Exposé

Embargo
jusqu'au 21 novembre 2013,
18 h 30

Politique monétaire et marchés financiers: une normalisation est-elle en vue?

Apéritif «Marché monétaire»

Fritz Zurbrügg*

Membre de la Direction générale
Banque nationale suisse
Genève, le 21 novembre 2013
© Banque nationale suisse, Zurich 2013

* L'auteur remercie Bettina Simioni pour sa précieuse contribution à la rédaction du présent exposé, ainsi que Marco Huwiler, Rita Kobel et Peter Kuster pour leurs judicieux commentaires.

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS) qui se tient aujourd'hui à Genève. C'est avec plaisir que je vous accueille pour la deuxième fois à cette rencontre. Je me réjouis aussi de pouvoir me montrer plus confiant que l'année dernière. La situation sur les marchés financiers européens s'est sensiblement apaisée, et voilà plus d'un an que la BNS ne doit plus intervenir sur le marché des changes pour défendre le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro.

Permettez-moi de revenir brièvement sur l'année passée. En 2012, de nombreux acteurs du marché redoutaient un éclatement de la zone euro. Le franc était alors soumis à de très fortes pressions à la hausse. Par conséquent, notre détermination à faire prévaloir le cours plancher par tous les moyens a été fortement mise à l'épreuve. Sur l'ensemble de l'année 2012, nous avons acheté des devises pour un montant proche de 190 milliards de francs. Aussi mon exposé de l'année dernière était-il consacré à la croissance des réserves de devises et aux défis qui y sont liés.

Aujourd'hui, je me pencherai sur la question suivante: une normalisation est-elle en vue pour la politique monétaire – d'abord aux Etats-Unis – et pour les marchés financiers? Divers indices vont dans ce sens concernant les marchés financiers: l'apaisement sur les marchés obligataires dans les régions européennes périphériques, les nouveaux sommets atteints sur les marchés des actions et la hausse des taux d'intérêt à long terme depuis le milieu de l'année. Mais d'autres éléments sont moins encourageants: la conjoncture mondiale ne se redresse que lentement, et des risques de dégradation continuent d'entourer les prévisions de croissance. Le chômage, notamment dans la zone euro, est très élevé, et de nombreuses réformes structurelles ont été reportées. Dans ce contexte, les marchés financiers ne s'attendent pas à ce que l'une des grandes banques centrales relève son taux de référence avant 2015.

Afin de répondre à la question qui nous occupe aujourd'hui, je commenterai en premier lieu les développements sur les marchés financiers, en m'attachant en particulier au franc. Puis, je me pencherai sur la politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis et sur les premières tentatives en vue d'une normalisation. J'enchaînerai sur la situation économique en me concentrant sur l'évolution en Europe. Enfin, j'évoquerai les dangers liés à une phase prolongée de taux bas.

Apaisement sur les marchés financiers européens grâce à la politique monétaire

Vous voyez dans le graphique 1 l'évolution de la relation de change entre le franc et l'euro ainsi que celle de la prime de risque moyenne sur les titres de dette des cinq pays périphériques de la zone euro (Italie, Espagne, Grèce, Portugal et Irlande). La prime de risque est représentée sur une échelle inversée. Ainsi, un mouvement vers le bas indique un risque accru. Ce graphique montre d'une part clairement que les incertitudes dans la zone euro ont considérablement diminué durant les douze derniers mois. Lors du précédent Apéritif «Marché monétaire» à Genève, la prime de risque se situait à près de 1 200 points de base; elle est actuellement de 400 points de base. D'autre part, le graphique indique que la pression à la hausse sur le franc s'est réduite. Alors que l'année dernière, l'euro est resté longtemps très proche du cours plancher, à 1,20 franc, il s'en est détaché en janvier et, depuis mai, fluctue dans une marge relativement étroite, comprise entre 1,22 et 1,26 franc.

Un apaisement s'est produit à deux niveaux. Premièrement, afin de réduire le risque d'un éclatement de la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé, à la fin de l'été 2012, le programme d'opérations monétaires sur titres (en anglais: *outright monetary transactions*). Cette mesure non conventionnelle a convaincu les acteurs du marché. En effet, la prime de risque des pays périphériques ne cesse, depuis lors, de diminuer. Il faut souligner combien cette tendance à la baisse est forte. Le climat favorable sur les marchés financiers européens a fait fi des mauvaises nouvelles sur le front de l'économie réelle et de plusieurs crises politiques, même dans des pays membres importants comme l'Italie. La baisse des taux d'intérêt a aussi amélioré les perspectives de croissance de la zone euro et fourni des conditions propices à des réformes structurelles.

Deuxièmement, un certain apaisement a été enregistré au niveau du cours du franc. Etant donné que la demande de placements considérés comme sûrs, tels que le franc, a diminué, il n'a plus été nécessaire, depuis plus d'un an, d'acheter des devises en vue de défendre le cours plancher. Mais les investisseurs restent prudents. Vous pouvez le constater dans le graphique 1: d'une part, le cours de l'euro ne s'est éloigné sensiblement de la barre de 1,20 franc qu'en janvier 2013, c'est-à-dire après plusieurs mois de baisse des primes de risque; d'autre part, le franc ne s'est pas affaibli significativement face à l'euro au cours de

cette année, bien que les primes de risque aient poursuivi leur recul. Toutefois, de nombreux acteurs du marché s'attendent à ce que le franc continue à se déprécier du fait des progrès enregistrés dans la zone euro. Le franc est toujours à un niveau élevé. Comme le montre le graphique 2, le cours du franc pondéré par le commerce extérieur et corrigé de l'inflation est supérieur d'environ 10% à sa moyenne de long terme. Compte tenu des incertitudes actuelles, le cours plancher continue à prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre.

La politique monétaire demeure en état d'urgence

Comme vous le voyez, la politique monétaire reste en état d'urgence. C'est le cas non seulement pour la Suisse et la zone euro, mais aussi pour les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Vous n'ignorez pas que la BCE a encore réduit de 25 points de base son taux de refinancement il y a deux semaines. Aux Etats-Unis et au Japon, les mesures d'assouplissement quantitatif en cours ont de nouveau conduit à un accroissement des bilans des banques centrales. Selon les anticipations des marchés au sujet des taux directeurs, la politique monétaire des économies avancées devrait rester très expansionniste sur une longue durée (voir graphique 3). Actuellement, les marchés s'attendent à ce que la Réserve fédérale augmente le taux de référence au deuxième trimestre 2015, la BCE, au quatrième trimestre 2015, et la BNS, au premier trimestre 2016.

Afin d'accroître encore l'efficacité de leur politique monétaire expansionniste, plusieurs banques centrales ont introduit, en 2012, la *forward guidance*, qui consiste à publier des informations sur l'évolution attendue des taux d'intérêt à court terme. Il est arrivé dans le passé que les banques centrales donnent de telles indications. Ce qu'il y a de nouveau avec la *forward guidance*, c'est que certaines banques centrales précisent explicitement la période jusqu'à laquelle elles estiment que les taux resteront bas. Ainsi, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont décidé de lier le réexamen de leurs taux directeurs à un seuil du taux de chômage. Dans un contexte de taux quasiment nuls, la question de la pertinence de la *forward guidance* pour accroître l'impact de la politique monétaire fait actuellement l'objet d'un vif débat. Pour être efficace, la *forward guidance* doit être transparente et crédible.

Dans le cas de la Banque nationale suisse, la prévision d'inflation conditionnelle fournit des informations implicites sur l'évolution attendue des taux d'intérêt. Mais la BNS fait par

ailleurs prévaloir le cours plancher pour l'euro. Il permet de garantir dans le proche avenir un cadre monétaire approprié pour l'économie suisse, alors même que les taux d'intérêt sont proches de zéro.

Avec ou sans *forward guidance*, la politique monétaire internationale est très expansionniste. Cette politique a eu un effet stabilisateur sur les marchés financiers mondiaux. Au printemps, les taux d'intérêt à long terme sont tombés à des niveaux historiquement bas, et les marchés à risque ont bénéficié d'importants afflux de capitaux. Plusieurs indices boursiers ont enregistré de nouveaux pics historiques; les primes de risque sur les obligations d'entreprises se sont constamment réduites. Ce climat favorable s'est aussi reflété dans les indicateurs de la volatilité, qui sont revenus à leurs niveaux d'avant la crise financière.

Première tentative en vue d'une normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis

Cet environnement propice, conjugué à une reprise économique aux Etats-Unis, a amené la Réserve fédérale à faire une première tentative dans la direction d'une normalisation de sa politique monétaire. Le 22 mai, son président, Ben Bernanke, a mentionné pour la première fois la possibilité de réduire l'ampleur du troisième programme d'assouplissement quantitatif.

En réaction à l'annonce d'une éventuelle réduction des achats mensuels d'obligations (en anglais, *tapering*), les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis ont augmenté de 100 points de base jusqu'à début septembre (graphique 4). Les autres marchés importants ont suivi, y compris en Allemagne, même si tout indiquait le maintien d'une politique monétaire expansionniste dans la zone euro. Les débats sur le *tapering* ont eu lieu alors que les perspectives conjoncturelles étaient plus positives dans les économies avancés. Cela a accentué les incertitudes quant au cap futur de la politique monétaire des principales banques centrales, et les primes de terme comprises dans les rendements des obligations ont augmenté. Mais les taux à court terme n'ont pas été touchés. Malgré la hausse récente des taux longs, les rendements des obligations sont restés historiquement très bas dans les économies avancées.

Les répercussions sur les marchés des changes n'ont pas été homogènes. D'une part, les monnaies des économies émergentes ont réagi de manière particulièrement sensible. Des sorties de capitaux ont généré une forte pression à la baisse sur ces monnaies, comme on le voit dans le graphique 4. Il en ressort que certaines économies émergentes sont encore

vulnérables à la volatilité des flux internationaux de capitaux. D'autre part, les monnaies du G4 (euro, dollar des Etats-Unis, livre sterling et yen) ont été pour ainsi dire épargnées par le débat sur le *tapering* (graphique 5). La valeur du dollar des Etats-Unis pondérée par le commerce extérieur a faiblement augmenté. En raison de données conjoncturelles étonnamment positives, la monnaie unique et la livre sterling se sont, elles aussi, légèrement revalorisées. Le franc est resté pratiquement inchangé. Ni le débat sur le *tapering* ni l'abaissement des taux de la BCE annoncé il y a quinze jours n'ont entraîné de mouvements importants.

Cette première tentative en vue d'une normalisation monétaire par la Réserve fédérale a montré plusieurs choses: d'abord, la politique monétaire très expansionniste a considérablement contribué au climat favorable sur les marchés financiers. Paradoxalement, les marchés des actions réagissent à des données macroéconomiques défavorables par des gains de cours. Les marchés s'attendent en effet à ce que la politique monétaire expansionniste soit poursuivie tant que l'évolution de la conjoncture restera faible. En cas de données positives, c'est le contraire qui se produit. Ensuite, les vives réactions de certains marchés ont montré que l'abandon d'une politique monétaire très expansionniste risque d'être une entreprise difficile. L'environnement de marché reste marqué par les incertitudes concernant le futur cap de la politique monétaire. Il est ainsi sujet à des revirements dans les anticipations des investisseurs. Pour la Réserve fédérale, le *tapering* représente un défi. Mais nous estimons que ce processus pourra se dérouler par étapes et sans grandes turbulences.

Le rythme de la croissance de l'économie mondiale reste modeste

Les perspectives économiques mondiales n'indiquent guère qu'une normalisation générale de la politique monétaire est en vue. La reprise se fait attendre, et le Fonds monétaire international (FMI) a de nouveau revu à la baisse, en cours d'année, sa prévision de croissance pour l'économie mondiale en 2013 (graphique 6). Le FMI note, dans la dernière édition de ses Perspectives de l'économie mondiale: «*Global growth is in low gear (…) and downside risks persist.*» Actuellement, il prévoit une croissance de 2,9% pour 2013 et de 3,6% pour 2014.

A l'échelle mondiale, on note qu'un changement des rythmes de croissance s'amorce. Le graphique 7 représente les indices des directeurs d'achats (PMI) de différents pays. L'axe des

ordonnées indique le niveau actuel des PMI, et l'axe des abscisses, les changements enregistrés durant les six derniers mois. On constate que la croissance a ralenti récemment dans les économies émergentes (ellipse rouge), mais qu'elle reprend dans les économies avancées, et notamment dans la zone euro (ellipse verte). Par ailleurs, les PMI de la plupart des pays se trouvent au-dessus du seuil de croissance de 50 points. Les Etats-Unis affichent une croissance plutôt solide et, de ce côté-ci de l'Atlantique, le Royaume-Uni a dépassé les attentes (ellipse bleue).

Quant à la Suisse, les indicateurs étonnamment favorables de cet été sur l'économie européenne sont particulièrement importants pour elle. Au deuxième trimestre, la zone euro a enregistré une croissance positive pour la première fois depuis six trimestres. Les pays périphériques, notamment, présentent des signes encourageants, tels qu'une balance des transactions courantes de nouveau excédentaire depuis le milieu de l'année. Il convient toutefois de ne pas surestimer ces indices. En effet, l'amélioration enregistrée dans les pays périphériques se fait à partir d'un niveau très bas, et les chiffres du chômage pèsent sur la croissance. Le système bancaire est fortement fragmenté, et des bilans bancaires fragiles font reculer l'octroi de crédits. Cela entrave le mécanisme de transmission de la politique monétaire. S'y ajoutent le niveau toujours élevé des dettes publiques et privées. Tous ces éléments devraient continuer encore longtemps à grever la croissance dans les pays périphériques. La zone euro reste, par ailleurs, très hétérogène. Le graphique 8 représente le produit intérieur brut (PIB) en termes réels de la zone euro et de ses principaux pays, ainsi que de la Suisse. En Italie et en Espagne, la performance économique se situe à près de 10% en dessous du pic atteint avant la crise; en Allemagne, ce niveau a en revanche été dépassé depuis 2011.

Etant donné la croissance modeste dans la zone euro, la vigueur de l'économie suisse est surprenante: son PIB dépasse de près de 5% son niveau d'avant la crise. Il faut toutefois noter que, durant les dernières années, la croissance économique a été notablement soutenue par l'augmentation de la population: si l'on considère le PIB par habitant, la Suisse n'a pas encore tout à fait retrouvé le niveau d'avant la crise – à la différence de l'Allemagne, par exemple, dont le PIB par habitant s'établit à près de 3% au-dessus de sa valeur d'avant la crise. Il convient également de préciser que la croissance suisse a été portée par la demande intérieure, alors que la contribution du commerce extérieur a été plutôt faible. Toutefois, on constate des

différences marquées entre les branches. Dans l'ensemble, les services progressent, et l'activité reste à un niveau très élevé dans la construction. En revanche, dans l'industrie manufacturière, secteur cyclique axé sur les exportations, l'évolution s'est révélée moins avantageuse, et les investissements en biens d'équipement ont souffert en Suisse également. L'écart de production reste négatif, si bien qu'aucune pression sur les salaires et les prix n'est à craindre dans un proche avenir. Les perspectives sont favorables: nous nous attendons à ce que la lente reprise européenne relance la demande de produits suisses. Pour 2013, nous tablons sur une croissance économique de 1,5% à 2%.

Les dangers d'une phase prolongée de taux bas

Quelles conséquences l'évolution hésitante de l'économie mondiale peut-elle avoir sur la politique monétaire? La plupart des banques centrales ont maintenu leur cap très expansionniste et poursuivi les mesures non conventionnelles adoptées. Ces mesures n'ont généralement pas été contestées tant qu'elles visaient à stabiliser les marchés financiers et les banques, puis à relancer l'économie. Toutefois, plus l'actuelle phase de taux bas se prolongera, plus grands pourront être les risques en découlant. J'aimerais m'arrêter à présent sur deux de ces risques: tout d'abord, sur les distorsions croissantes des prix de différentes catégories d'actifs; et ensuite, sur l'affaiblissement des incitations aux réformes.

Distorsions croissantes des prix. Le niveau très bas des taux d'intérêt a une incidence à la fois directe et indirecte, par l'intermédiaire de l'effet de patrimoine, sur la demande globale. L'aspiration au rendement, qui entraîne le transfert de capitaux vers des placements plus risqués, est une conséquence souhaitée de la politique monétaire expansionniste à l'étranger. Toutefois, des taux durablement bas peuvent conduire à une mauvaise allocation sur les marchés financiers, pouvant notamment entraîner une évaluation erronée des risques et par là même une distorsion des prix relatifs. Il est naturellement difficile de déterminer le niveau à partir duquel une telle évolution doit être considérée comme un déséquilibre. Dans le passé, les phases prolongées d'augmentation des prix ont toujours été suivies par des corrections. La vive réaction des marchés à risques face au débat sur le *tapering* peut être considérée comme un signe de la fragilité du prix de certains actifs.

En Suisse, le bas niveau des taux d'intérêt a par exemple favorisé la croissance des marchés hypothécaire et immobilier. Ces marchés affichent depuis plusieurs années une forte

croissance qui ne s'explique qu'en partie par l'évolution des fondamentaux. Aussi des déséquilibres sont-ils apparus. Le graphique 9 montre que la croissance du volume des prêts hypothécaires a été bien plus forte que celle du PIB, et ce depuis plusieurs années. La BNS a souligné à plusieurs reprises les risques qu'entraînent ces développements pour la stabilité financière. Au début de l'année, le Conseil fédéral a activé le volant anticyclique de fonds propres à la demande de la BNS. En vigueur depuis fin septembre, cet instrument est prioritairement destiné à renforcer la résilience des banques face à ces risques. Il doit en outre contribuer à endiguer les déséquilibres sur le marché du crédit. Etant donné qu'il faut s'attendre à ce que les taux bas se maintiennent encore quelque temps en Suisse, nous suivons de très près l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier.

Affaiblissement de l'incitation aux réformes. Le bas niveau des taux d'intérêt réduit également le coût des emprunts contractés par les banques, les entreprises et les Etats. Après une crise financière et une récession, une politique monétaire expansionniste peut ainsi offrir un cadre propice à des mesures de consolidation, à l'assainissement des bilans bancaires et à des réformes structurelles. Mais si les décideurs peuvent continuer à anticiper un niveau durablement bas des taux d'intérêt, l'incitation aux réformes est nettement affaiblie. Dans les pays où les résistances politiques se renforcent après des années de réformes, qui restent malgré tout insuffisantes, la tentation est grande de s'en remettre au faible niveau des taux – voire d'accentuer les pressions politiques sur la banque centrale afin qu'elle maintienne plus longtemps que nécessaire les taux à un niveau bas.

Dans ce contexte, on ne doit pas oublier que les banques centrales ne peuvent pas tout faire. Elles ne peuvent ni assainir les finances publiques ni mettre en œuvre des réformes structurelles. Elles ne sont pas non plus un substitut à une politique budgétaire raisonnable. D'autres acteurs sont compétents à cet égard. Pour être prospère, une économie a besoin de bonnes conditions d'ensemble. La contribution des banques centrales dans ce domaine consiste à garantir la stabilité des prix, qui constitue une condition essentielle.

Et l'inflation?

Ces considérations amènent naturellement à se demander si la politique monétaire très expansionniste risque, à long terme, de provoquer une inflation. Dans de nombreuses zones monétaires, l'excédent de liquidités a atteint des proportions historiques. En situation

normale, de tels développements monétaires annonceraient une poussée inflationniste. Or les taux d'inflation des économies avancées ont actuellement tendance à reculer. Comme l'atteste la récente baisse par la BCE de son taux directeur, la zone euro craint plutôt des tendances déflationnistes.

Il n'y a manifestement pas de risque d'inflation pour la Suisse non plus. La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS (graphique 10) publiée en septembre fait apparaître une très légère accélération de l'inflation jusqu'à 2015, et ce malgré l'hypothèse d'un Libor à trois mois proche de zéro pendant toute la période. La faiblesse de l'inflation s'explique notamment par trois éléments: l'écart de production qui reste négatif, la fermeté du franc et enfin la stabilité, voire la baisse des cours des matières premières. Nous suivons l'évolution des prix avec la plus grande attention. Nous disposons des instruments nécessaires pour évaluer correctement tout risque aussi bien inflationniste que déflationniste, et pour y réagir au moyen de mesures appropriées.

Conclusion

Une normalisation est-elle en vue? Oui, mais elle sera bien plus lente que prévu. Les marchés financiers se sont apaisés dans l'ensemble, et les marchés à risques ont fortement progressé, principalement grâce aux mesures exceptionnelles prises par les banques centrales. Ces mesures restent pour la plupart en vigueur. Il est donc clair qu'on est encore loin de la normalisation. La poursuite, pendant un certain temps, d'une politique monétaire expansionniste sur le plan international ne serait pas étonnante au vu de la lenteur du redressement de l'économie mondiale.

Pour ce qui concerne la Suisse, le cours plancher reste un instrument nécessaire dans le proche avenir. Le franc demeure à un niveau élevé, et il n'existe pas de risque d'inflation. Dans un contexte où les taux sont quasiment nuls, le cours plancher permet de prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre.

La BNS reste prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantités illimitées afin de faire prévaloir le cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La politique monétaire que nous avons menée jusqu'ici reste donc valable, sans restriction.

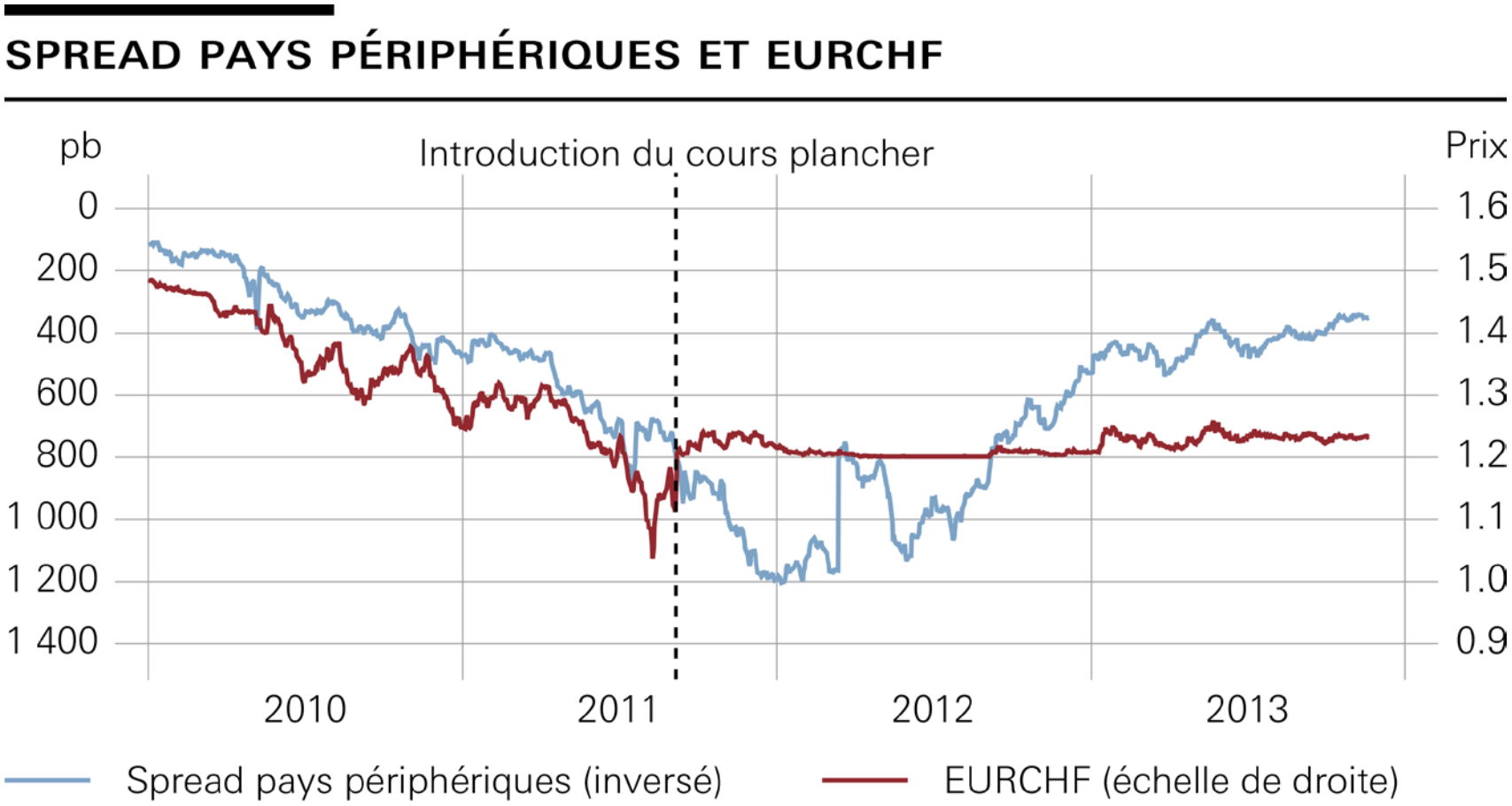
Politique monétaire et marchés financiers: une normalisation est-elle en vue?

Fritz Zurbrügg
Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»
Genève, le 21 novembre 2013

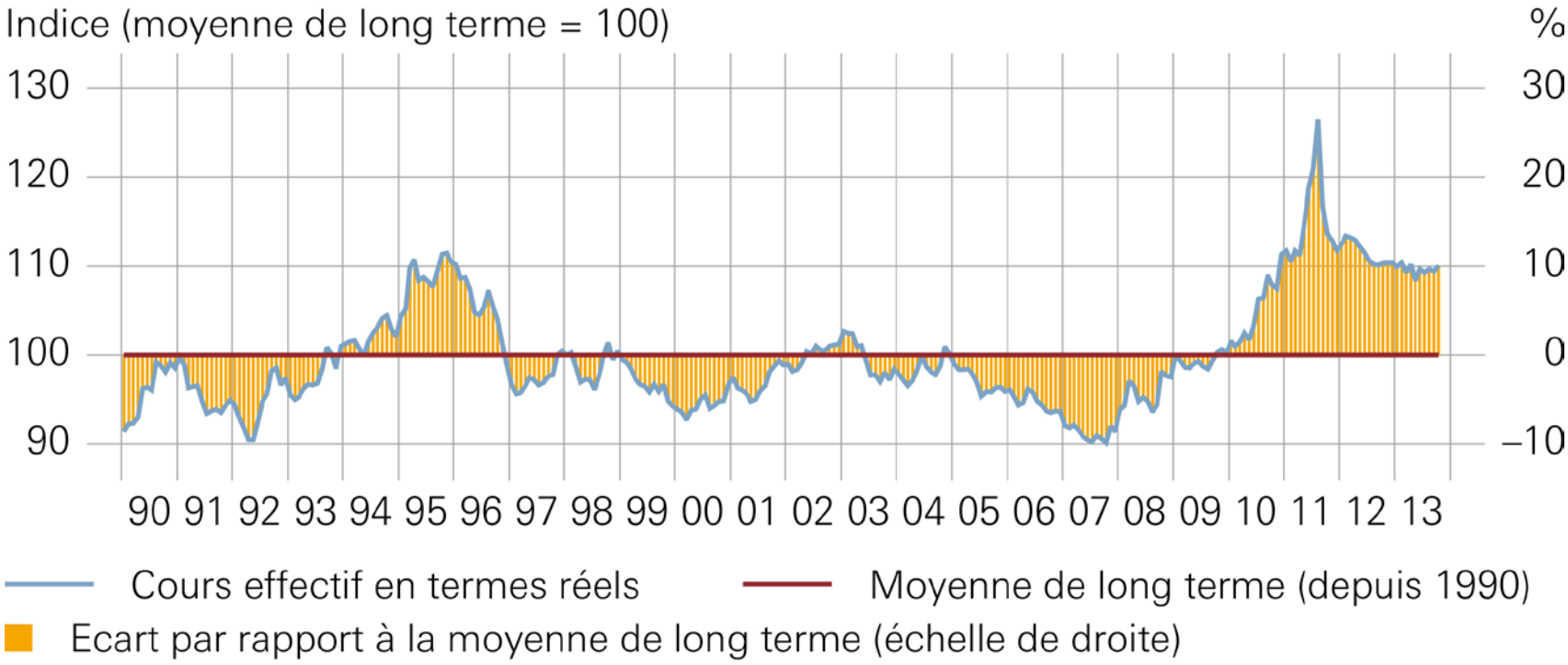
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

Graphique 1: L'apaisement sur les marchés financiers européens réduit la pression sur le franc



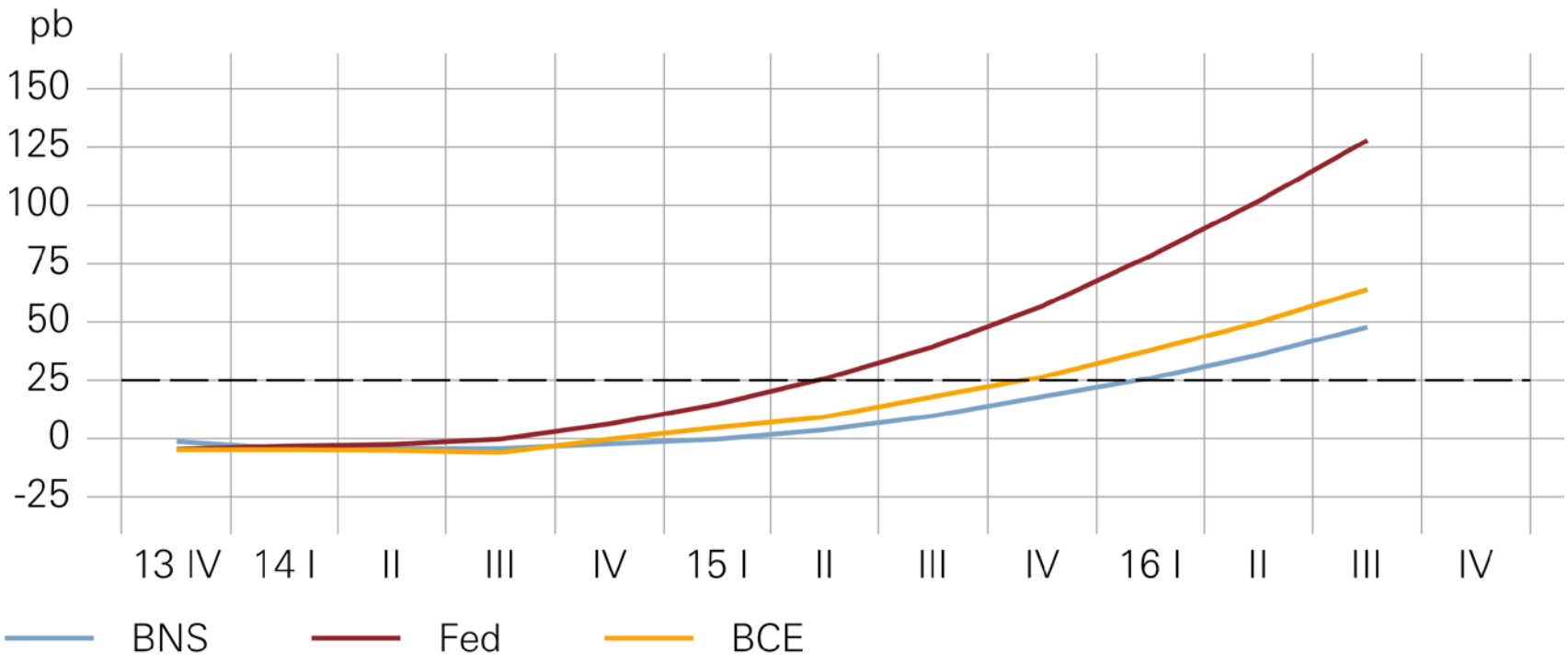
Sources: BNS, Bloomberg

Graphique 2: Le franc demeure élevé – le cours plancher reste incontournable



Source: BNS

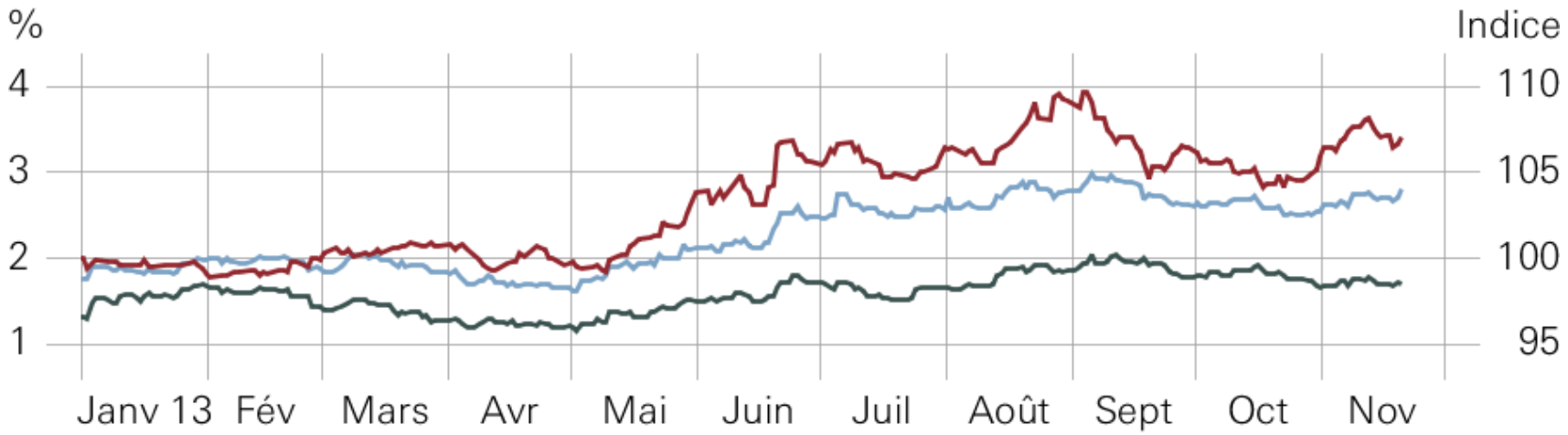
Graphique 3: Les marchés n'attendent aucune augmentation des taux en 2014



Sources: BNS, Bloomberg

Graphique 4: Débat sur le *tapering* – les monnaies des économies émergentes sous pression

RENDEMENTS DES OBLIGATIONS À 10 ANS PAR RAPPORT AUX MONNAIES DES MARCHÉS ÉMERGENTS



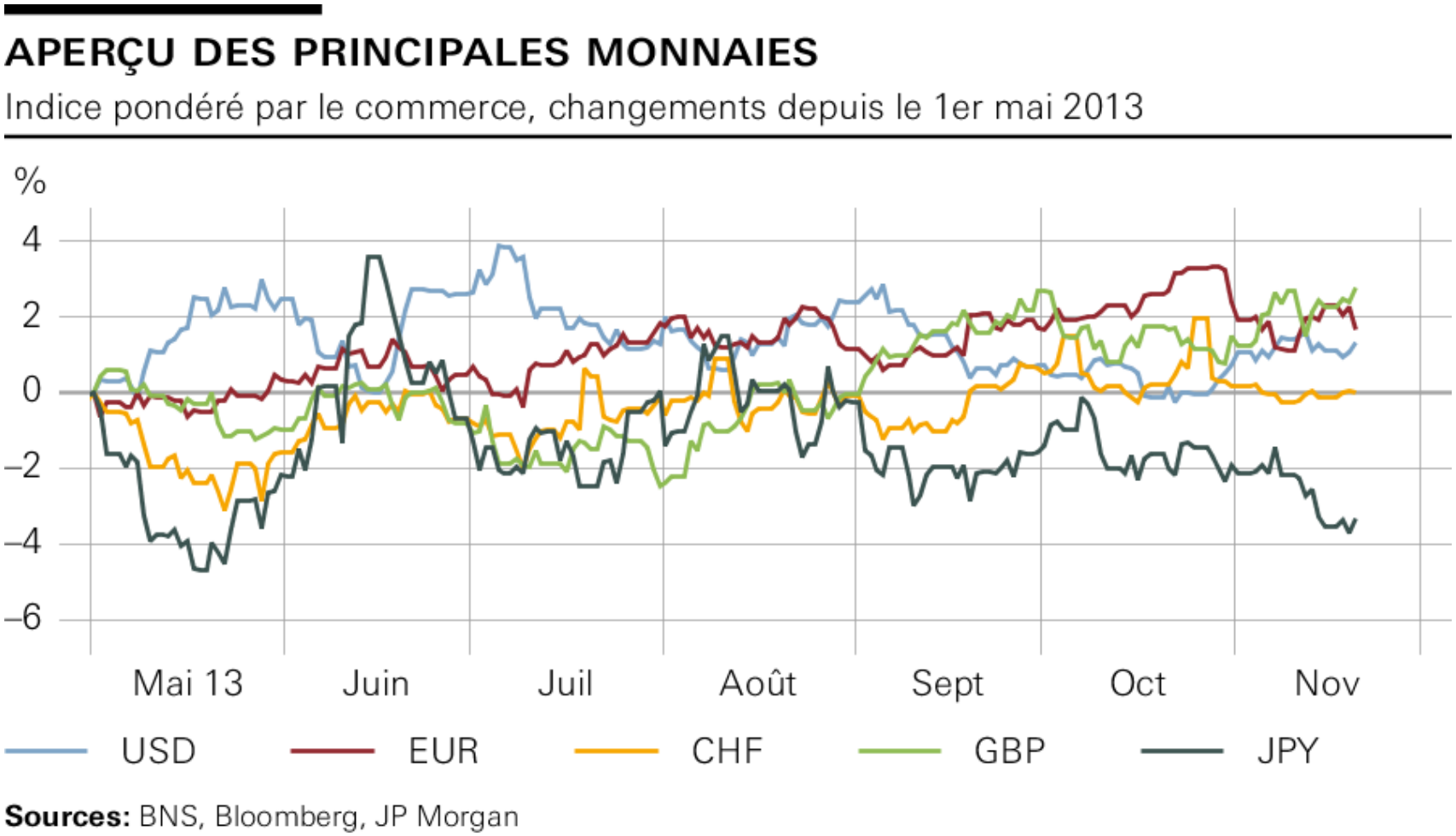
Rendement des bons du trésor américain à 10 ans

Rendement des obligations d'Etat allemandes à 10 ans

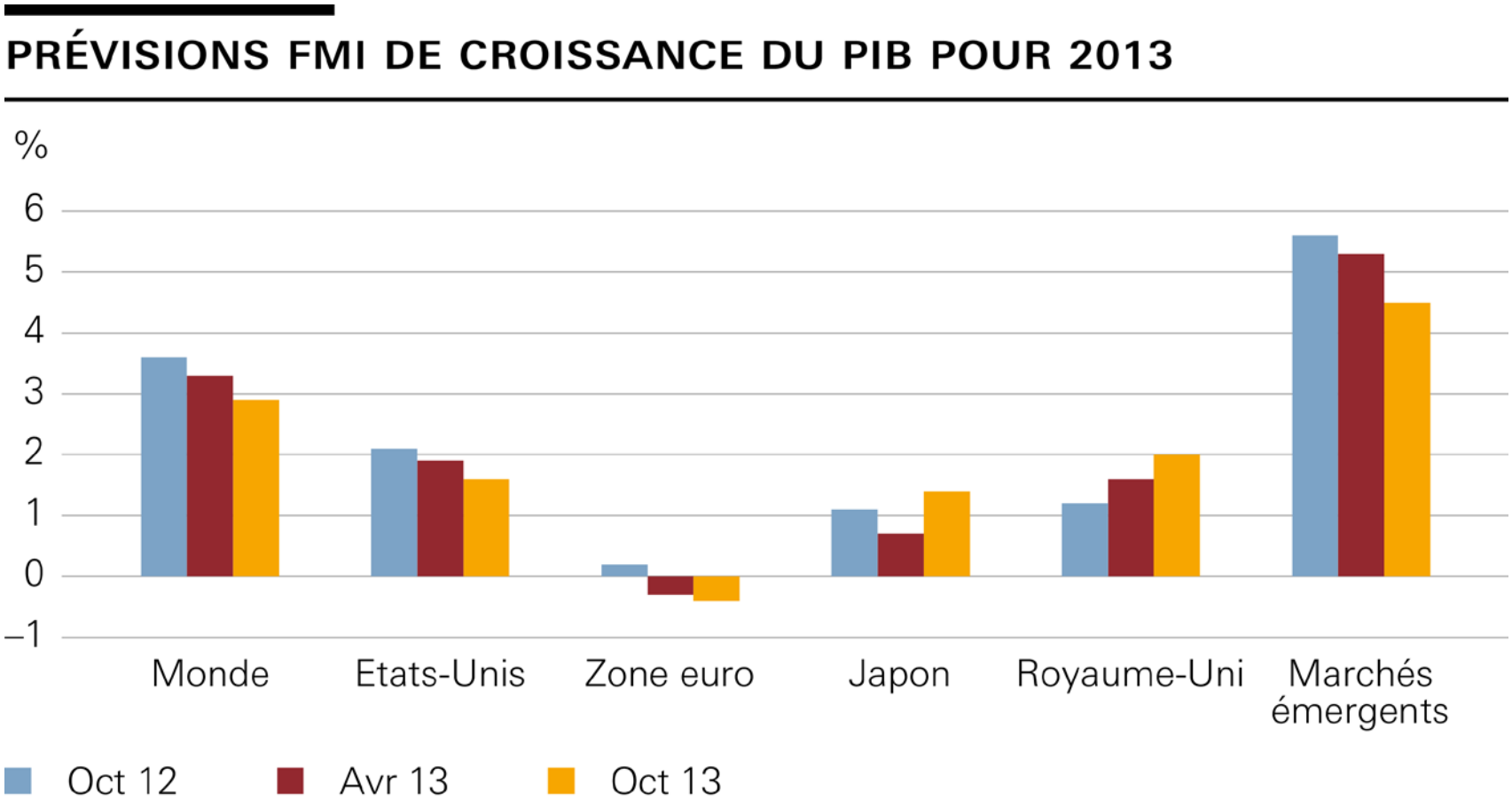
USD par rapport aux monnaies des économies émergentes, ind. pond. comm. (échelle de droite)

Sources: BNS, Bloomberg, JP Morgan

Graphique 5: Débat sur le *tapering* – le franc et les monnaies du G4 pour ainsi dire épargnés

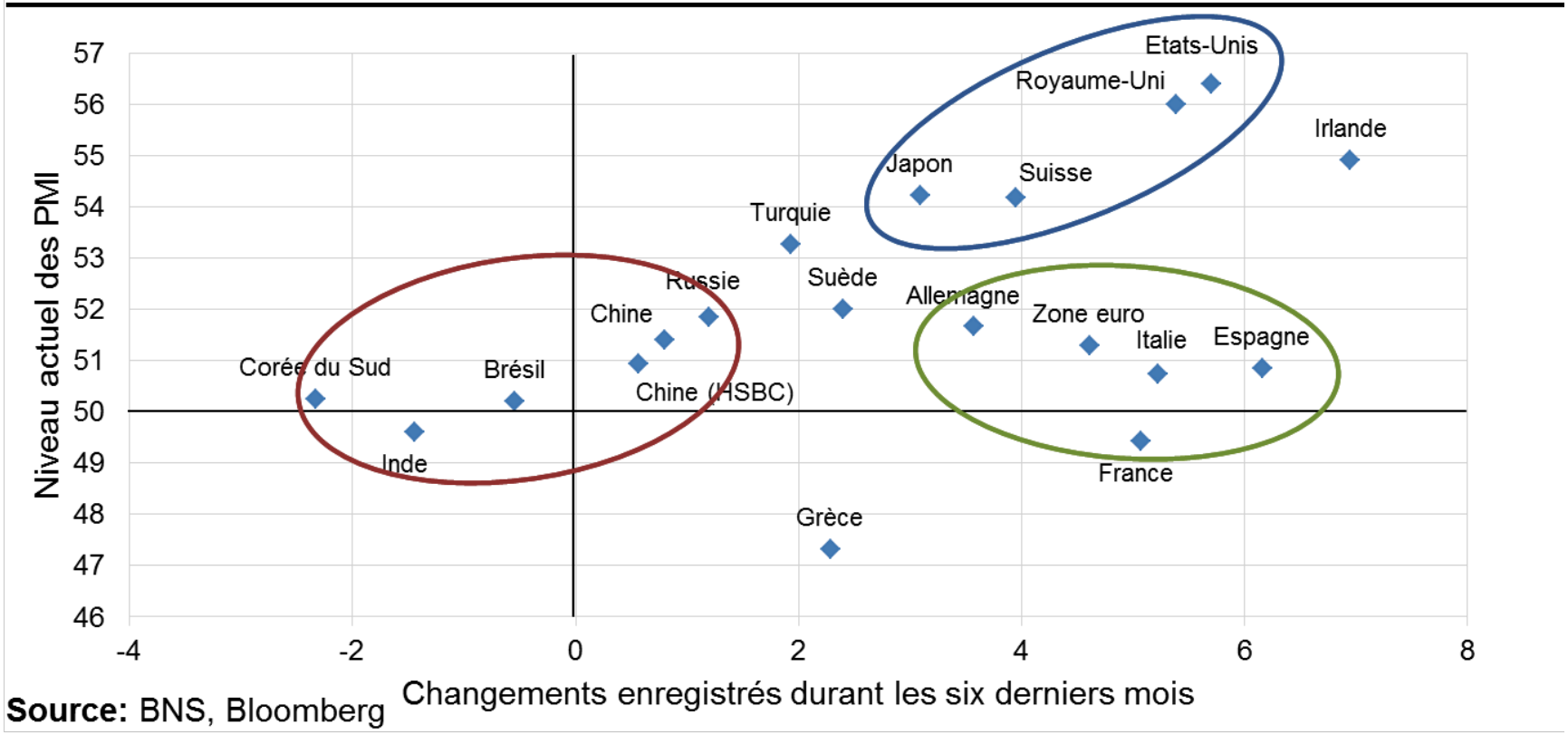


Graphique 6: La reprise se faisant attendre, les prévisions ont été revues à la baisse

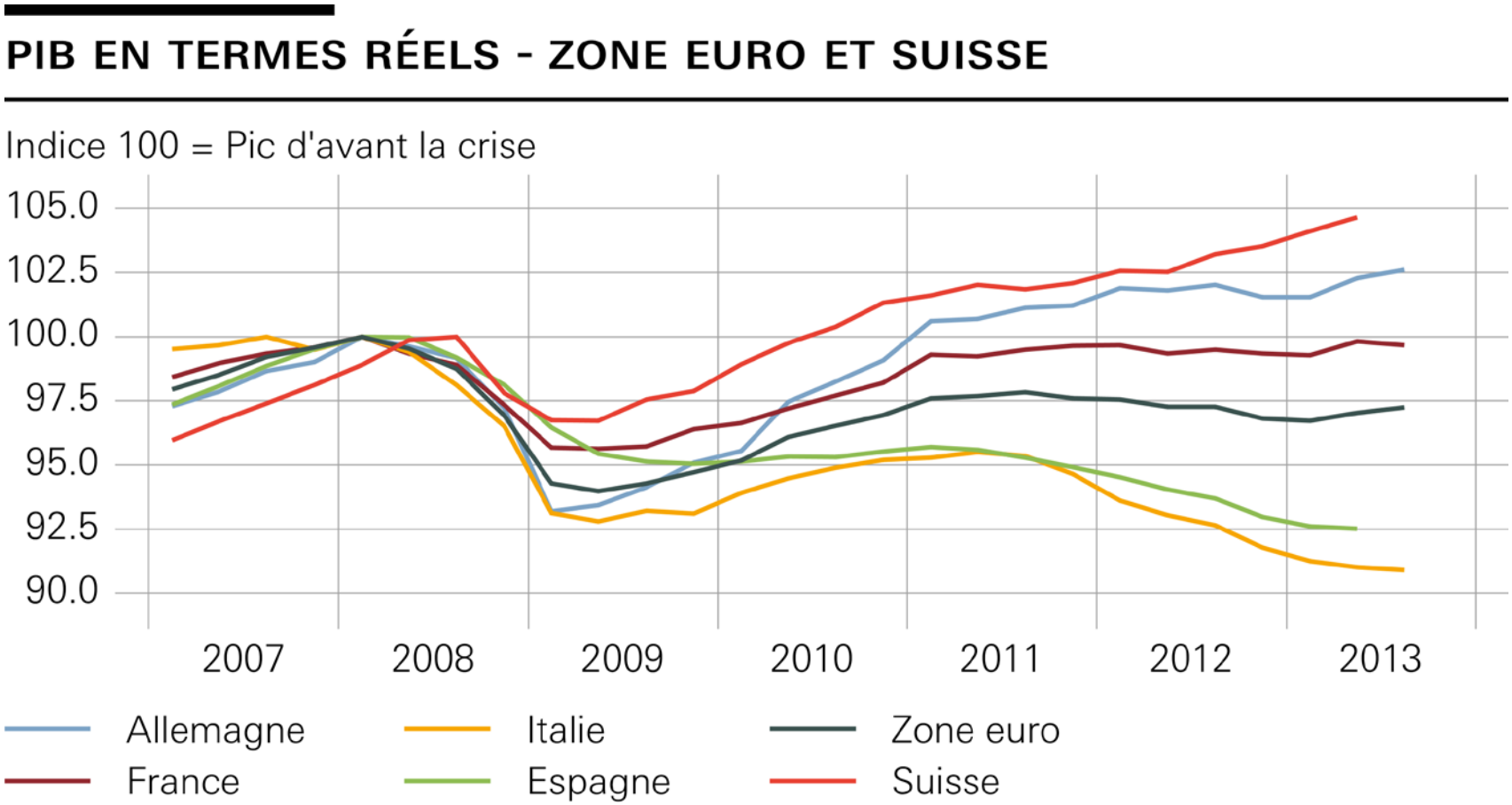


Sources: BNS, FMI

Graphique 7: Changements enregistrés dans le rythme de croissance de l'économie mondiale



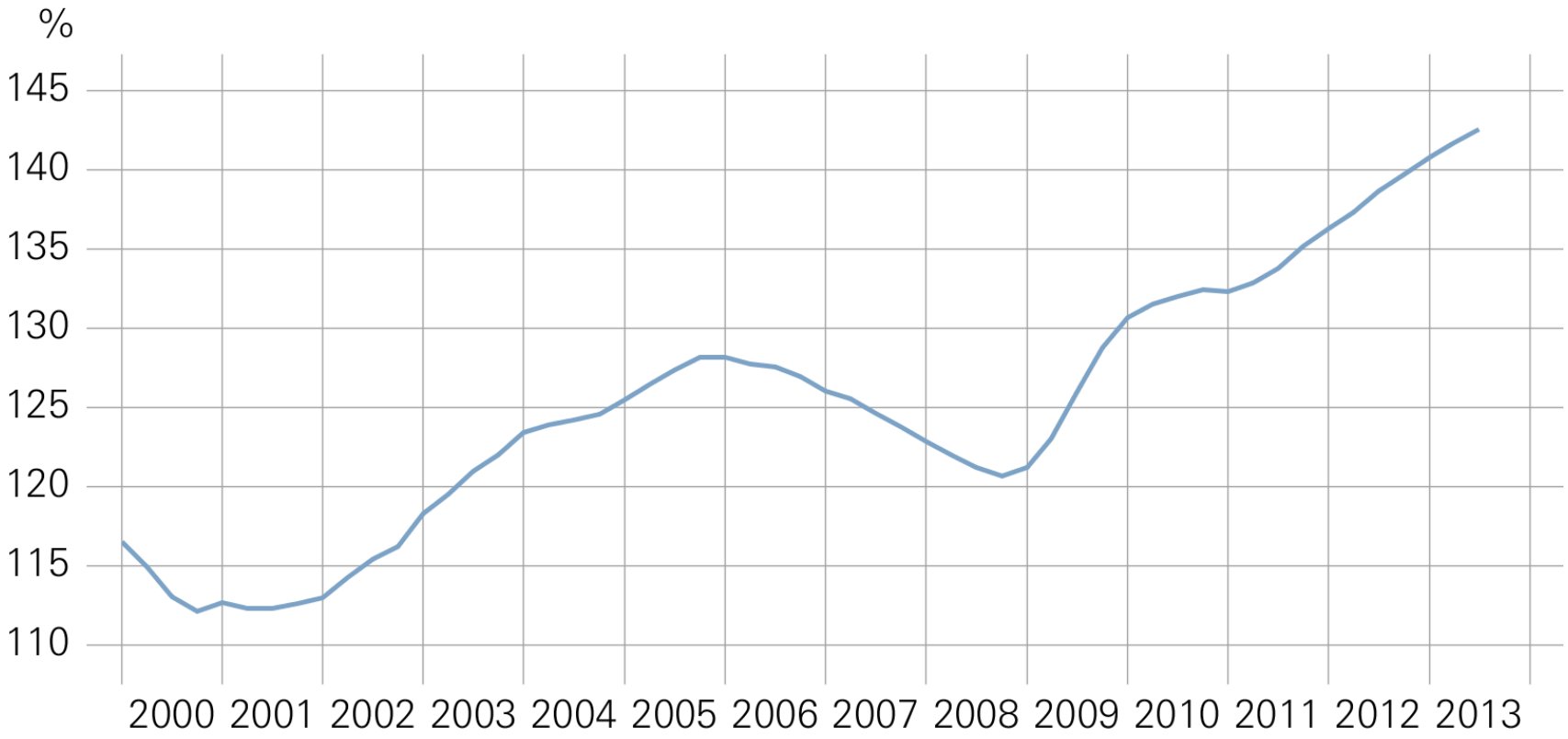
Graphique 8: La zone euro demeure hétérogène



Source: BNS

Graphique 9: Déséquilibres accrus sur les marchés hypothécaire et immobilier suisses

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES PAR RAPPORT AU PIB

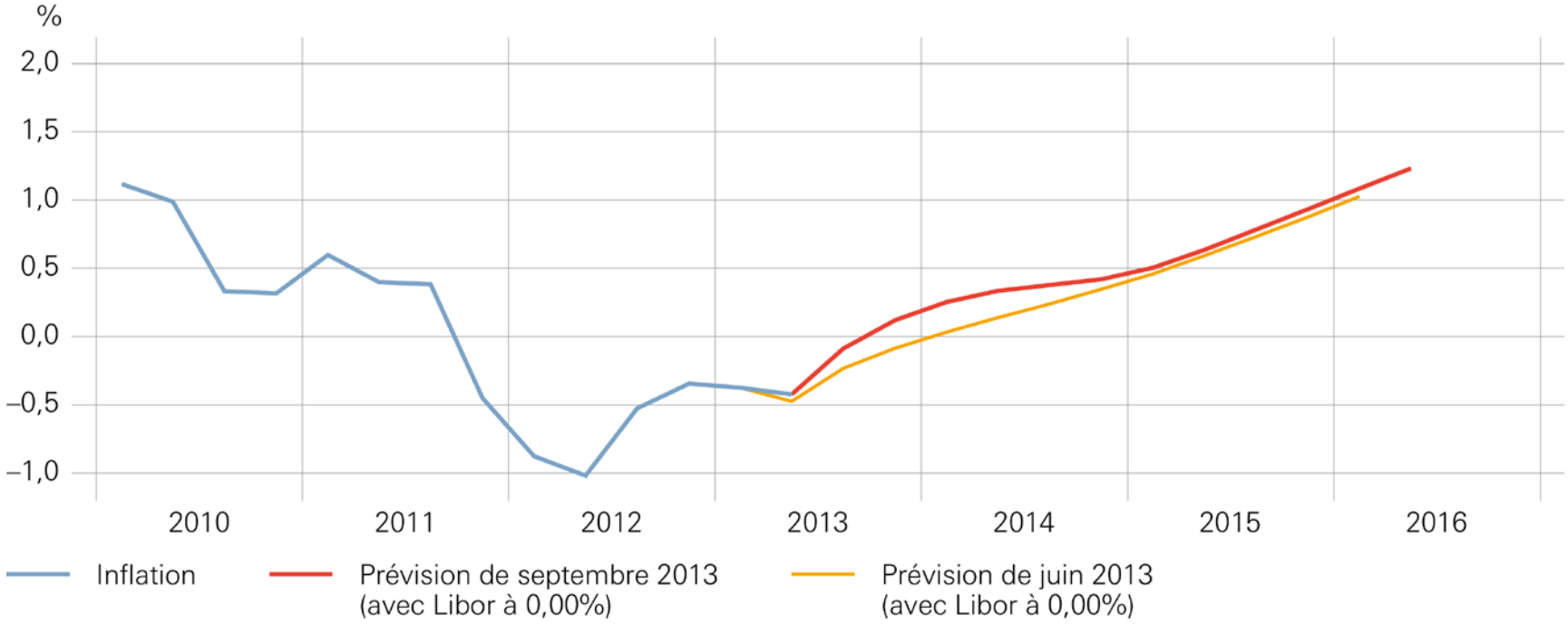


Source: BNS

Graphique 10: Aucun risque d'inflation en Suisse

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2013

Variation en pour-cent de l'indice suisse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Source: BNS

Je vous remercie de votre attention.

© Banque nationale suisse

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