

SFI Public Discussion Note

Taux d'intérêt négatifs



Mars 2020 (sur la base des informations disponibles à la mi-février 2020)

Introduction



Prof. Dr. Philippe Bacchetta
SFI Senior Chair et
Université de Lausanne



Prof. Dr. Urs Lendermann
Deutsche Bundesbank,
University of Applied Sciences



Prof. Dr. Alfred Mettler
SFI Adjunct Professor,
University of Miami



Dr. Markus P.H. Bürgi
Membre de la Direction,
Swiss Finance Institute

Les opinions exprimées sont personnelles et ne représentent pas nécessairement celles de la Deutsche Bundesbank, du Swiss Finance Institute, de l'Université de Lausanne, de l'Université de Miami, ou des collaborateurs de ces institutions.

Au cours des dernières années, les banques centrales de plusieurs pays (tels que le Danemark, les pays de la zone euro, le Japon, la Suède jusqu'en décembre 2019, et la Suisse) ont fixé des taux d'intérêt à court terme inférieurs à zéro. Dans certains cas, même les taux d'intérêt du marché à long terme sont devenus négatifs. Rien de surprenant donc à ce que les taux d'intérêt négatifs soient devenus un point central des discussions économiques. En Suisse, le pays où les taux d'intérêt négatifs sont actuellement les plus bas, le débat sur le passé, le présent et l'avenir de ce phénomène et sur son impact sur l'économie dans son ensemble est particulièrement actif. Des discussions comparables ont lieu dans la zone euro autour de la politique menée par la Banque centrale européenne (BCE). Le président américain lui-même a tweeté en septembre 2019 que la Réserve fédérale devrait abaisser les taux d'intérêt "à ZÉRO, ou moins", afin que les États-Unis puissent refinancer leur dette.

La Banque nationale suisse (BNS) explique à intervalles réguliers les raisons économiques fondamentales qui sous-tendent les taux d'intérêt négatifs et les raisons pour lesquelles ils pourraient rester négatifs pendant encore un certain temps. Néanmoins, la situation actuelle devient de plus en plus préoccupante aux yeux d'un nombre croissant d'observateurs critiques. La question fondamentale est de savoir si les avantages de la politique actuelle l'emportent toujours sur les coûts qu'elle engendre, parmi lesquels on peut notamment citer les faibles rendements de l'épargne, l'inflation des actifs, les incitations à la prise de risque et la situation financière des fonds de pension. Il apparaît évident qu'au final, la politique monétaire de la BNS influence l'ensemble de l'économie suisse, et donc la population suisse dans son entièreté. Mais la BNS serait-elle réellement en mesure d'éviter des taux d'intérêt négatifs ?

Dans ce contexte, l'objectif de cette *Public Discussion Note* est de rappeler l'évolution de l'environnement des taux d'intérêt négatifs, d'expliquer les conséquences positives et négatives de la situation actuelle pour la Suisse et d'examiner d'éventuels développements qui pourraient se produire à l'avenir.



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.

Rétrospective : Comment les taux d'intérêt sont-ils devenus négatifs ?

En tant que banque centrale indépendante, la BNS a pour mandat de conduire la politique monétaire du pays. En vertu de la Constitution et de la législation suisses, elle est tenue d'agir conformément aux intérêts du pays dans son ensemble. Son objectif principal est d'assurer la stabilité des prix, tout en tenant compte des évolutions conjoncturelles de l'économie.

En raison de la situation géographique de la Suisse et de l'importance du commerce pour l'économie suisse, il est évident que le taux de change CHF/EUR est d'une importance cruciale pour le pays. Environ deux tiers du Produit intérieur brut (PIB) suisse sont basés sur les exportations et environ 54 % sur les importations. Un examen plus approfondi des statistiques du PIB révèle que l'Union européenne (UE) est, de loin, le partenaire commercial le plus important de la Suisse. Environ 45 % des exportations et 63 % des importations sont basées sur le commerce avec l'UE (source : Office fédéral de la statistique).

Après l'introduction de l'euro en 2002, et jusqu'en 2010 environ, le taux de change entre le franc suisse et l'euro a fluctué dans une fourchette approximative de 1.45 à 1.65 CHF par euro. Pour l'industrie d'exportation suisse, il s'agissait d'un taux de change relativement stable et prévisible qui lui permettait d'exporter à des prix compétitifs des biens et services de qualité supérieure et hautement spécialisés. En outre, il a permis à l'industrie suisse du commerce de détail (et en particulier aux magasins de détail des régions frontalières) de rester compétitive malgré des niveaux de prix intérieurs légèrement plus élevés.

Fin 2009, la situation sur les marchés des changes a commencé à changer. Après la crise financière, les taux de croissance sont restés faibles partout dans le monde, l'euro et le dollar ont commencé à s'affaiblir par rapport à la plupart des devises et le franc suisse est redevenu, comme cela avait été le cas plusieurs fois dans le passé, une "valeur refuge"

pour les investissements étrangers. Entre janvier 2010 et septembre 2011, le franc suisse s'est renforcé par rapport à l'euro, passant d'environ 1.50 CHF par euro à environ 1.10 CHF par euro, soit une appréciation d'environ 30 %. Cela a créé une pression importante sur l'industrie de l'exportation. Les associations professionnelles ainsi que les syndicats suisses ont tiré la sonnette d'alarme et réclamé que la BNS prenne des mesures pour affaiblir le franc. De même, la crainte qu'un franc fort puisse créer des tendances déflationnistes pour l'économie suisse a été largement débattue dans les milieux économiques et dans la presse. Pendant cette période, la BNS n'a fait aucune déclaration publique concernant sa politique de change. Cependant, sur la base de ses rapports trimestriels, il est clairement apparu qu'elle avait procédé à plusieurs reprises à des interventions ponctuelles sur le marché des changes.

Enfin, en septembre 2011, la BNS a décidé de changer d'approche. Le matin du 6 septembre 2011, la Direction générale de la BNS a convoqué une conférence de presse au cours de laquelle son président a annoncé que la BNS, "*(...) avec effet immédiat, ne tolérera[it] plus un taux de change CHF/EUR inférieur au taux minimum de 1.20. La BNS appliquera[it] ce taux minimum avec la plus grande détermination et [serait] prête à acheter des devises étrangères en quantité illimitée (...)*".

En quelques heures, le taux de change CHF/EUR s'est stabilisé autour de 1.23 CHF/EUR. Au cours des années suivantes, le taux de change entre le franc suisse et l'euro est resté relativement stable, se maintenant dans une fourchette de 1.20 à 1.24 CHF/EUR. Cela a permis à l'industrie suisse des exportations d'anticiper le taux de change CHF/EUR avec une grande certitude et leur a donné une base stable et prévisible pour l'établissement des budgets d'investissement et des prévisions financières.

Après l'introduction du cours plancher par rapport à l'euro, la BNS n'a initialement pas eu à intervenir beaucoup. Les avoirs de réserve officiels sont restés relativement stables, à un niveau d'environ 300 milliards de francs. Au début de l'année 2012, la crise de l'euro et les discussions sur la situation de la Grèce et d'autres pays de la zone euro ont toutefois contraint la BNS à intervenir à une échelle beaucoup plus importante. A la mi-2012, les avoirs de réserve officiels avaient rapidement atteint environ 500 milliards de francs. Dans un contexte de préoccupations croissantes en Suisse concernant l'impact de la politique monétaire de la BNS, la situation a changé le 26 juillet 2012, lorsque le président de la BCE a fait la fameuse annonce suivante: *" Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro. Et, croyez-moi, ce sera suffisant... "*. Cette déclaration a rapidement calmé les marchés et a également eu un effet immédiat sur la croissance des avoirs de réserve officiels de la BNS: pendant les deux années suivantes, ils sont restés plus ou moins stables.

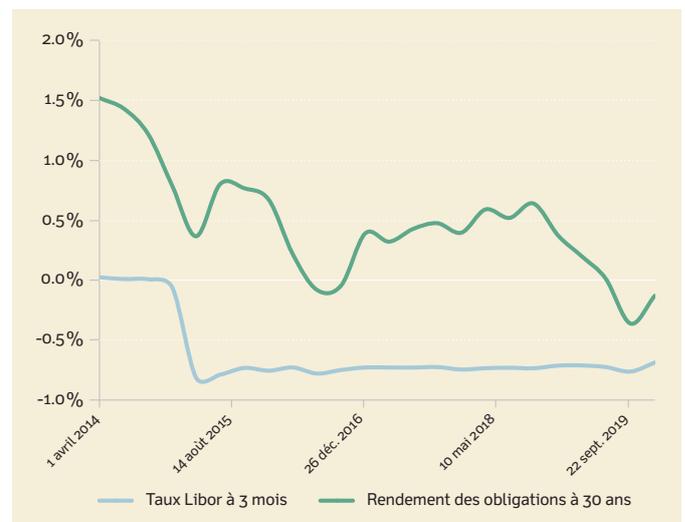


Au cours du second semestre 2014, plusieurs événements économiques ont accru la pression sur le franc suisse et donc sur le cours avec l'euro, ce qui a obligé la BNS à intervenir de nouveau sur les marchés des changes. Premièrement, l'euro s'est affaibli par rapport au dollar, passant d'environ 1.40 à 1.18 dollar par euro. En raison du taux de change minimum CHF/EUR, le franc suisse s'est donc également affaibli par rapport au dollar. Deuxièmement, les discussions sur un éventuel "Grexit" ont refait surface, ce qui, couplé au déclin économique de la Russie et d'autres pays, a déclenché une nouvelle fois la fonction de "valeur refuge" du franc suisse. Troisièmement, à partir de l'été 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris une série de mesures visant à assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire face à la baisse de l'inflation. Ces mesures comprenaient l'abaissement progressif en territoire négatif du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui est le taux de référence pour les marchés de la zone euro. Après être resté à 0% depuis juillet 2012, il a été ramené à -0.1% en juin 2014, puis à -0.2% en septembre 2014. Quatrièmement, et c'est probablement le point le plus important, la BCE avait commencé à discuter ouvertement de la possibilité de lancer un programme d'assouplissement quantitatif en janvier 2015, qui ferait baisser les taux d'intérêt de l'euro et augmenterait la pression à la baisse sur l'euro et donc la pression à la hausse sur le franc suisse.

Face à ces évolutions, de nombreux économistes et politiciens suisses ont commencé à remettre en question les interventions de la BNS et le niveau des avoirs en devises qui, dans l'intervalle, avaient atteint environ 85% du PIB de la Suisse. La BNS a cependant continué à défendre publiquement sa position et s'est engagée à maintenir sa politique et sa stratégie monétaires. A la surprise générale, la BNS est allée plus loin en annonçant, à la mi-décembre 2014, qu'elle introduirait un taux d'intérêt négatif de -0.25% sur les dépôts à vue dès le 22 janvier 2015 (date de la prochaine réunion de la BCE).

Début janvier 2015, la pression à la hausse sur le franc suisse s'est encore accentuée. Au cours des deux premières semaines de janvier 2015, la BNS a dû intervenir massivement sur les marchés des changes pour maintenir le taux plancher, la décision de la BCE concernant l'assouplissement quantitatif étant toujours imminente. Enfin, le 15 janvier 2015 à 10h30 heure suisse (GMT + 1), la BNS a annoncé dans un communiqué de presse qu'elle supprimerait le taux de change minimum et abaisserait en même temps les taux d'intérêt sur les dépôts à vue à -0.75% . Une semaine plus tard, le 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé qu'il élargirait ses achats d'actifs pour inclure les obligations émises par les gouvernements centraux de la zone euro, les agences et les institutions européennes jusqu'à un montant de 60 milliards d'euros par mois.

Au départ, l'introduction de taux d'intérêt négatifs par la BNS a été perçue comme temporaire. Et pourtant, cinq ans plus tard, non seulement les taux d'intérêt à court terme du franc suisse s'établissent toujours à -0.75% , mais les taux à long terme sont également devenus négatifs.



Depuis janvier 2015, le taux d'intérêt à court terme du franc suisse est resté constant, à -0.75% . Toutefois, la BNS a continué à intervenir sur les marchés des changes, comme en témoigne l'augmentation des avoirs en devises, qui ont atteint environ 840 milliards de francs en septembre 2019 (soit environ 120 % du PIB suisse). L'une des raisons de ces interventions était que la BCE avait continué à abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0.3% en décembre 2015, à -0.4% en mars 2016 et enfin à -0.5% en septembre 2019. Comme mentionné précédemment, depuis son introduction, la "politique de taux d'intérêt négatifs" de la BNS, mais aussi de la BCE, n'a cessé de susciter le soutien, mais également les critiques des commentateurs. S'il était évident que la situation économique et fiscale était extraordinaire, il n'était en revanche pas clair de savoir comment s'attaquer au mieux à ces problèmes sans précédent et les résoudre de manière durable.

Pourquoi les taux d'intérêt sont-ils négatifs et qu'est-ce que cela signifie ?

Une explication économique

Pour comprendre la situation actuelle, il est essentiel de distinguer différents types de taux d'intérêt : les taux d'intérêt à court terme, à long terme, nominaux et réels.

Taux d'intérêt à court et à long terme

Les taux d'intérêt à court terme, par exemple le Libor à trois mois, ont tendance à être très proches du taux d'intérêt fixé par la banque centrale. Par exemple, si les banques commerciales peuvent détenir des dépôts auprès de la BNS à un taux d'intérêt de -0.75% , elles se prêteront également les unes aux autres à un taux similaire. Le taux du marché interbancaire est donc proche du taux de la BNS. En revanche, les taux d'intérêt à long terme, par exemple le rendement des obligations de la Confédération suisse à dix ans, sont déterminés par les marchés, en particulier par les prévisions d'inflation et de taux d'intérêt futurs.

Taux d'intérêt nominaux et réels

Le taux d'intérêt de la BNS de -0.75% est un taux d'intérêt nominal. De même, tous les taux d'intérêt et les rendements sont généralement nominaux. Toutefois, ce qui compte sur le plan économique pour les épargnants et les investisseurs, c'est le rendement *réel*, après correction de l'inflation. Par exemple, si le rendement nominal est de 3% et l'inflation de 2% , le rendement réel sera de $3\% - 2\% = 1\%$. Fin 2019, l'inflation en Suisse était d'environ 0.5% , de sorte que le taux d'intérêt réel à court terme était de $-0.75\% - 0.5\% = -1.25\%$. Il est intéressant de noter que, si les taux d'intérêt nominaux ont toujours été positifs jusqu'en 2015, la Suisse a connu autrefois des périodes de taux réels négatifs. En Allemagne, les taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts ont même été la règle plutôt que l'exception au cours des dernières décennies.



Qu'est-ce qui détermine le niveau des taux d'intérêt ?

Les taux d'intérêt réels à long terme sont déterminés par des variables économiques fondamentales telles que l'épargne et l'investissement. Lorsque l'épargne est importante et/ou l'investissement est faible, les taux d'intérêt réels baissent car l'offre de fonds est surabondante. Comme les taux d'intérêt réels des différents pays ont de plus en plus tendance à évoluer de concert, ce qui compte vraiment, ce sont les niveaux d'épargne et d'investissement à l'échelle mondiale. Au cours des quatre dernières décennies, l'épargne mondiale a augmenté davantage que l'investissement mondial, de sorte que les taux d'intérêt réels mondiaux ont progressivement baissé. Ils sont maintenant proches de zéro, voire négatifs dans plusieurs pays. Les raisons de l'augmentation de l'épargne et de la relative stagnation des investissements sont nombreuses. Par exemple, ces dernières années, la croissance et donc les investissements ont été inférieurs aux attentes, l'incertitude économique accrue a stimulé l'épargne et les facteurs démographiques (vieillesse de la population) ont changé et changeront les habitudes d'épargne.

Les taux d'intérêt nominaux à long terme sont déterminés en ajoutant l'inflation anticipée aux taux d'intérêt réels. Plus l'inflation anticipée est élevée dans un pays, plus il est probable que les taux d'intérêt nominaux y soient positifs. Toutefois, ces dernières années, l'inflation a diminué dans le monde entier.

En outre, en Suisse, l'inflation a généralement été plus faible que dans la plupart des autres pays. Par conséquent, les taux d'intérêt nominaux peuvent plus facilement devenir négatifs. Cela explique pourquoi ils ont été la plupart du temps négatifs ces dernières années. D'autres pays, comme certains pays de la zone euro dont les taux sont un peu plus élevés, n'ont vu que récemment leurs taux nominaux à long terme devenir négatifs.

Les taux d'intérêt nominaux à court terme sont influencés par la banque centrale par le biais de sa politique monétaire et peuvent s'éloigner des taux à long terme. Étant donné que l'objectif principal de la banque centrale est de contrôler l'inflation, ses taux d'intérêt à court terme ont tendance à être élevés lorsque l'inflation est élevée et bas lorsque l'inflation est faible. Toutefois, les taux d'intérêt à court et à long terme ne dévient pas de manière permanente. De plus, les taux courts ont tendance à être inférieurs aux taux longs, c'est-à-dire que la pente de la courbe des taux est généralement positive. Les banques centrales s'inquiètent

également des taux de change. Par exemple, la BNS ne peut pas fixer son taux d'intérêt à un niveau beaucoup plus élevé que celui de la BCE sans risquer d'importantes appréciations des taux de change.

Dans un contexte de taux d'intérêt mondiaux bas et de faible inflation, il est évident que la BNS doit fixer un taux d'intérêt bas. De plus, son taux d'intérêt est généralement inférieur à celui des autres pays pour deux raisons. Premièrement, l'inflation en Suisse est plus faible, ce qui abaisse le taux nominal. Si une inflation faible est généralement souhaitable, son inconvénient est qu'elle rend plus probable que les taux d'intérêt plongent en terrain négatif. L'autre raison est que la demande d'actifs en francs suisses est très forte depuis la crise financière mondiale de 2007–2008. Dans le même temps, l'offre d'actifs sûrs en francs suisses a été réduite car la dette publique suisse a diminué au cours de la dernière décennie. Cette forte demande relative entraîne une appréciation du franc suisse, qui peut être compensée par une baisse du taux d'intérêt à court terme et par l'achat d'actifs en devises étrangères.

Pour résumer, les taux d'intérêt réels mondiaux ont baissé ces dernières années en raison de l'augmentation de l'épargne mondiale et de la faiblesse des investissements. L'inflation a également été faible, ce qui a renforcé le déclin des taux d'intérêt nominaux.



Quelles sont les implications économiques des taux d'intérêt négatifs ?

En Suisse, nous avons actuellement à la fois des taux *réels* négatifs et des taux *nominaux* négatifs. Bien que cela puisse paraître comme une nuance terminologique subtile, les implications liées aux deux termes sont fondamentalement différentes. Étant donné qu'une grande partie du débat public mélange les deux aspects, nous allons d'abord clarifier ces questions avant d'entrer dans les détails.

Il n'est pas rare de connaître des *taux réels négatifs* ou *faibles*. Leurs implications sont relativement bien connues. En particulier, ils nuisent aux épargnants et profitent aux emprunteurs. Les implications plus détaillées sont examinées ci-dessous.

En revanche, des *taux nominaux nuls ou négatifs* sont très inhabituels et ont des implications supplémentaires. Le principal problème vient de la disponibilité des billets de banque qui ne génèrent aucun intérêt. Il est facile, du moins pour certains épargnants, de détenir des espèces au lieu d'autres actifs (pour lesquels ils devraient payer un taux d'intérêt négatif), par exemple en mettant leurs espèces dans un coffre-fort. Ces "coûts de détention d'espèces" expliquent pourquoi la limite inférieure effective des taux d'intérêt est inférieure à zéro. En théorie, il existe une valeur plancher effective (*effective lower bound ELB*) quelque part en territoire négatif, qui est déterminée par les coûts de détention de liquidités ou d'autres actifs à liquidité élevée.

Cela a au moins deux conséquences. Premièrement, les banques commerciales sont réticentes à fixer des taux d'intérêt négatifs sur leurs comptes de dépôts car de nombreux déposants préféreraient alors conserver des billets de banque chez eux. Si les banques se voient confrontées à des taux négatifs sur leurs actifs, cela réduira leur marge d'intérêt. Deuxièmement, les banques centrales ne peuvent pas réduire de beaucoup leur taux d'intérêt déjà négatif, ce qui limite donc leur politique

monétaire. Cela est particulièrement problématique en cas de récession, à laquelle la politique monétaire peut alors difficilement réagir.

Le concept de la trappe à liquidité

D'un point de vue théorique, la situation dans laquelle les taux d'intérêt nominaux sont nuls ou négatifs et l'épargne est élevée est appelée "trappe à liquidité", un concept développé pour la première fois par John Maynard Keynes dans sa *Théorie générale*. Dans une telle trappe à liquidité, les billets de banque et les dépôts à court terme sont de proches substituts d'autres actifs et leur sont même préférés si les taux d'intérêt sur ces actifs sont négatifs. Les principales conséquences sont que les banques commerciales sont confrontées à une demande accrue de dépôts à vue et que la politique monétaire traditionnelle devient inefficace.

Sortir d'une trappe à liquidité constitue un véritable défi. Les mesures possibles, par exemple, seraient d'augmenter les dépenses publiques, ce qui est une décision politique, ou de relever les taux d'intérêt, ce qui relève des prérogatives de la banque centrale. De plus, une baisse significative des prix, c'est-à-dire une déflation, pourrait inciter les gens à dépenser leurs économies et à profiter des prix bas. Toutes ces mesures s'accompagnent de coûts et d'avantages, qui doivent être soigneusement soupesés.

Quels sont les avantages et les coûts du contexte actuel de taux d'intérêt négatifs pour l'économie suisse ?

Avantages liés au contexte actuel de taux d'intérêt négatifs

Comme nous l'avons déjà dit, le contexte actuel de taux d'intérêt négatifs résulte de la réaction de la BNS à des développements économiques mondiaux sans précédent. Les avantages de la politique monétaire actuelle reposent donc principalement sur la prévention d'une situation moins souhaitable. Maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas peut ainsi découler des raisons suivantes :

- **Maintenir au niveau actuel le taux de change du franc suisse par rapport à l'euro :**

le renforcement du franc suisse (et donc l'affaiblissement de l'euro) a été initialement l'une des principales raisons de l'introduction du taux plancher vis-à-vis de l'euro (sur la période 2011–2015). Par la suite, après l'abandon du taux plancher, il a justifié l'introduction de taux d'intérêt négatifs. Sans la politique actuelle de taux d'intérêt négatifs, le franc suisse s'apprécierait très probablement bien davantage par rapport à l'euro et éventuellement à d'autres devises.

- **Soutenir l'industrie d'exportation :**

comme mentionné précédemment, l'industrie suisse des exportations contribue à environ deux tiers du PIB suisse et constitue donc un élément essentiel de l'économie suisse. Près de la moitié des exportations sont destinées à l'UE, de sorte qu'un euro plus faible (et un franc suisse plus fort) aurait un impact négatif sur les exportations (certains secteurs d'exportation étant bien entendu plus touchés que d'autres) et donc, dans une large mesure, sur l'économie suisse.

- **Empêcher une augmentation du taux de chômage :**

une baisse de la compétitivité du secteur d'exportation se traduirait probablement par un déplacement à l'étranger d'une partie de l'industrie manufacturière haut de gamme ou réduirait la main-d'œuvre nationale. Dans les deux cas, le taux de chômage en Suisse augmenterait.

- **Éviter le risque de déflation :**

un franc suisse plus fort permettrait aux importateurs suisses de payer moins cher leurs biens et services importés, des économies qui pourraient ensuite être répercutées sur les consommateurs. La baisse des prix qui en résulterait serait certes attrayante, mais elle pourrait éventuellement entraîner une désinflation, voire une déflation, ce qui est généralement indésirable d'un point de vue économique et irait par ailleurs à l'encontre du mandat de la BNS.

À un autre niveau, les taux d'intérêt négatifs profitent directement à diverses entités économiques :

- **Réduction du coût de la dette publique et impact positif sur les budgets :**

mesuré selon les normes internationales, le niveau de la dette publique en Suisse est faible. Néanmoins, dans le cadre de la politique actuelle de taux d'intérêt négatifs, le gouvernement fédéral, les cantons et les communes paient moins pour leur dette. Cela a un impact positif significatif sur leurs budgets.

- **Des taux d'imposition plus faibles :**

une dette bon marché permet aux cantons, à la Confédération et aux communes de maintenir les taux d'imposition à des niveaux stables, voire de les réduire. Cela a un effet positif pour tous les contribuables, les particuliers et les entreprises.

- **Les emprunteurs bénéficient de taux d'intérêt bas :**

les emprunteurs privés et institutionnels peuvent financer leurs dettes à des taux relativement bas.

- **Diminution des dépenses liées à la propriété et à la location de biens immobiliers :**

le contexte actuel des taux d'intérêt a fait baisser les taux d'intérêt hypothécaires à un niveau historiquement bas. Cela profite non seulement aux propriétaires, mais aussi aux locataires, puisque les prix des locations en Suisse sont liés aux niveaux des taux d'intérêt de référence.

Coûts liés au contexte actuel de taux d'intérêt négatifs

La persistance de taux d'intérêt nominaux et réels négatifs en Suisse ne constitue pas un problème seulement pour la politique monétaire et la BNS. Il existe un certain nombre d'autres domaines qui affectent directement les individus, l'économie et la société dans son ensemble.

Quelques exemples fréquemment mentionnés :

- **Risque de bulle immobilière :**

lorsque les taux d'intérêt réels sont bas, l'analyse théorique montre que cela augmente le risque de la création de bulles immobilières. Certains observateurs avancent que les prix de l'immobilier en Suisse ont été portés à des niveaux nettement plus élevés que ceux observés à la fin des années 1980, lorsque la dernière grande bulle immobilière avait atteint son apogée. En outre, les taux d'occupation dans certaines zones géographiques ont augmenté de manière significative au cours des dernières années. De surcroît, les fonds de pension détiennent une part croissante de leurs actifs dans l'immobilier, ce qui exerce une pression supplémentaire à la hausse sur les prix de l'immobilier.

- **Problèmes des fonds de pension :**

les fonds de pension suisses sont, par contrainte ou par choix, tenus de maintenir une allocation d'actifs spécifique, comme le maintien d'une liquidité relativement élevée ou l'investissement dans des titres à revenu fixe. Ils souffrent donc des taux d'intérêt négatifs.

- **Prêts plus risqués accordés par les**

intermédiaires financiers : il est prouvé que les institutions financières sous-estiment les risques de crédit et s'engagent dans des prêts plus risqués, tout en acceptant éventuellement des garanties de crédit surévaluées. Si les risques liés au secteur bancaire sont étroitement surveillés

par des agences de surveillance comme la FINMA en Suisse, d'autres intermédiaires financiers qui jouent un rôle croissant dans le financement de l'économie réelle deviennent plus risqués, en particulier les fonds à revenu fixe. C'est un problème qui préoccupe le Fonds monétaire international, comme l'indique son dernier rapport sur la stabilité financière mondiale (octobre 2019).

- **Menace potentielle sur la stabilité financière :**

des taux d'intérêt très bas, et en particulier des primes de risque insuffisamment élevées, peuvent devenir une menace sur la stabilité financière. De nombreux investisseurs, notamment les banques et les fonds de pension, sont soumis à une forte pression pour rentabiliser leurs investissements. Cela conduit à une quête perpétuelle de rendement avec des investissements dans des actifs plus risqués, dans le cadre de leurs politiques et réglementations d'investissement respectives. Il est ainsi largement admis que les faibles taux d'intérêt aux Etats-Unis ont conduit à des investissements plus risqués en dollars américains, par exemple dans des obligations d'entreprises sur les marchés émergents.

- **Rentabilité des banques :**

comme les taux d'intérêt négatifs ne sont que partiellement, et avec certaine réticence, répercutés sur les taux accordés par les banques à leurs clients, les marges de ces dernières se rétrécissent et leur rentabilité en pâtit. Si certaines banques seraient en mesure de compenser au moins partiellement les effets négatifs en se concentrant sur des approches basées sur les commissions, d'autres sont plus préoccupées et affectées par cette situation.

- **Risque de bulle boursière :**

du fait des faibles taux d'intérêt des obligations, les investisseurs qui cherchent des alternatives à l'épargne et aux dépôts sont attirés par les actions. Cela peut potentiellement faire grimper les cours des actions et entraîner des bulles

boursières. D'autre part, la situation actuelle est également caractérisée par une grande incertitude et par des opportunités d'investissement a priori faibles, ce qui peut refroidir l'enthousiasme pour les actions. En général, les actifs dont la valorisation est principalement déterminée par la faiblesse des taux d'intérêt pourraient subir des corrections à l'avenir.

- **Problèmes intergénérationnels possibles :** les jeunes (vingtenaires et trentenaires) sont aujourd'hui encouragés à commencer à épargner dès maintenant pour leur retraite, compte tenu des faibles rendements futurs et de l'inflation faible anticipée. Cela pourrait créer un cercle vicieux : des taux d'intérêt bas génèrent encore plus d'épargne, ce qui exerce ensuite une pression sur les taux d'intérêt, et ainsi de suite.

Ces avantages et ces coûts liés au contexte actuel de taux d'intérêt négatifs doivent être soigneusement soupesés. Jusqu'à présent, l'environnement économique mondial actuel ne semble pas laisser beaucoup de marge de manœuvre à la BNS, dans le cadre de son mandat. En d'autres termes, la politique monétaire actuelle de la BNS semble indiquer qu'après avoir soigneusement évalué la situation, ses dirigeants ont conclu que, pour le moment, les avantages des taux d'intérêt négatifs l'emportent sur leurs coûts.

Les options limitées de la politique monétaire

Le principal problème des taux d'intérêt négatifs est la contrainte qui pèse sur la politique monétaire. Dans le cas particulier de la situation actuelle, il serait, en théorie, optimal de mener une politique monétaire plus expansionniste.

En temps normal, cela passerait simplement par une baisse des taux d'intérêt. Cependant, lorsque les taux d'intérêt deviennent nuls ou négatifs, cela est beaucoup plus difficile.

Par conséquent, les banques centrales ont décidé de mener des politiques monétaires non conventionnelles, qui passent généralement par une expansion de leurs bilans. Dans le cas de la Suisse, cependant, l'appréciation de la monnaie a

constitué un facteur supplémentaire dans l'équation. L'expansion du bilan de la BNS est donc passée par l'acquisition d'actifs étrangers (pour compenser la demande de la monnaie nationale), tandis que d'autres banques centrales achetaient des actifs nationaux. Mais ces achats, appelés interventions non stérilisées, n'ont pas été suffisamment efficaces ou auraient dû être effectués à grande échelle, de l'ordre de plusieurs fois le PIB suisse. C'est ce qui explique que ces politiques aient été accompagnées de taux d'intérêt négatifs.

Le problème s'aggraverait si l'économie entrait en récession. Par rapport aux récessions précédentes, la BNS ne serait plus en mesure de mener une politique anticyclique en abaissant son taux d'intérêt. Cela aggraverait probablement un éventuel prochain ralentissement économique.

Les taux d'intérêt négatifs vont-ils perdurer ?

Scénarios et idées possibles

Pour les deux prochaines années, la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt semble très faible. Au contraire, la BNS ne cesse de mentionner que les taux d'intérêt pourraient encore baisser. Dans d'autres pays, les taux d'intérêt nominaux à long terme ont diminué en 2019 et d'autres banques centrales pourraient également commencer à appliquer des taux d'intérêt négatifs. En outre, la possibilité d'un affaiblissement de l'économie dans un avenir proche pourrait faire plonger les taux d'intérêt encore davantage, au fur et à mesure que les investissements ralentissent et que l'épargne de précaution est stimulée.

En théorie, il y a une chose que la BNS pourrait faire pour augmenter les taux nominaux à long terme et sortir de la trappe à liquidités. Ce serait d'accentuer les anticipations d'inflation. La BNS devrait convaincre le public et les investisseurs que l'inflation serait plus élevée à l'avenir. Par exemple, au lieu de viser un taux d'inflation compris entre 0 et 2 %, elle pourrait viser un taux d'environ 2 % (de sorte que l'inflation puisse dépasser 2 %); ou elle pourrait tout simplement changer de stratégie en ciblant le niveau des prix ou le PIB nominal. Non seulement un tel changement est peu probable à ce stade, mais il n'est pas certain qu'il soit crédible et qu'il fasse évoluer à la hausse les prévisions en matière d'inflation.

Dans le contexte mondial actuel, divers instruments supplémentaires, qui vont bien au-delà de la politique monétaire "classique", ont été proposés par des économistes, des politiciens et des représentants de l'industrie. Certains nécessiteraient un consensus politique; d'autres résultent d'une combinaison de politique monétaire et de politique budgétaire. Par exemple :

- **L'hélicoptère monétaire (*helicopter money*)**: cette solution a été proposée comme alternative à l'assouplissement quantitatif, afin de sortir l'économie de la trappe à liquidités. Cette politique monétaire signifie que les banques centrales effectueraient des paiements directs à

tous les individus ou à certains d'entre eux. Une autre solution consisterait à introduire un "impôt négatif" temporaire (comparable à un revenu de base inconditionnel temporaire), avec un effet potentiellement similaire. Ces concepts présentent divers inconvénients et n'ont pas été testés jusqu'à présent.

- **La "théorie monétaire moderne" (*Modern Monetary Theory—MMT*)**: en bref, cette théorie relativement nouvelle suggère que les pays souverains sur le plan monétaire (comme les États-Unis en particulier) peuvent maintenir des déficits beaucoup plus importants que ce qui est traditionnellement suggéré, et ce sans mettre l'économie en danger. Cette théorie encore quelque peu obscure n'a pas été testée dans la réalité. Le président de la BCE, Mario Draghi, a cependant mentionné en septembre 2019 que le Conseil des gouverneurs de la BCE devrait être ouvert à des idées telles que la MMT, même s'il s'agirait davantage d'une décision gouvernementale et donc plutôt d'une "tâche fiscale".
- **Taxe sur les transactions en espèces**: au fur et à mesure que les taux nominaux plongent en territoire de plus en plus négatif, les espèces deviennent plus attrayantes. Il peut s'avérer nécessaire de taxer les liquidités, de sorte qu'il devienne plus coûteux de les détenir. Par exemple, les banques commerciales pourraient être taxées lorsqu'elles distribuent de l'argent liquide. Elles pourraient ensuite répercuter ce coût sur leurs clients.
- **Élimination de l'argent liquide**: ce serait une mesure extrême, qui n'a encore été appliquée nulle part. Certains pays se sont rapprochés d'une société sans numéraire (par exemple la Suède) et certains ont dévalué les billets de banque à forte valeur nominale. Par exemple, l'Inde a supprimé les billets de 500 et 1'000 roupies et ainsi éliminé environ 80 % des liquidités en circulation.

- **Système de double monnaie :**

une autre mesure consisterait à avoir un système de double monnaie, c'est-à-dire un taux de change entre l'argent liquide et la monnaie électronique. Jusqu'à présent, cette mesure n'a été mise en œuvre nulle part.

De plus, un exercice de réflexion intéressant pourrait être d'imaginer une action concertée de certaines des principales banques centrales. Le système monétaire actuel est mondialement connecté. Il est donc devenu difficile pour une seule banque centrale d'agir de manière décisive. Un effort commun pour faire face à cette situation difficile pourrait éventuellement atténuer certains des problèmes existants. Néanmoins, il pourrait s'avérer très difficile de trouver le bon mélange de coopération et de politique monétaire commune pour que les avantages potentiels aient une incidence également positive sur toutes les économies concernées.

Alors qu'une augmentation des taux à court terme renforcerait le franc suisse, son impact potentiel sur l'économie suisse est sujet à débat. Ces dernières années, la surévaluation "typique" du franc suisse semble s'être atténuée. Certains modèles économiques semblent même indiquer que le franc suisse n'est plus surévalué par rapport à l'euro et au dollar. Les implications d'une appréciation sur l'activité économique pourraient donc être limitées.

Si la politique monétaire devait devenir inefficace, la politique budgétaire traditionnelle pourrait, en théorie, jouer un rôle. Si les obligations d'État de la Confédération suisse génèrent un taux d'intérêt négatif, c'est parce que la demande est beaucoup plus élevée que l'offre. Par conséquent, l'augmentation de la dette publique exercerait une pression à la hausse sur les taux d'intérêt, même si nous ne savons pas de combien la dette devrait augmenter pour que les taux d'intérêt deviennent positifs. Cependant, là encore, cette situation a peu de chances de se produire car il existe en Suisse une résistance politique à l'augmentation de la dette publique et il n'y a pas de besoin imminent et immédiat d'augmenter les investissements au-delà du niveau actuel, ceci d'autant plus que l'utilisation des capacités est déjà très élevée.

Cela dit, compte tenu des résultats des récentes élections au Parlement suisse et des nombreux nouveaux membres issus des "partis verts", il est possible que la future législation conduise à un moment donné à des investissements durables à grande échelle dans les secteurs des infrastructures et du logement. Reste à voir si ce scénario pourrait réellement se produire à l'avenir et entraîner une augmentation de la dette publique.



Conclusion

La BNS *devrait-elle* revenir à une politique de taux d'intérêt positifs? Dans un monde idéal, la réponse la plus aisée serait "oui". Mais dans le monde réel, la question doit être posée différemment: la BNS *pourrait-elle* revenir à des taux d'intérêt positifs? Dans ce cas, la réponse est très probablement "non". Le mandat de la SNB consiste tout d'abord à assurer la stabilité des prix, tout en tenant compte des évolutions économiques. Pour atteindre cet objectif, la BNS a actuellement besoin de taux d'intérêt négatifs, aussi longtemps qu'ils resteront effectifs et à un niveau aussi bas que nécessaire. Si la BNS devait augmenter son taux d'intérêt, cela conduirait très probablement à une appréciation du franc suisse et à une réduction de l'activité économique. Cela entraînerait également une baisse des prix, à la fois en raison d'une activité plus faible et d'une diminution des prix des importations. L'inflation pourrait devenir négative, ce qui signifie que la déflation pourrait s'installer. Les taux d'intérêt à long terme baisseraient. D'autre part, certains des coûts liés au régime actuel de taux d'intérêt négatifs, tels que décrits précédemment, diminueraient également. La BNS devra donc évaluer soigneusement les deux revers de la médaille, en essayant de maintenir les coûts globaux pesant sur l'économie suisse à un niveau raisonnable et équitable pour tous les secteurs industriels, tout en s'assurant qu'elle ne viole pas son mandat.

Mais la question la plus importante est de savoir si la BNS pourrait augmenter les taux réels à long terme. Comme expliqué précédemment, une banque centrale peut influencer directement sur les taux d'intérêt nominaux à court terme, mais sans impact direct sur les taux réels à long terme (si ce n'est via d'éventuels programmes d'achat d'actifs). En réalité, une augmentation du taux d'intérêt à court terme de la BNS pourrait être contre-productive et impliquer une baisse des taux à long terme. Tout d'abord, cela diminuerait les anticipations d'inflation et donc les taux nominaux futurs. De surcroît, une réduction de l'activité économique pourrait faire baisser les taux réels. Par conséquent, une augmentation du taux de la BNS a plus de chance de se traduire par

une diminution plutôt que par une augmentation des taux d'intérêt à long terme.

En outre, l'environnement mondial joue également un rôle essentiel. Les taux d'intérêt sont négatifs en Suisse, principalement parce que les taux d'intérêt mondiaux sont bas et parce qu'ils sont plus susceptibles de diminuer que d'augmenter au cours de l'année à venir. Par conséquent, la Suisse doit espérer qu'aucune récession profonde ne se produira en 2020 ou 2021, car elle se traduirait par une nouvelle baisse des taux. Par ailleurs, étant donné que les politiques monétaires sont également moins efficaces dans d'autres pays, un ajustement des politiques budgétaires serait bénéfique pour la Suisse. En particulier, si, par exemple, l'Allemagne menait une politique budgétaire plus expansionniste, financée par la dette, cela soulagerait certainement la pression à la baisse sur les taux d'intérêt suisses.

En résumé, même si en théorie il existe des remèdes potentiels aux taux d'intérêt négatifs, ils ne seront probablement pas mis en œuvre dans la pratique pour le moment. La politique monétaire suisse est actuellement relativement modérée et il n'y a pas de politique budgétaire active. En outre, la Suisse est très dépendante des taux d'intérêt mondiaux et de ce qui se passe dans d'autres pays. Pour l'instant, il est donc probable que les taux d'intérêt restent négatifs.

Cela dit, la situation actuelle est associée à des coûts et à des risques importants pour l'économie suisse, les différents secteurs industriels et, au final, l'ensemble de la population suisse. Afin d'éviter l'émergence d'une "nouvelle normalité" à long terme, il est fortement conseillé de poursuivre une discussion étayée par des arguments économiques solides. Il semble qu'un nombre croissant de voix éminentes doutent que le système actuel puisse être corrigé par des méthodes traditionnelles. De nouvelles mesures, qui vont au-delà de l'instrument classique de la politique monétaire, devront également être introduites dans le débat public, politique et universitaire.

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.