

Embargo

14 juillet 2020, 15 h 30

Petit pays, grands défis

La réponse de la politique monétaire suisse à la pandémie due au coronavirus

2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture

Thomas J. Jordan*

Président de la Direction générale

Banque nationale suisse

Washington et Zurich, le 14 juillet 2020

© Banque nationale suisse, Zurich, 2020 (exposé tenu en anglais)

* L'intervenant remercie Christian Grisse et Claudia Aebersold Szalay pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet exposé. Ses remerciements s'adressent également à Simone Auer, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud et Darlena Tartari, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.

Madame la Directrice générale du Fonds monétaire international, chère Kristalina, Mesdames et Messieurs,

Je suis ravi de m'adresser à vous aujourd'hui, même si ce n'est que de manière virtuelle pour la plupart d'entre vous en raison de la pandémie due au coronavirus.

Chère Kristalina, je te remercie vivement, ainsi que le Fonds monétaire international (FMI), de m'avoir invité à faire cet exposé à l'occasion de la Michel Camdessus Central Banking Lecture 2020. C'est un grand honneur pour moi et pour la Banque nationale suisse (BNS). C'est également un privilège d'avoir fait la connaissance de Michel Camdessus, dont j'apprécie énormément le charisme et la clairvoyance en tant que décideur. J'aimerais aussi t'adresser mes remerciements, chère Kristalina, pour ta direction déterminée du FMI en cette période critique. Le travail de ton institution est d'une importance décisive pour la résolution de la crise mondiale actuelle.

Le monde doit relever des défis gigantesques en raison de la pandémie due au coronavirus. J'aimerais consacrer mon exposé à certains des défis que ce virus représente pour la politique monétaire en Suisse. Ces dernières années, des gouverneurs de banques centrales de grandes économies se sont exprimés à l'occasion de la Camdessus Lecture. Ces institutions façonnent la politique monétaire mondiale. Je m'exprime, pour ma part, en tant que représentant de la banque centrale d'une petite économie ouverte qui mène sa politique monétaire dans ce contexte international.

Avant le coronavirus: situation déjà difficile pour la politique monétaire

Déjà avant la pandémie due au coronavirus, la situation n'était pas simple pour la politique monétaire en Suisse. Ainsi, l'inflation était seulement de 0,2% en janvier 2020, soit avant les premières contaminations dans notre pays. Dans le même temps, le taux directeur de la BNS était depuis cinq ans déjà à -0,75%, soit son plus bas niveau historique. Or il n'y a encore pas si longtemps que cela, nous ne pouvions guère imaginer des taux nominaux négatifs. Permettez-moi de vous expliquer brièvement comment cette situation extraordinaire a vu le jour.

Les défis de la politique monétaire liés aux effets provenant de l'étranger

En tant que petite économie ouverte, la Suisse est fortement exposée aux perturbations exogènes. En particulier, les fluctuations de change exercent une influence notable sur l'inflation et l'activité économique de notre pays.

La Suisse présente à cet égard une particularité: en tant que valeur refuge, le franc suisse s'apprécie en règle générale lorsque la propension au risque recule au niveau mondial. Ces dernières années, plusieurs crises, dont la crise financière mondiale et celle de la dette souveraine en Europe, ont ainsi conduit à des envolées du franc. Que signifie pour notre politique monétaire la forte influence de l'évolution de la situation à l'étranger sur l'inflation en Suisse? Elle a pour conséquence que l'inflation se laisse piloter avec encore moins

d'exactitude que dans les grandes zones monétaires. Nous ne pouvons pas compenser entièrement les influences exogènes, à moins d'utiliser de manière disproportionnée les instruments de politique monétaire, ce qui s'accompagnerait d'effets indésirables majeurs. C'est pourquoi il est essentiel pour la Suisse que la définition de la stabilité des prix offre une certaine souplesse dans la réponse de la politique monétaire. Nous considérons qu'il y a stabilité des prix lorsque le taux d'inflation est inférieur à 2%, mais demeure positif. Nous avons fait de très bonnes expériences avec cette définition.

Outre les crises mentionnées, la faiblesse des taux d'intérêt sur le plan international a elle aussi exercé récemment une pression à la hausse sur le franc suisse. Le recul mondial du niveau des taux ces dernières années et décennies découle principalement de facteurs structurels – et donc d'un fléchissement du taux d'intérêt réel d'équilibre. Aucun pays ne saurait se soustraire à cette évolution mondiale, et sûrement pas la Suisse avec son marché des capitaux ouvert.

Le recul des taux d'intérêt à l'échelle internationale a accentué les pressions à la hausse sur le franc suisse. Dans une perspective historique, les taux nominaux suisses sont sensiblement inférieurs aux taux étrangers. En plus d'une inflation généralement plus modeste en Suisse, cette situation reflète notre stabilité politique et la crédibilité de nos institutions.

Dans les grandes zones monétaires, les banques centrales ont abaissé les taux directeurs à un niveau proche de zéro en réponse à la crise financière mondiale. Un relâchement des rênes monétaires était également nécessaire en Suisse. La marge de manœuvre y était toutefois plus limitée qu'à l'étranger en raison du niveau déjà plus bas des taux d'intérêt. Le recul mondial des taux a dès lors resserré l'écart avec l'étranger, intensifiant encore la pression à la hausse sur le franc.

Après une appréciation par poussées successives, le franc était par moments nettement surévalué. Les entreprises helvétiques ont été confrontées de ce fait à des défis majeurs, et l'inflation est passée parfois en terrain négatif. Dans ce contexte, comment la BNS pouvait-elle encore mener une politique monétaire aussi expansionniste que l'exigeait le faible niveau de l'inflation? Nous sommes intervenus pour des montants élevés sur le marché des changes et avons sur une certaine période fixé un cours plancher vis-à-vis de l'euro. Début 2015, nous avons abaissé le taux directeur en dessous de zéro pour rétablir au moins partiellement l'écart de taux habituel avec l'étranger et atténuer ainsi la pression à la hausse sur le franc.

Expérience avec les taux d'intérêt négatif en Suisse

La BNS a été l'une des premières banques centrales à abaisser sensiblement son taux d'intérêt de référence dans la zone négative. Permettez-moi dès lors de vous exposer en quelques mots les expériences que nous avons acquises avec le taux d'intérêt négatif ces cinq dernières années. Dans l'ensemble, il a fait ses preuves en Suisse. Sa transmission à l'économie y est principalement axée sur le cours de change. Le taux d'intérêt négatif s'est transmis aux taux sur le marché monétaire et le marché des capitaux, ce qui a atténué la pression à la hausse sur le franc suisse. Nous avons ainsi pu assurer des conditions monétaires plus appropriées pour

l'économie. On ignore en revanche dans quelle mesure exacte le taux d'intérêt négatif agit par le canal du crédit. Nous l'avons cependant mis en place non pas à cause de ses effets sur la demande de crédits, mais principalement en raison de son impact sur le cours de change.

En Suisse, le taux d'intérêt négatif a ainsi développé l'effet visé. Mais il présente aussi des effets secondaires. Car il constitue un défi pour les banques, les caisses de pensions, les assurances et les épargnants. Selon les circonstances, il peut aussi affecter la stabilité financière lorsque la recherche de revenus conduit à une prise de risques excessive. C'est pourquoi, comme toutes les décisions de politique monétaire, celles qui concernent le taux négatif impliquent de peser les avantages et les inconvénients. Si l'effet positif du taux d'intérêt négatif sur le cours du change se développe immédiatement, ses éventuels effets secondaires ne se manifestent qu'ultérieurement. Pour ce qui est de la stabilité financière, nous savons toutefois d'expérience que des mesures macroprudentielles – en l'espèce avant tout le volant anticyclique de fonds propres – contribuent à limiter les effets indésirables des taux négatifs. Afin de réduire encore les retombés pour le système bancaire, nous accordons aussi aux banques un montant exonéré considérable, si bien que seule une part de leurs avoirs à la BNS est soumise au taux d'intérêt négatif.

Mesdames et Messieurs, même si nous disposons encore d'une certaine marge de manœuvre, on ne peut pas abaisser les taux d'intérêt indéfiniment. C'est la raison pour laquelle les interventions sur le marché des changes, au cours desquelles nous vendons des francs suisses pour acheter des monnaies étrangères, jouent un rôle primordial dans notre *policy mix*.

Interventions sur le marché des changes comme instrument de politique monétaire

Depuis la crise financière mondiale, les banques centrales de nombreuses grandes économies ont mené de vastes programmes d'achat d'obligations (assouplissement quantitatif). La BNS est quant à elle intervenue sur le marché des changes. Ce choix découlait de plusieurs raisons. Premièrement, le marché des capitaux est relativement petit en Suisse, ce qui limite d'emblée la taille d'un programme d'assouplissement quantitatif. Deuxièmement, il n'y joue qu'un rôle secondaire dans la transmission de la politique monétaire, car les grandes entreprises qui s'y financent sont relativement peu nombreuses. Enfin, troisièmement, la pression à la hausse sur le franc était la principale cause de la faiblesse parfois marquée de l'inflation en Suisse. Dans ce contexte, les interventions sur le marché des changes étaient et restent, en plus du taux d'intérêt négatif, l'instrument le plus direct et, dès lors, le plus approprié pour nous.

Comme c'est le cas pour le taux d'intérêt négatif, il est central de procéder constamment à une pesée des avantages et des inconvénients avant de décider une intervention. Du côté des avantages, les interventions sur le marché des changes permettent d'empêcher une appréciation excessive du franc suisse et stabilisent ainsi l'évolution des prix et de la conjoncture. Du côté des inconvénients, elles accroissent le bilan de la BNS et ont fait fortement progresser nos placements en monnaies étrangères. Elles accentuent de la sorte les risques financiers à moyen terme. Nous devons donc assumer une responsabilité accrue et gérer nos actifs au mieux pour limiter le risque de pertes éventuelles. C'est pourquoi nous

plaçons une part significative de nos actifs en actions afin d'améliorer le profil rendement/risque de notre portefeuille.

Notre expérience montre que dans un contexte mondial de taux bas, les interventions sur le marché des changes et le taux d'intérêt négatif sont indispensables à une petite économie ouverte dont la monnaie est une valeur refuge. L'association de ces deux instruments de politique monétaire est plus efficace et entraîne en fin de compte moins d'effets indésirables qu'une focalisation sur un seul d'entre eux.

Les défis de la politique monétaire pendant la pandémie due au coronavirus

Mesdames et Messieurs, l'environnement monétaire en Suisse se caractérisait début 2020 par un franc fort, une inflation faible et des taux d'intérêt négatifs. Puis vint le coronavirus.

La pandémie et les restrictions mises en place dans de nombreux pays pour l'endiguer ont mis provisoirement à l'arrêt des pans entiers de l'économie. Le coronavirus n'a pas été le seul à se propager rapidement; la contraction de l'économie a elle aussi affecté le monde entier à une vitesse inhabituelle. Depuis le choc pétrolier des années 1970, l'économie suisse n'avait plus subi d'effondrement aussi marqué en l'espace de trois mois qu'au premier trimestre 2020, et le deuxième trimestre devrait être pire encore. L'inflation a de nouveau reculé, tombant clairement dans la zone négative.

Quelle est la tâche de la politique monétaire en Suisse dans une telle situation? Comme d'habitude, elle doit garantir des conditions monétaires appropriées et mettre en particulier à la disposition des banques les liquidités nécessaires pour qu'elles puissent approvisionner l'économie en crédits. De nombreuses entreprises ont subi de fortes pertes de revenus en raison des restrictions de leurs activités ordonnées par les autorités et du recul de la demande. Les recettes ont chuté, mais la majeure partie des charges ont été maintenues. Ces entreprises doivent donc pouvoir disposer rapidement de moyens financiers pour surmonter la baisse de leurs recettes.

Dans la situation actuelle, les problèmes de liquidités et les problèmes de solvabilité des entreprises forment toutefois un continuum. Pour éviter que les banques hésitent à accorder de nouveaux prêts, le gouvernement suisse a mis en place un programme de cautionnement pour les crédits aux entreprises. Celles-ci peuvent demander à leur banque de manière directe et non bureaucratique des crédits garantis, qui sont approuvés et versés déjà après un bref examen. Même les petites entreprises qui n'entretenaient jusqu'à présent aucune relation de crédit peuvent ainsi bénéficier promptement de crédits-relais à des conditions très avantageuses (taux d'intérêt de 0% pour des montants allant jusqu'à un demi-million de francs). Au cours de la semaine qui a suivi l'introduction du programme, une entreprise suisse sur dix a obtenu un tel crédit. Cette part atteint désormais un peu plus de 20% en Suisse.

Les banques peuvent refinancer les crédits cautionnés par le gouvernement à notre taux directeur actuel de -0,75%, grâce à une nouvelle facilité. Cette facilité BNS-COVID-19

augmente les liquidités des banques et leur capacité à octroyer des crédits à des conditions avantageuses. L'étroite collaboration entre gouvernement, banque centrale et secteur privé a été décisive pour pouvoir mettre sur pied aussi rapidement ce programme de crédits visant à atténuer les conséquences économiques de la pandémie.

Non seulement la pandémie due au coronavirus a placé la politique monétaire suisse face à de nouveaux défis, mais elle a également accentué un problème persistant, à savoir l'appréciation du franc. Deux facteurs ont récemment joué un rôle déterminant à cet égard: premièrement, l'assouplissement par les grandes banques centrales de leur politique monétaire à travers l'acquisition de titres et des baisses de taux d'intérêt s'est traduit par une diminution des rendements à l'étranger. L'écart de taux avec la Suisse s'est par conséquent resserré. Deuxièmement, la grande incertitude concernant les perspectives économiques a entraîné des fuites de capitaux vers les valeurs refuges telles que le franc. C'est pourquoi notre politique reposant conjointement sur le taux d'intérêt négatif et des interventions sur le marché des changes reste plus nécessaire que jamais. Nous sommes ainsi intervenus de manière accrue sur le marché des changes au cours des derniers mois afin d'atténuer les pressions à la hausse sur le franc.

Conclusion et perspectives

Mesdames et Messieurs, j'espère avoir réussi à vous exposer clairement la situation particulière de la Suisse en tant que petite économie ouverte.

Nos expériences mettent en évidence combien les petits pays sont exposés aux développements internationaux. Les effets provenant de l'étranger rendent nécessaire d'adapter régulièrement notre politique monétaire, et parfois de prendre des décisions reposant sur une difficile pesée des avantages et des inconvénients. Compte tenu de la faiblesse mondiale des taux d'intérêt, nous avons dû trouver de nouveaux instruments pour assurer des conditions monétaires appropriées. Dans notre cas, le taux d'intérêt négatif et les interventions sur le marché des changes ont fait leurs preuves. L'expérience de la Suisse révèle aussi que la politique monétaire des petites économies ouvertes ne peut pas toujours absorber entièrement les perturbations exogènes. C'est pourquoi notre définition de la stabilité des prix, qui offre une certaine flexibilité dans la réponse de la politique monétaire, est essentielle pour notre pays.

La politique monétaire et la politique budgétaire se sont bien complétées en Suisse pour atténuer les conséquences économiques de la pandémie due au coronavirus. L'importance de répartir clairement les rôles entre ces deux politiques ressort également de l'expérience tirée de ce virus. La politique monétaire n'est pas un remède miracle et ne saurait prendre de décisions relevant de la politique budgétaire ou structurelle. Ces domaines relèvent de la responsabilité du gouvernement, même lors d'une crise telle que la pandémie due au coronavirus.

J'aimerais, pour conclure, aborder brièvement les perspectives actuelles. La reprise économique prendra du temps. Des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes restent

donc nécessaires. Parallèlement, la forte hausse des nouvelles dettes sera un sujet qui occupera pendant de nombreuses années également des pays comme la Suisse, qui ont abordé la crise avec un faible endettement public. A long terme, l'inflation pourrait remonter en raison de la progression de la dette publique au niveau mondial. Déterminer le bon moment et le rythme adéquat pour normaliser la politique monétaire tout en assurant la stabilité des prix constituera donc un défi.

On ignore si et dans quelle mesure le coronavirus conduira à des modifications structurelles durables dans l'économie. La créativité et la capacité d'adaptation des entreprises sera décisive pour la reprise économique. En assurant un cadre favorable, la politique structurelle peut contribuer de manière déterminante à promouvoir l'entrepreneuriat et à stimuler ainsi la croissance potentielle. C'est le meilleur moyen de renouer avec une croissance durable et une dette publique supportable à long terme, deux conditions nécessaires à une prospérité largement partagée et à la cohésion de la société.

Je vous remercie de votre attention.