



Berne, le 18 juin 2015  
Fritz Zurbrügg

---

## Remarques introductives de Fritz Zurbrügg

Dans mon exposé d'aujourd'hui, je commencerai par donner un aperçu de la situation sur les marchés financiers. Je commenterai ensuite la mise en œuvre et les effets du taux d'intérêt négatif sur le marché monétaire et le marché des capitaux en Suisse.

### Situation sur les marchés financiers

La politique monétaire a continué de marquer l'évolution des marchés financiers depuis le début de l'année. Ce constat se vérifie tout spécialement en Suisse, où la suppression du cours plancher et l'abaissement du taux d'intérêt négatif le 15 janvier dernier ont joué un rôle déterminant, notamment sur les marchés des changes et des taux d'intérêt. Le marché suisse des actions a quant à lui subi une correction de cours, mais les pertes ont rapidement été compensées. Actuellement, le SMI se situe à peu près au même niveau qu'en début d'année. Les actions suisses ont en effet pu profiter du climat d'investissement généralement favorable. A l'échelle mondiale, tous les indices boursiers importants ont affiché une hausse depuis le début de l'année, hausse dont l'ampleur varie toutefois fortement.

Sur les marchés obligataires internationaux, les cours ont enregistré des variations extraordinaires ces derniers mois, comme le montre le graphique 1. Jusqu'à mi-avril, les emprunts de différents pays bénéficiant d'une bonne notation ont généré des rendements historiquement bas, voire négatifs. Dans leur sillage, et après l'introduction du taux d'intérêt négatif, les rendements des emprunts de la Confédération ont eux aussi fléchi pour toutes les durées. A partir de mi-avril, les marchés des emprunts d'Etat ont toutefois subi d'importantes pertes de cours. Le rendement de titres tels que les obligations à dix ans émises par l'Allemagne a alors rapidement augmenté, passant d'environ 0,1% à 0,8% mi-juin. En Suisse, la hausse des rendements a été bien plus modeste. Ces derniers s'établissent actuellement à environ 0,1% pour les obligations à 10 ans, contre -0,2% mi-avril.



## Conférence de presse

De nombreuses banques centrales, et notamment la Banque centrale européenne (BCE), pratiquent une politique monétaire plus expansionniste depuis le début de l'année. Fin janvier, la BCE a annoncé qu'elle lancerait un programme d'achat de titres, dont l'ampleur et la durée ont dépassé les anticipations du marché. Aux Etats-Unis par contre, la politique monétaire tend toujours vers la direction opposée. Ainsi, les acteurs des marchés anticipent pour la plupart un relèvement des taux, d'ici la fin de l'année, par la Réserve fédérale. La divergence des politiques monétaires menées dans la zone euro et aux Etats-Unis est l'une des principales causes de la dépréciation de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Il ressort du graphique 2 que l'euro a perdu quelque 18% de sa valeur par rapport au dollar depuis la mi-2014. Sur une base pondérée par le commerce extérieur, il a également fléchi durant cette période, reculant d'à peu près 9%, tandis que le dollar des Etats-Unis s'est renforcé, gagnant environ 15%.

L'incertitude accrue découlant du problème non résolu de la dette grecque a en outre pesé sur les marchés financiers. Malgré la propension des investisseurs à prendre des risques, les placements sûrs et, partant, le franc suisse ont fait l'objet d'une demande particulièrement forte. Ainsi, ces derniers temps, le cours du franc était influencé non seulement par l'évolution divergente dans la zone dollar et la zone euro, mais aussi par l'afflux persistant de capitaux, dû au statut de valeur refuge de la monnaie helvétique.

La suppression du cours plancher a entraîné une brève et forte appréciation du franc, comme l'illustre le graphique 3. Les mouvements extrêmes des cours se sont accompagnés d'une augmentation considérable de la volatilité du franc sur le marché des changes. Entre-temps, cette volatilité est certes retombée, mais demeure élevée par rapport à la moyenne de long terme observée avant la crise financière. Parallèlement, l'écart entre les meilleures offres d'achat et les meilleures offres de vente s'est fortement creusé à la suite de la suppression du cours plancher. Il s'est lui aussi atténué ces derniers mois, même s'il reste relativement important. Le cours du franc pondéré par le commerce extérieur s'est éloigné des pics atteints juste après la suppression du cours plancher. Cependant, il reste supérieur aux valeurs enregistrées en début d'année, qu'il dépasse d'environ 12%. Le franc est donc toujours nettement surévalué.

### **Mise en œuvre et effets du taux d'intérêt négatif**

Il y a six mois jour pour jour, le 18 décembre 2014, la Banque nationale a décidé de prélever un intérêt négatif de  $-0,25\%$  sur les avoirs à vue détenus auprès d'elle. C'était la première fois que la BNS prenait une telle mesure. Lorsqu'elle a ensuite aboli le cours plancher, elle a également abaissé le taux d'intérêt négatif de 0,5 point, le fixant à  $-0,75\%$ . Elle entend ainsi faire reculer le Libor à trois mois afin qu'il s'inscrive en zone négative, et faire fléchir le niveau des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux. L'abaissement des taux d'intérêt diminue nettement l'attrait de la détention de francs par rapport à celle d'autres monnaies. Le franc devrait par conséquent s'affaiblir sur la durée.

## Conférence de presse

### Mise en œuvre du taux d'intérêt négatif

Permettez-moi de revenir sur la mise en œuvre du taux d'intérêt négatif. Ce dernier est appliqué à tous les avoirs à vue qui sont détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers et qui excèdent un certain montant exonéré. Pour les banques en Suisse, ce montant correspond au vingtuple de la somme requise pour remplir les exigences légales en matière de réserves minimales. Pour les établissements du secteur non bancaire et ceux ayant leur siège à l'étranger, qui ne sont pas soumis à l'obligation de détenir des réserves minimales, le montant exonéré est de 10 millions de francs au moins. Les exonérations s'élèvent au total à 300 milliards de francs approximativement. Ainsi, sur les quelque 455 milliards de francs que représentent actuellement les avoirs à vue, environ 155 milliards sont soumis au taux d'intérêt négatif. Celui-ci a généré, jusqu'ici, des intérêts d'à peu près 100 millions de francs par mois.

Les montants exonérés tiennent compte de la grande abondance de liquidités dans le système bancaire à la suite des interventions effectuées dans le passé par la BNS sur le marché des changes. Ils sont calculés de sorte à ne pas subir de variations notables sur la durée. Aussi les charges d'intérêt augmentent-elles dès que la BNS injecte davantage de liquidités dans le système bancaire, notamment en cas de nouvelles interventions sur le marché des changes. La disposition de la Banque nationale à poursuivre ces interventions et la mise en œuvre du taux d'intérêt négatif se renforcent donc réciproquement.

En appliquant un taux d'intérêt négatif aux avoirs à vue qui excèdent un certain montant, nous incitons l'ensemble du système financier à préférer les placements en monnaies étrangères aux placements en francs et à limiter ainsi les nouveaux afflux de fonds. La responsabilité de la demande extraordinaire de francs revenant aussi bien aux investisseurs étrangers qu'aux investisseurs suisses, il n'y a aucune raison économique de faire une distinction entre résidents et non-résidents. De plus, nous avons réduit au minimum le nombre d'exemptions.

### Effets du taux d'intérêt négatif

Six mois après l'annonce du taux d'intérêt négatif, nous pouvons constater que la mesure produit les effets escomptés sur les marchés de l'argent et des capitaux. Le marché monétaire fonctionne efficacement, même dans un environnement de taux d'intérêt négatifs. Il a réagi rapidement, et le Libor à trois mois s'est stabilisé dans la zone médiane de la marge de fluctuation que nous lui avons assignée. Ce constat montre bien que le coût marginal, autrement dit le coût d'une unité supplémentaire de liquidités en francs, est déterminant pour la transmission sur le marché interbancaire. L'activité sur le marché monétaire reste certes plus faible qu'elle ne l'était avant la crise financière, mais elle a repris quelque peu. Le volume des opérations sur le marché monétaire gagé, en particulier sur le marché des pensions de titres contre francs, a augmenté depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif.

Le taux d'intérêt négatif s'est propagé comme souhaité du marché monétaire au marché des capitaux. Etant donné que les taux ont baissé pour toutes les durées, l'écart de taux existant habituellement par rapport aux placements en monnaies étrangères s'est de nouveau creusé

## Conférence de presse

quelque peu, alors qu'il s'était nettement resserré auparavant. L'écart de taux sur le marché monétaire et le marché des capitaux est aujourd'hui plus important qu'il ne le serait sans le taux d'intérêt négatif, notamment pour ce qui est des taux à court terme. Le graphique 4 donne un aperçu de l'évolution des taux d'intérêt pour les prêts à trois mois sur les marchés monétaires en francs et en euros ainsi que des écarts des taux. L'accentuation de l'écart contribue à diminuer l'attrait des placements en francs par rapport à ceux en euros ou dans d'autres monnaies. Par ailleurs, les frais de couverture des positions en monnaies étrangères ont augmenté sur le marché des changes à terme, à la suite de l'accroissement de l'écart de taux. Cette évolution contribue également à réduire la demande de francs. Si l'écart de taux s'est creusé, il demeure nettement plus faible que sa moyenne de long terme étant donné que, pendant la crise financière, les taux d'intérêt ont davantage diminué à l'étranger qu'en Suisse. Ces développements ressortent du graphique 5, qui présente à titre d'exemple l'écart entre les taux appliqués en Allemagne et ceux en vigueur en Suisse pour des durées de trois mois, de deux ans, de cinq ans et de dix ans.

Tandis que les taux ont baissé sur les marchés de l'argent et des capitaux à la suite de l'introduction du taux d'intérêt négatif, les taux hypothécaires ont fléchi dans une proportion moindre. En ce qui concerne les prêts hypothécaires d'une plus longue durée, les taux ont même légèrement augmenté par rapport au début de l'année. Cette évolution divergente s'explique essentiellement par le fait qu'une part importante des coûts de refinancement des banques est constituée des intérêts servis sur les comptes d'épargne, qui n'ont pas suivi le mouvement des intérêts sur le marché monétaire, et ne se sont pas établis à un niveau inférieur à zéro. Les intérêts sur les dépôts d'épargne étant de ce fait bien plus élevés que les intérêts sur le marché monétaire, les marges d'intérêt des banques, après couverture des risques de taux liés aux crédits hypothécaires, ont subi des pressions, et les taux hypothécaires ont en partie été relevés. Les craintes selon lesquelles le taux d'intérêt négatif pourrait contribuer à provoquer un net recul des taux hypothécaires et, partant, une forte croissance des prêts hypothécaires ne se sont pas confirmées jusqu'à présent.

Les investisseurs rencontrent pour leur part de nouvelles difficultés en raison du bas niveau actuel des taux d'intérêt. Ainsi, il est encore plus difficile pour eux de trouver des placements rentables. J'aimerais néanmoins souligner que les problèmes en matière de placements ne sont pas spécifiques au franc, mais constituent un phénomène général à l'échelle mondiale.

## Remarques finales

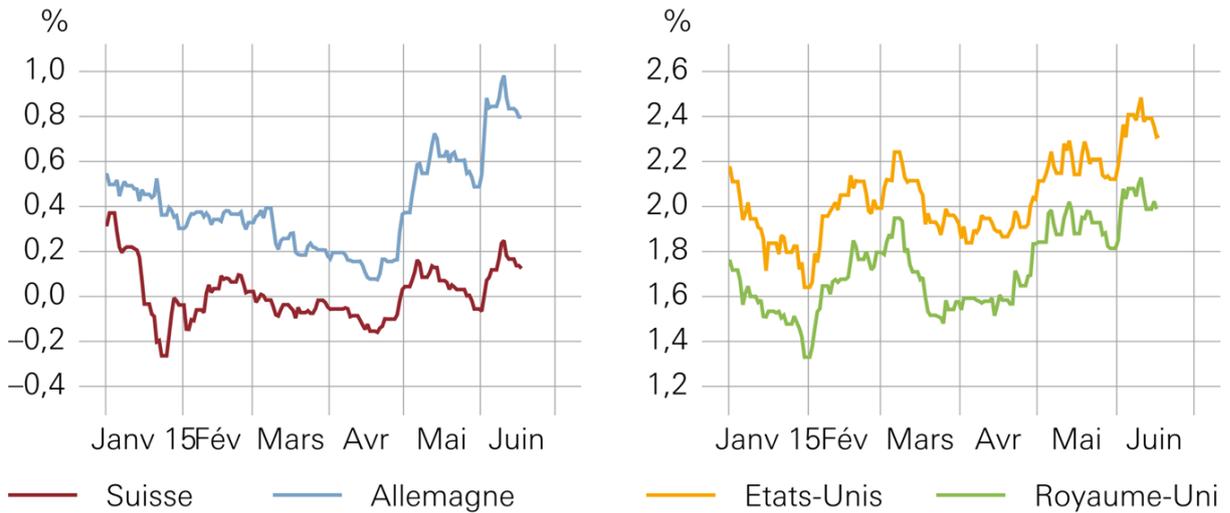
J'en arrive au terme de mon exposé. Les expériences faites jusqu'ici montrent que l'instrument des taux d'intérêt produit ses effets même dans un environnement de taux négatifs. Comme souhaité, le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la Banque nationale s'est rapidement propagé à tous les segments du marché monétaire et du marché des capitaux. Dans les circonstances actuelles, le taux d'intérêt négatif sert un objectif monétaire majeur: contribuer à corriger progressivement la surévaluation du franc.

Conférence de presse

## Graphiques

### GRAPHIQUE 1: TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, DIFFÉRENTS PAYS

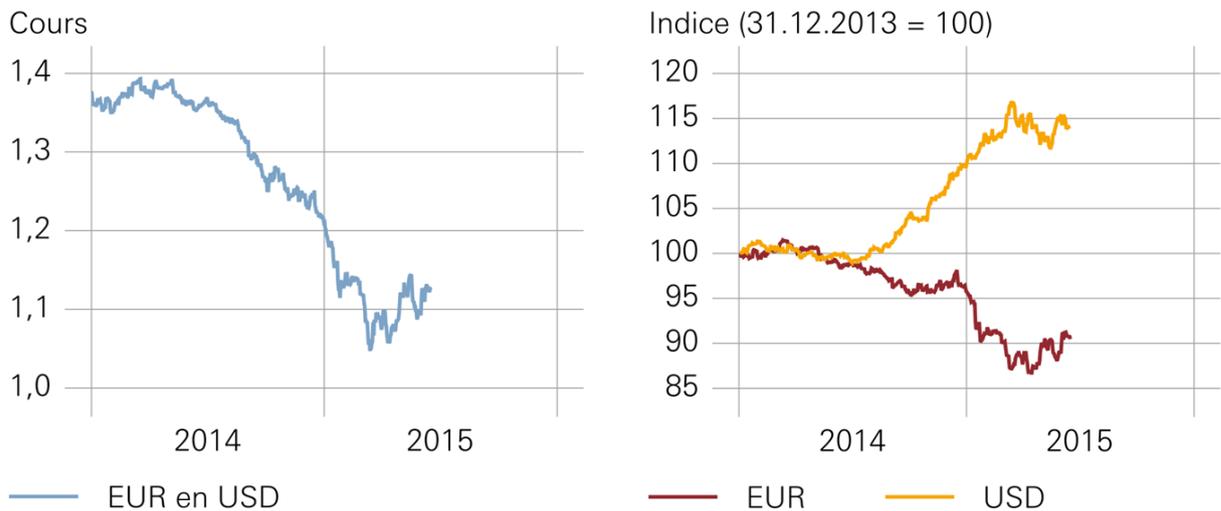
Rendements des emprunts d'Etat à dix ans



Sources: Bloomberg et BNS.

### GRAPHIQUE 2: COURS DE CHANGE

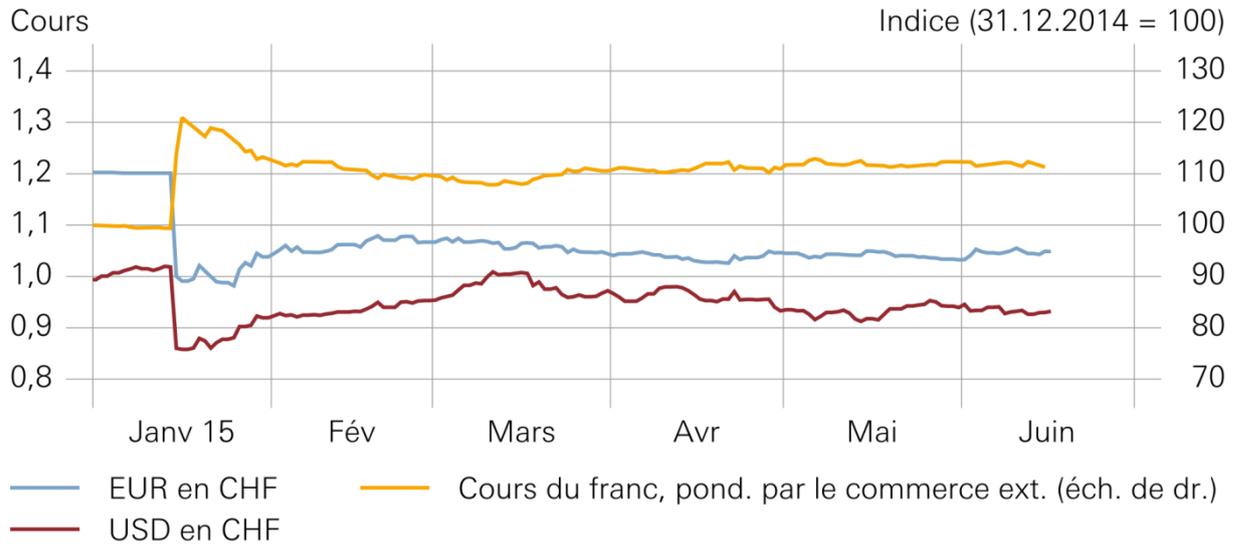
Cours EUR en USD (gauche), et cours pond. par le commerce ext. (droite)



Sources: Bloomberg, BNS et JP Morgan.

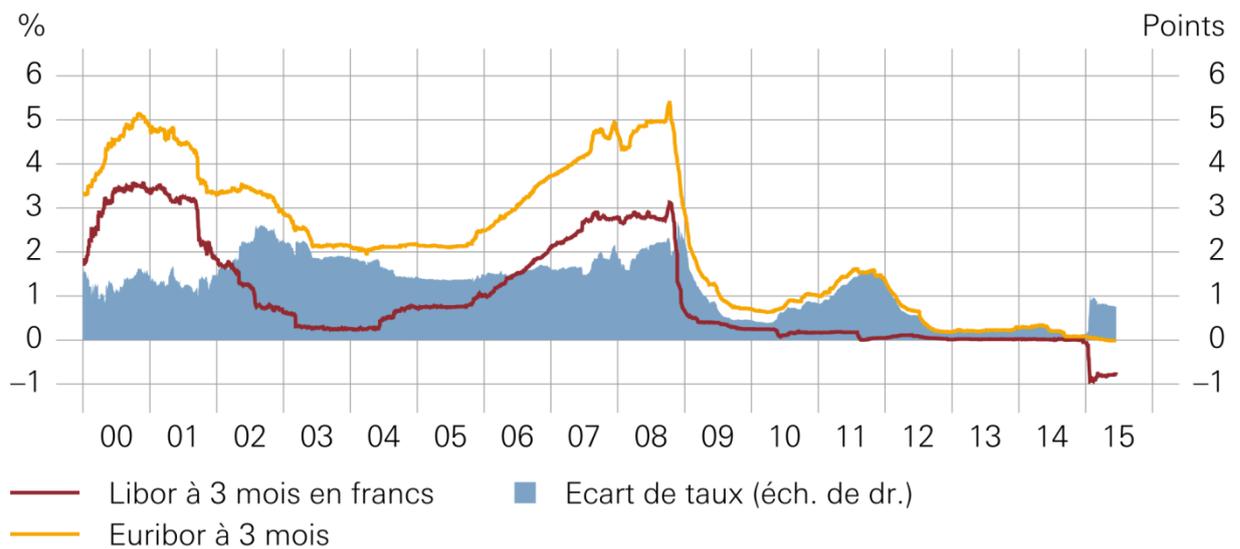
Conférence de presse

### GRAPHIQUE 3: COURS DU FRANC



Sources: Bloomberg, BNS et JP Morgan.

### GRAPHIQUE 4: TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

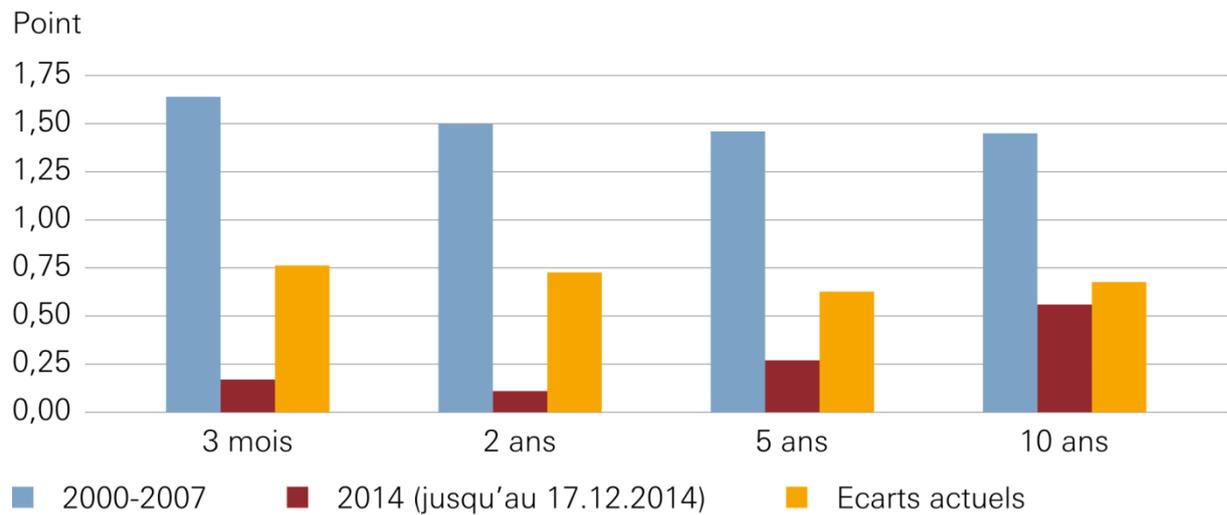


Sources: Bloomberg et BNS.

Conférence de presse

## GRAPHIQUE 5: ÉCARTS DE TAUX

Écarts entre taux d'intérêt en Suisse et en Allemagne



Sources: Bloomberg et BNS.