d'intérêt plus bas en vue de stimuler l'économie. Ces limites apparaissent dans le cas d'un phénomène macroéconomique que les analystes décrivent comme "taux plancher zéro" ("*Zero Lower Bound*") ou "taux plancher effectif" ("*Effective Lower Bound*"). Les banques centrales doivent alors recourir à des politiques monétaires non conventionnelles telles que les mesures d'assouplissement quantitatif. En matière de politique monétaire, la BNS a principalement recours à des interventions sur le marché des changes.

Les taux d'intérêt *réels* très bas ou négatifs ont des conséquences plus vastes qui ne se limitent pas spécifiquement au secteur bancaire ou à la politique monétaire. Ils avantagent notamment les emprunteurs, qui bénéficient de financements moins onéreux, et nuisent aux épargnants, qui verront leurs revenus futurs diminuer. Ceci peut inciter les investisseurs en quête de rendement à envisager des placements plus risqués, ce qui pourrait menacer la stabilité financière. La baisse des taux d'intérêt peut également alimenter les emprunts hypothécaires et créer un boom immobilier. L'expérience récente montre également qu'un environnement de taux bas peut exacerber les inégalités : les ménages les plus fortunés bénéficient de rendements plus élevés grâce à leurs investissements sur les marchés financiers, notamment sur le marché des actions, tandis que les ménages plus modestes n'obtiennent aucun rendement sur leurs dépôts bancaires.

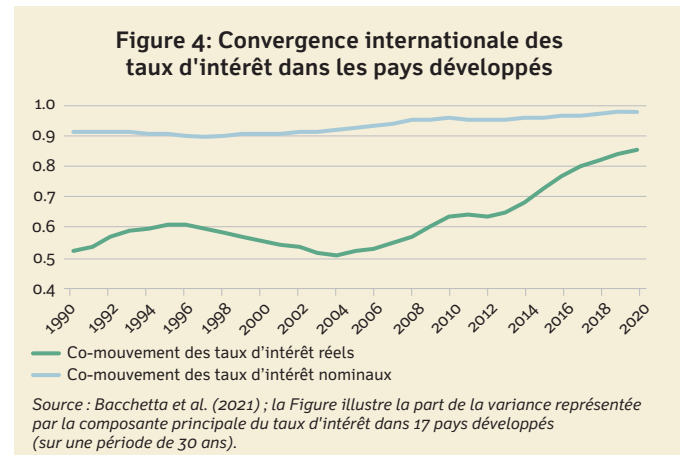
Pour illustrer la différence entre les taux nominaux et les taux réels, imaginez une situation dans laquelle l'inflation augmente fortement, mais où les taux d'intérêt réels restent faibles. Les taux d'intérêt nominaux augmenteraient, ce qui améliorerait les marges d'intérêt des banques et permettrait à la BNS de relever son taux directeur et de revenir à une politique de taux d'intérêt standard. En revanche, nous serions toujours confrontés aux implications de taux d'intérêt réels bas. Cela illustre également les avantages d'une inflation légèrement plus élevée. En effet, la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne (BCE) ont modifié leurs lignes directrices en augmentant leurs prévisions d'inflation. A ce stade, la BNS ne juge pas utile de modifier sa stratégie de politique monétaire.

# La baisse des taux d'intérêt mondiaux

Dans de nombreux pays, les taux d'intérêt nominaux ont commencé à fortement baisser dans les années 1980, en particulier lors de la "déflation Volcker" aux États-Unis, à savoir la période ayant suivi la politique monétaire très restrictive menée par la Réserve fédérale. Quant aux taux d'intérêt réels, leur déclin a commencé dans les années 1990. La Figure 3 illustre l'évolution des rendements réels des obligations d'Etat à 10 ans en Suisse, en Allemagne et aux États-Unis.



On peut tirer des enseignements intéressants de la Figure 3. Premièrement, la baisse des taux réels a été substantielle: elle a atteint 3 points de pourcentage au cours des deux dernières décennies. Avant la crise financière mondiale, le rendement réel des obligations d'Etat suisses tournait autour de 2 %, alors qu'il était ces dernières années inférieur à -1 %. Deuxièmement, la baisse des taux réels est une tendance mondiale que l'on observe dans tous les pays développés. On assiste en effet à une convergence des taux d'intérêt réels, résultant notamment de la mondialisation du secteur financier. Cette convergence peut être mesurée par un indice de "co-mouvement", les taux d'intérêt ayant tendance à évoluer de manière beaucoup plus harmonisée. Cet indice est présenté dans la Figure 4. La convergence a été plus forte pour les taux réels que pour les taux nominaux qui présentaient déjà des co-mouvements élevés. Par conséquent, la baisse des taux d'intérêt réels suisses ne peut être attribuée à des facteurs spécifiques à la Suisse, mais s'inscrit dans un phénomène mondial.



Un troisième enseignement est que la baisse des taux d'intérêt réels a été plus faible en Suisse que dans la plupart des autres pays. La raison en est que les taux d'intérêt nominaux et l'inflation étaient initialement plus faibles en Suisse, de sorte que la marge de manœuvre pour une baisse était moindre. La Suisse, avec des taux d'intérêt traditionnellement bas, a longtemps été considérée comme un "îlot" en matière de taux d'intérêt. Ce n'est plus le cas. La Figure 3 montre que le taux des obligations d'Etat suisses à 10 ans était systématiquement inférieur au taux allemand jusqu'en 2011, mais qu'il était plus élevé au cours de la dernière décennie.



# Les taux d'intérêt et le statut de monnaie refuge du franc suisse

La faiblesse des taux d'intérêt en Suisse s'explique traditionnellement par le statut de monnaie refuge du franc suisse. Mais les taux d'intérêt réels sont désormais plus élevés en Suisse qu'en Allemagne. La Suisse a-t-elle perdu ce statut? Pas du tout. La force du franc suisse est un signe de son attractivité. Sur la base d'enquêtes sur les anticipations de taux de change, nous pouvons calculer les différences de rendement attendues. Les résultats montrent que la prime de risque ou de sécurité du franc suisse a même augmenté ces dernières années.

Si le franc suisse est toujours considéré comme une valeur refuge, comment expliquer que les taux d'intérêt réels soient plus élevés en Suisse? Il y a deux explications à cela. Premièrement, les anticipations d'inflation sont généralement plus faibles en Suisse, alors que les taux d'intérêt nominaux se situent à des niveaux similaires à ceux de l'Allemagne (puisque'ils ne peuvent plus significativement baisser). Par conséquent, le taux réel est plus élevé. La deuxième explication est liée à la parité des taux d'intérêt réels. Ces dernières années, le franc suisse s'est fortement apprécié et on s'attendait à ce qu'il se déprécie en termes réels. Pour compenser cette dépréciation réelle attendue du franc suisse, les investisseurs devraient être indemnisés par des taux d'intérêt réels plus élevés en francs suisses.



# L'impact du covid sur les taux d'intérêt actuels et futurs

Les marchés financiers ont été fortement déstabilisés dès le début de la crise en mars 2020. Cependant, la réaction rapide et ferme de certaines banques centrales a permis d'éviter une forte instabilité. Par exemple, la Réserve fédérale est intervenue rapidement sur le marché des bons du Trésor américain et a acheté d'énormes montants afin de compenser les ventes importantes réalisées par différents types d'investisseurs. Elle a également étendu ses programmes de lignes de swap à d'autres banques centrales. Les confinements et autres perturbations liées à la crise sanitaire ont également affecté de manière significative l'économie réelle et ont conduit à une profonde récession en 2020. Heureusement, un redressement rapide a eu lieu en 2021, mais un niveau élevé d'incertitude persiste concernant l'ampleur de la reprise, en raison de l'évolution de la pandémie et de l'apparition de nouveaux variants du virus.

De manière surprenante, les taux d'intérêt n'ont pas été grandement affectés par le choc de la pandémie. Au début de la pandémie de covid, les taux d'intérêt étaient déjà négatifs en Suisse et très bas dans la plupart des pays, et ils le sont restés. À la mi-2021, les rendements nominaux des obligations étaient similaires à leurs niveaux de début 2020.

Si les niveaux des taux d'intérêt n'ont connu que de faibles variations, l'incertitude quant aux taux futurs a augmenté. L'incertitude porte à la fois sur les taux réels et sur l'inflation future. Compte tenu de la récession entraînée par la pandémie, plusieurs facteurs fondamentaux exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels et l'inflation. Mais certains facteurs peuvent par ailleurs conduire à une hausse des taux d'intérêt et de l'inflation.

Comme mentionné précédemment, l'évolution des taux d'intérêt réels est devenue un phénomène mondial. Par conséquent, il est important de prendre en compte les niveaux d'épargne et d'investissement au niveau mondial. Un investissement faible et une épargne forte exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels. La littérature récente met en évidence plusieurs facteurs qui laissent penser que l'épargne privée restera forte et que l'investissement demeurera faible. Au fur et à mesure que les taux de vaccination augmentent et que les économies se redressent, de nombreux ménages augmentent leur consommation.

Cependant, la crise du covid pourrait avoir un effet durable sur l'épargne des ménages. En effet, la situation dramatique pendant la crise pourrait se répercuter sur les niveaux d'aversion au risque ou sur la perception de futurs chocs négatifs extrêmes. Des études récemment publiées font également état d'un creusement des inégalités. Les ménages à hauts revenus ayant une plus faible propension à consommer, l'accroissement des inégalités réduit la propension globale à consommer et augmente donc le taux d'épargne. Cette littérature mentionne également des changements potentiels de longue durée causés par la pandémie qui pourraient affaiblir l'investissement ou favoriser l'épargne. Parmi ces changements on peut notamment citer une perte de capital humain due aux perturbations de la pandémie, une restructuration des entreprises dans divers secteurs et une évolution vers des secteurs technologiques ou de services. Tous ces facteurs impliqueraient une période durable de taux d'intérêt réels très bas, en Suisse et dans la plupart des autres pays. Toutefois, à l'heure actuelle nous ne sommes pas en mesure d'estimer quelle sera l'ampleur et la durée de ces effets.

En revanche, les taux d'intérêt réels et l'inflation pourraient augmenter si la reprise s'avérait très soutenue. La reprise économique a été plus rapide qu'initialement prévu. Toutefois, elle a été inégale selon les pays et les secteurs. En outre, il existe une grande incertitude quant à l'évolution de la pandémie, en raison de l'apparition de nouveaux variants. L'incertitude concernant la robustesse de la reprise génère donc une incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt. À l'été 2021, rien ne semble pointer dans la direction d'une forte reprise, ce qui explique que la pression vers une hausse des taux d'intérêt soit faible.

Un débat intéressant sur l'inflation a eu lieu au début de l'été 2021. Entre avril et juin, l'inflation avait augmenté aux États-Unis, atteignant plus de 5 %, soit un taux bien plus élevé que prévu. La question est de savoir s'il s'agit d'un phénomène temporaire, dû à un effet de base et à une série de goulots d'étranglement dans le contexte de la crise du covid, ou si l'on assiste au début d'une période d'inflation élevée. Jusqu'à présent, le consensus est que cette hausse est temporaire et que les taux d'intérêt à long terme n'ont pas été affectés. Ce récent débat illustre le degré d'incertitude et la difficulté à faire des prédictions concernant les évolutions futures.



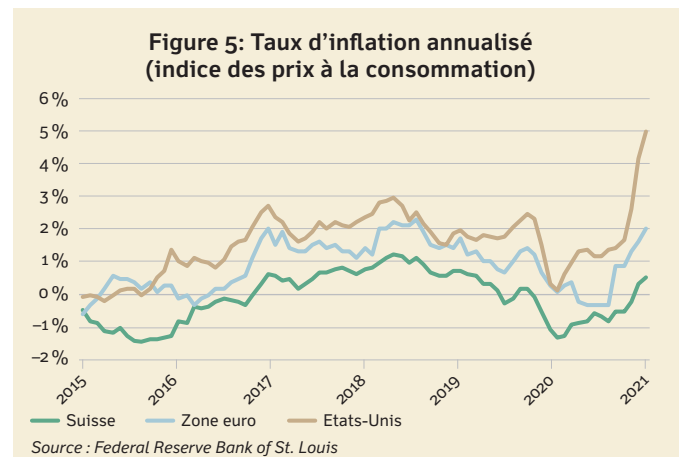
Un autre élément laissant présager une période de taux d'intérêt bas est l'étude historique des précédentes pandémies. En analysant les pandémies des siècles passés (par exemple, la grippe espagnole ou la peste noire du XIVe siècle), les chercheurs ont observé qu'elles étaient suivies de plusieurs décennies de baisse des taux d'intérêt réels. Ils rapportent également des taux d'inflation inférieurs à la moyenne pendant environ une décennie. Évidemment, ces événements historiques diffèrent à bien des égards de la crise actuelle. Par exemple, il n'y avait pas à l'époque de politiques fiscales et monétaires actives, comme c'est le cas aujourd'hui. Par conséquent, ces données ne nous permettent pas de nous livrer à des prédictions précises, mais on peut dire qu'une longue période de taux d'intérêt et d'inflation bas suite à la pandémie de covid serait conforme aux précédents historiques.



# Le rôle de la politique monétaire

Plusieurs banques centrales ont joué un rôle clé dans la stabilisation de l'impact du choc de la pandémie. En particulier, la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur et acheté de grandes quantités d'actifs américains. La BNS a joué un rôle beaucoup plus limité, car elle n'a pas pu abaisser davantage son taux d'intérêt et n'achète pas d'actifs nationaux. Mais elle a été en mesure de stabiliser le franc suisse par le biais d'interventions sur le marché des changes. La BNS a également encouragé un assouplissement de la politique macroprudentielle suisse en réduisant les exigences de fonds propres des banques dans le cadre du volant anticyclique. Elle a par ailleurs mis en œuvre une politique budgétaire par le biais de prêts covid (facilité de refinancement – BNS – COVID-19).

Quant aux taux d'intérêt futurs, les politiques monétaires nationales ont peu d'impact sur les taux d'intérêt réels à long terme, car ces derniers sont déterminés au niveau mondial par des facteurs réels. Mais elles peuvent avoir un effet sur les anticipations d'inflation. C'est dans cet esprit que la Réserve fédérale et la BCE ont récemment modifié leurs stratégies de politique monétaire. La Réserve fédérale vise désormais une inflation de 2 % en moyenne. Cela signifie que la Fed permettra désormais à l'inflation de dépasser le seuil des 2 %. La BCE vise également une inflation d'environ 2 % et réagira de manière symétrique lorsque l'inflation sera supérieure ou inférieure à cet objectif. D'autres banques centrales pourraient suivre, mais à ce stade, la BNS n'envisage pas un tel changement. Elle a exprimé son scepticisme quant à l'impact de ce changement sur les anticipations d'inflation. Si d'autres banques centrales s'orientent vers des politiques monétaires moins restrictives, cela pourrait naturellement exercer une pression sur le franc suisse.

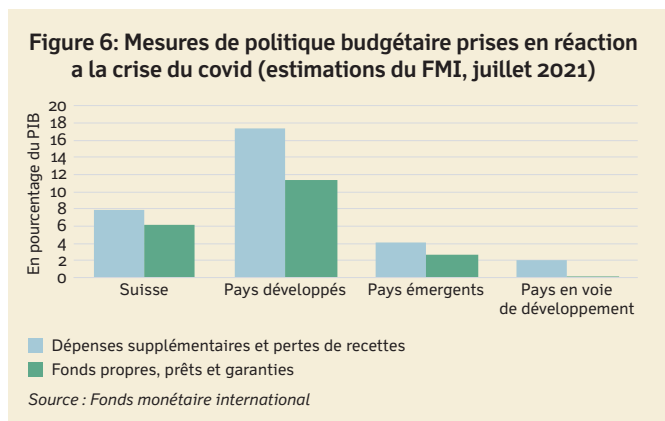


Lorsque les taux d'intérêt augmenteront, les banques centrales pourront revenir à leur politique de taux d'intérêt standard. Mais cette situation constituera tout de même un défi du fait de leurs vastes bilans. Dans quelle mesure et selon quel rythme les banques centrales devraient-elles mettre fin à leurs opérations d'assouplissement quantitatif et revendre leurs actifs? La réponse à ces questions aura certainement une influence sur les marchés lorsque les taux d'intérêt commenceront à augmenter.



# Taux d'intérêt faibles et politique budgétaire

Dans de nombreux pays, la politique budgétaire a joué un rôle clé dans la réaction à la crise du covid. Les pays disposant d'une certaine marge de manœuvre budgétaire ont pu mettre en œuvre des mesures de soutien par le biais de transferts et de prêts. La prolongation des droits aux allocations de chômage et l'indemnisation du chômage partiel ont ainsi joué un rôle clé. Ces politiques ont été largement débattues en Suisse. Bien que ces mesures budgétaires auraient pu être encore plus généreuses, elles ont contribué à atténuer la récession. La Figure 6 montre que la réponse en matière de politique budgétaire à la crise du covid a été généralement très forte dans les pays développés (en particulier aux États-Unis), mais qu'elle a été beaucoup plus modeste en Suisse. Elle était cependant encore plus faible dans les pays émergents et en voie de développement.



La réaction budgétaire à la crise du covid, couplée à l'impact habituel d'une récession sur les déficits publics, s'est traduite par une réduction des recettes fiscales et une augmentation des transferts. Cela a généré des déficits budgétaires importants en 2020 et 2021 dans de nombreux pays. Cette situation entraîne de surcroît une forte augmentation de la dette publique, bien qu'il soit trop tôt pour disposer de chiffres précis. Une augmentation de la dette publique mondiale exerce en général une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Jusqu'à présent, cette pression ne s'est pas concrétisée car les banques centrales ont acheté une grande partie de l'augmentation de la dette via leurs opérations d'assouplissement quantitatif. Lorsque les banques centrales revendront leurs positions, la pression à la hausse exercée par l'augmentation de la dette publique contrebalancera d'autres facteurs pesant en faveur de taux d'intérêt bas.

Une question importante est de savoir si les politiques budgétaires devraient être ajustées pour générer des excédents au cours des prochaines années afin de réduire la dette publique. Les pays qui avaient déjà des niveaux élevés de dette publique avant la crise du covid pourraient avoir du mal à reconduire leur dette et pourraient devoir recourir à des ajustements, voire à une restructuration de leur dette. Il faut espérer que cette situation ne dégénérera pas en une vague de crises de la dette souveraine. La reprise étant très variable selon les pays, cela constitue un risque bien réel pour les économies moins développées.

Pour les pays, comme la Suisse, qui affichaient un faible endettement public avant la crise, il n'est pas nécessaire de générer des excédents en réduisant les dépenses publiques ou en augmentant les impôts. Au contraire, l'austérité budgétaire ralentirait la reprise économique et exercerait une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Certains économistes affirment même que les pays pourraient conserver des déficits budgétaires raisonnables. Pour illustrer ce point, prenons un exemple simple. Supposons que la dette publique suisse représente 50 % du PIB, que le PIB nominal croisse de 2 % et que le taux d'intérêt sur la dette publique soit nul. Dans ce scénario, le ratio de la dette publique par rapport au PIB diminue naturellement, même en l'absence d'excédent budgétaire. Avec un excédent primaire nul, le ratio de la dette publique par rapport au PIB tomberait à 41 % après 10 ans. Par ailleurs, la dette publique pourrait être maintenue à 50 % même si le gouvernement enregistrait un déficit de près de 1 % du PIB.

On craint parfois que des niveaux élevés de dette publique n'entraînent une explosion de l'inflation à des fins de réduction de la dette. Bien qu'il existe plusieurs épisodes historiques au cours desquels une forte inflation et une dette publique importante ont coexisté, il est peu probable que ce scénario se produise à l'époque moderne. En effet, il est difficile d'envisager un boom de l'inflation car les prix sont rigides et les banques centrales font tout leur possible pour contrôler l'inflation. Si l'inflation augmente progressivement, les taux d'intérêt nominaux augmenteront, de sorte que le coût réel de la nouvelle dette ne sera pas réduit. En d'autres termes, la possibilité de réduire la dette publique en augmentant l'inflation est limitée dans les pays économiquement avancés.

# Taux d'intérêt négatifs et secteur bancaire : l'état de nos connaissances à ce sujet

Comme nous l'avons déjà mentionné, les taux d'intérêt nominaux négatifs nuisent aux banques lorsqu'elles ne pratiquent pas de taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts. Les banques souffrent également de toute baisse des taux à long terme, car elles bénéficient généralement de courbes de rendement à pente positive, étant donné qu'elles sont confrontées à des taux à plus long terme sur les actifs que sur les passifs. Dans ce contexte, il est important d'examiner si les taux d'intérêt négatifs peuvent déstabiliser le secteur bancaire en pesant sur les bénéfices, avec des implications potentielles pour l'économie réelle.

De manière quelque peu surprenante, l'expérience internationale récente n'indique pas une baisse systématique des bénéfices des banques dans les pays où les taux d'intérêt sont négatifs. C'est notamment le cas en Suisse. Un nombre croissant d'études empiriques analyse l'impact des taux d'intérêt négatifs sur les bénéfices des banques. La conclusion générale confirme que, dans l'ensemble, la baisse des taux d'intérêt exerce tout au plus un effet négatif modeste sur les bénéfices des banques. Certaines études rapportent que les petites banques qui dépendent davantage des dépôts des particuliers ont subi un impact négatif plus important, mais ce résultat est sujet à débat. Certaines études indiquent également que les bénéfices des banques diminuent dans des environnements prolongés de taux d'intérêt bas. Si la faiblesse des taux d'intérêt peut inciter à une quête de rendement et donc augmenter le niveau de risque des actifs, l'augmentation de ce risque n'a jusqu'à présent pas eu d'impact sur les bénéfices. Il s'agit cependant d'un risque résiduel.

De nombreux facteurs peuvent expliquer l'impact limité des taux d'intérêt négatifs sur les bénéfices des banques. On peut notamment citer les points suivants :

- Les banques ne génèrent des rendements négatifs que sur une partie de leurs actifs, surtout s'il existe un système de rémunération des réserves par paliers, comme c'est le cas en Suisse.
- Les dépôts ne représentent qu'une partie du passif des banques (environ la moitié en moyenne pour les banques suisses).
- Les banques ont pu appliquer des taux négatifs aux dépôts des entreprises, de sorte que seuls les dépôts des particuliers (d'une taille limitée) sont confrontés à un taux plancher.
- Les banques ont augmenté les frais de gestion qu'elles prélèvent sur leurs comptes de dépôt.
- Les banques se sont restructurées vers des activités davantage génératrices de commissions et de frais commerciaux.
- Les banques ont bénéficié de plus-values.
- Des taux d'intérêt plus bas contribuent à une économie plus robuste et à des emprunteurs plus résistants.

Il convient toutefois de noter que ces études ne reposent que sur une période d'observation très courte. Reste à voir si les taux négatifs n'auront également à long terme qu'un impact limité sur les bénéfices, en particulier pour les institutions qui dépendent davantage des comptes de dépôts.

# Conclusion

L'objectif de cette *Public Discussion Note* est de fournir une perspective actualisée sur l'environnement de taux d'intérêt bas qui prévaut aujourd'hui. Les taux d'intérêt nominaux négatifs constituent un phénomène nouveau, dont notre compréhension s'améliore au fil du temps. Une grande incertitude entoure encore l'évolution future des taux, mais de nombreux facteurs laissent présager une période prolongée de taux d'intérêt réels bas. Un scénario prévoyant de nombreuses années supplémentaires de taux réels très bas est tout à fait envisageable. Si les taux d'intérêt très bas semblent avoir eu jusqu'à présent un impact limité sur le secteur bancaire, une période prolongée pourrait avoir des implications plus considérables.

Une augmentation de l'inflation semble plus probable à moyen terme. Cela signifie que les taux nominaux pourraient commencer à augmenter. Cela permettrait aux banques centrales de nombreux pays avancés de revenir à des politiques de taux d'intérêt plus classiques. Ce réajustement pourrait prendre plus de temps pour la Réserve fédérale et la BCE, car leurs nouvelles lignes directrices leur permettent potentiellement de tolérer une plus forte inflation. Les banques centrales devront relâcher leurs politiques d'achats massifs d'actifs. L'impact potentiel de ces opérations est incertain car nous n'avons jamais vécu une telle expérience. La politique budgétaire jouera également un rôle important dans les années à venir. Les pays très endettés ont une marge de manœuvre limitée, mais les pays peu endettés peuvent contribuer à mettre fin à la période de taux d'intérêt négatifs grâce à des politiques budgétaires non restrictives. L'avenir s'annonce intéressant !

## **Swiss Finance Institute**

Le Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

Cette publication a été imprimée sur du papier durable "Refutura", qui est certifié par l'écolabel "l'Ange bleu".