Exposé

Embargo jusqu'au
1er octobre 2015, 18 heures

La politique monétaire de la BNS sous de nouveaux auspices?

Journée des prévisions KOF

Fritz Zurbrügg

Vice-président de la Direction générale*
Banque nationale suisse
Zurich, le 1er octobre 2015
© Banque nationale suisse, Berne, 2015 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Adriel Jost et Claudia Strub pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements vont également à Toni Beutler, Till Ebner, Maja Ganarin et Martin Straub pour leurs judicieux commentaires.

Mesdames et Messieurs,

Je tiens tout d'abord à remercier les organisateurs pour leur aimable invitation à participer à cette Journée des prévisions KOF. Les prévisions économiques jouent un rôle de premier plan dans les décisions d'investissement et de consommation. Elles représentent aussi un paramètre essentiel dans la prise de décisions des institutions publiques en matière de politique économique. Cependant, nous sommes aussi conscients du degré élevé d'incertitude qui entoure ces prévisions. Même des modèles particulièrement élaborés ne sont que des représentations très simplifiées d'une réalité complexe. Les hypothèses sur lesquelles les prévisions reposent peuvent rapidement s'avérer dépassées. A cet égard, 2015 restera dans les annales des instituts conjoncturels suisses comme une année très particulière. La décision prise le 15 janvier par la Banque nationale suisse (BNS) d'abolir le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro et d'abaisser à –0,75% le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement auprès d'elle, a rendu obsolètes certaines hypothèses importantes des prévisions en cours. Le franc s'est alors fortement apprécié. Dans le même temps, les taux d'intérêt ont continué de fléchir sur les marchés monétaire et des capitaux et se trouvent aujourd'hui majoritairement en zone négative.

Certains observateurs se sont demandé si ce tournant place fondamentalement l'économie suisse et la politique monétaire de la BNS sous de nouveaux auspices. Bien que les instituts de prévisions aient évalué de différentes façons l'ampleur du ralentissement conjoncturel, il ne fait aucun doute que la décision de la BNS a des conséquences marquantes pour l'économie suisse. Toutefois, mes arguments tendront à montrer que la situation d'aujourd'hui, tant pour ce qui est des cours de change que des taux d'intérêt, n'est pas foncièrement nouvelle, même si elle sort effectivement de l'ordinaire. J'aborderai tout d'abord la question de la force du franc et de son ampleur. Je commenterai ensuite l'importance du taux d'intérêt négatif dans le contexte actuel. La dernière partie de mon exposé portera sur l'influence des taux bas sur la stabilité financière.

Conséquences du franc fort

Permettez-moi donc de commencer par le cours du franc. Notre monnaie s'est fortement appréciée depuis la suppression du cours plancher. Nombreuses sont les branches et les entreprises concernées. Les exportations en pâtissent tout particulièrement. Mais les entreprises exposées à la concurrence des importations sont elles aussi confrontées à de lourds défis, que l'on pense au commerce de détail dans les régions limitrophes, au tourisme ou aux fournisseurs suisses d'entreprises exportatrices. La situation actuelle est certes difficile, mais la force du franc ne justifie pas à elle seule que l'on parle d'une ère nouvelle pour la Suisse. Dans le passé déjà, la stabilité économique et politique de notre pays ainsi que l'excédent structurel de la balance des transactions courantes ont fortement stimulé la demande de francs suisses. De plus, les périodes d'incertitudes ou de crise renforcent le statut du franc suisse comme valeur refuge, ce qui provoque de manière cyclique des phases supplémentaires d'appréciation.

Sur le long terme, une monnaie forte a dans l'ensemble un effet bénéfique, comme en témoigne la bonne position que notre pays occupe en comparaison internationale. Car les entreprises sont soumises de ce fait à des pressions permanentes sur le plan des coûts et de l'innovation, ce qui renforce la capacité d'adaptation, la flexibilité et la productivité de l'économie. Grâce à la qualité sans cesse accrue et à la spécialisation continue de la gamme helvétique, les clients étrangers n'ont guère d'offres comparables pour de nombreux produits suisses. C'est pourquoi les entreprises disposent d'un certain pouvoir de fixation des prix. Dans le même temps, la fermeté du franc pousse l'économie suisse à s'intégrer davantage dans la chaîne mondiale de création de valeur. Ici aussi, les conséquences négatives pour les fournisseurs suisses sont contrebalancées par des effets positifs sur le long terme: comme le montre une étude du SECO, une plus forte intégration dans la chaîne mondiale de création de valeur atténue les effets négatifs d'une appréciation de la monnaie sur les marges bénéficiaires en fournissant une couverture naturelle (*natural hedging*)[1]. De nombreuses entreprises peuvent ainsi atténuer les difficultés résultant d'une telle appréciation non seulement par des mesures internes portant sur les coûts, mais aussi par une diminution des prix à l'importation. En résumé, on peut donc avancer qu'une spécialisation dans des produits et des services difficilement substituables et présentant une forte valeur ajoutée, d'une part, et la couverture naturelle, d'autre part, rendent l'économie suisse plus résistante aux chocs causés par une appréciation du franc.

Jusqu'ici, mes propos auront pu paraître optimistes. C'est pourquoi je tiens à émettre trois réserves. Premièrement, si l'économie suisse a effectivement déjà dû affronter des fluctuations des cours de change par le passé, comme le montre le graphique 1 à partir du cours réel du franc pondéré par le commerce extérieur, l'appréciation de notre monnaie depuis 2007 est d'un tout autre ordre, reléguant même dans l'ombre les chocs que celle-ci a connus dans les années 1970 et 1990. Il convient notamment de prendre en compte le rythme particulièrement soutenu de l'évolution récente. En effet une appréciation rapide est nettement plus difficile à absorber, car elle laisse moins de temps aux entreprises pour s'adapter. Ainsi, même des établissements qui seraient en mesure, en temps normal, d'absorber un choc dû à l'appréciation de la monnaie et de rester compétitifs subissent des pressions.

Deuxièmement, il convient de souligner que, si le volume des exportations suisses réagit relativement peu aux fluctuations des cours de change, cette remarque ne s'applique qu'à la *moyenne* des entreprises. Cette précision est importante. En effet, les deux premières branches exportatrices en termes de part dans le total des exportations, soit la chimie (y compris les produits pharmaceutiques) ainsi que les instruments de précision et l'horlogerie, sont nettement moins dépendantes de l'évolution des cours de change que la moyenne. Aussi les parts de ces branches dans le total des exportations se sont-elles accrues au fil du temps. Par

[1] D. Fauceglia, A. Lassmann, A. Shingal et M. Wermelinger, «Backward Participation in Global Value Chains and Exchange Rate Driven Adjustment of Swiss Exports», étude menée pour le compte du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), 2015. Une étude de la Banque mondiale montre que l'élasticité des industries face aux cours de change a diminué à l'échelle mondiale, la principale raison évoquée étant également la plus forte intégration internationale de la création de valeur (S. Ahmed, M. Appendino et M. Ruta, «Depreciations without Exports?», World Bank Policy Research Paper, 2015).

contre, certaines entreprises et certaines branches ont dû ou doivent procéder, en raison de la fermeté du franc, à des adaptations d'une ampleur telle qu'elles sont amenées à remettre en question leur avenir en Suisse.

Troisièmement, je suis conscient qu'il est aisé pour un observateur de parler des avantages d'une monnaie forte. Grâce aux divers contacts que nous entretenons de manière directe avec les entreprises, nous avons toutefois aussi, à la BNS, un aperçu concret des problèmes qui se posent actuellement. Mes collègues de la Direction générale et moi-même avons souvent rencontré des représentants de l'économie au cours du dernier semestre. Les entretiens étaient très intenses. Je me rends donc bien compte que les adaptations rendues nécessaires par la force du franc ne se font pas d'elles-mêmes. Au contraire, les processus d'ajustement qui suivent un choc causé par l'appréciation de la monnaie sont toujours très douloureux. Ils requièrent une forte propension aux risques de la part des entreprises et des investisseurs, ainsi qu'engagement et souplesse de la part des employés.

Nos huit délégués aux relations avec l'économie régionale sont eux aussi en contact permanent avec des représentants des entreprises dans toutes les régions de la Suisse. Les résultats des enquêtes spéciales qu'ils ont menées les deux derniers trimestres sur les effets de l'appréciation du franc montrent qu'une grande partie des entreprises interrogées (70%) sont affectées par l'appréciation du franc, et que leurs marges ont souvent subi des pressions. Ces enquêtes font cependant aussi ressortir la rapidité avec laquelle les entreprises ont réagi et la variété des mesures prises en vue de relever les nouveaux défis. Il est encourageant de noter que notre dernière enquête indique une légère amélioration des perspectives économiques.

L'évolution de la situation économique à l'étranger est encore plus déterminante que le cours du franc pour les exportations suisses. L'importance des développements conjoncturels mondiaux pour notre pays ressort particulièrement bien du graphique 2, dans lequel on peut voir que les creux conjoncturels enregistrés en Suisse coïncident pratiquement avec les phases de faiblesse du commerce mondial. Toutefois, les effets de la demande étrangère se présentent également de façon contrastée: des études internes de la BNS indiquent que les variations à court terme de la demande provenant des pays voisins influent plus fortement sur les exportations vers ces pays, tandis que les changements à long terme jouent un plus grand rôle pour les exportations vers les économies émergentes. Ainsi, l'industrie exportatrice s'est davantage orientée vers les pays émergents ces dernières années, lesquels affichent une croissance économique nettement plus élevée. Cette réorientation a porté ses fruits en particulier lors de la crise financière, car la demande provenant des économies émergentes a alors fléchi beaucoup moins fortement que celle provenant des débouchés classiques que sont l'Europe et les Etats-Unis.

Quel soutien l'économie suisse peut-elle attendre actuellement de la demande mondiale? Lors de l'examen de la situation économique et monétaire d'il y a deux semaines, la BNS a constaté que l'économie a connu une évolution robuste aux Etats-Unis et au Royaume-Uni durant le premier semestre. En Europe, la reprise modeste s'est poursuivie, grâce notamment aux cours de change favorables. Dans les économies émergentes, par contre, la situation s'est

présentée de façon contrastée: quelques pays ont vu leur croissance reculer, et les incertitudes au sujet de l'évolution conjoncturelle en Chine se sont accrues. La croissance n'a pas reposé sur une large assise à l'échelle internationale, ce que reflète la morosité du commerce mondial (voir graphique 2).

Nous nous attendons cependant à une poursuite de la reprise modérée de l'économie mondiale. La politique monétaire expansionniste et le bas niveau des prix des matières premières contribuent à relancer l'activité économique dans les pays industrialisés. Ces développements sont positifs pour les perspectives en Suisse. Si, conformément aux attentes, la reprise modérée se prolonge à l'échelle internationale, les effets négatifs du franc fort s'en trouveront atténués. Les exportations devraient alors à nouveau contribuer à la croissance. La demande intérieure soutiendra elle aussi l'évolution conjoncturelle. Pour ces raisons, nous tablons sur une légère amélioration de la situation économique en Suisse au second semestre. Toutefois, les incertitudes restent importantes. Pour 2015, nous prévoyons toujours que la croissance du produit intérieur brut (PIB) s'inscrira à près de 1% en termes réels.

L'écart fait la différence

Je vous propose d'aborder à présent la thématique des taux d'intérêt. Est-ce que la situation se présente ici sous de nouveaux auspices depuis la décision du 15 janvier? Non. Je suis bien sûr conscient que, depuis l'introduction d'un taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent en comptes de virement à la BNS, de nombreux taux en vigueur sur les marchés monétaire et des capitaux sont précédés du signe moins au lieu du signe plus. Ainsi, les rendements des obligations fédérales sont actuellement négatifs pour les durées allant jusqu'à dix ans. Du point de vue mathématique, ce signe a donc effectivement changé.

Toutefois, pour le franc et par conséquent pour notre économie, les taux d'intérêt en Suisse ne sont pas déterminants en valeur absolue, mais en valeur relative; l'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger fait la différence. En effet, dans une perspective historique, les taux d'intérêt nominaux en Suisse et à l'étranger évoluent de façon similaire, mais en règle générale les taux suisses se situent à un niveau plus bas, notamment par rapport à ceux de la zone euro. Cette faiblesse relative des taux suisses résulte, d'une part, de l'inflation modérée et stable dans notre pays; d'autre part, elle stimule les exportations de capitaux, qui font pendant à l'excédent traditionnel de notre balance des transactions courantes. Depuis la crise financière, les taux d'intérêt ont chuté à un niveau proche de zéro dans la plupart des pays industrialisés, si bien que l'écart de taux habituel a presque disparu. Afin de rétablir un écart de taux significatif, la BNS a abaissé son taux d'intérêt de référence pour le faire passer en zone négative, ce qui a exercé une pression à la baisse sur l'ensemble de la courbe des taux suisses. Comme le montre le graphique 3 à partir des rendements des emprunts d'Etat suisses et allemands d'une durée de cinq ans, l'écart de taux par rapport à l'étranger s'est de nouveau creusé. Une évolution semblable peut être observée pour les emprunts portant sur d'autres

durées. En ce qui concerne l'écart de taux, la situation n'a donc pas *changé* depuis le 15 janvier, mais elle a marqué un certain *retour à la normale*, grâce au taux d'intérêt négatif.

L'un des objectifs de l'introduction du taux d'intérêt négatif a ainsi pu être atteint. L'écart de taux rend les placements en francs moins attrayants que ceux en monnaies étrangères. Il ne constitue naturellement pas le seul facteur décisif pour la demande de francs suisses. Aussi n'est-il pas facile de déterminer à quel moment et dans quelle mesure il influe sur le cours de change. Mais si tous les autres facteurs demeurent par ailleurs constants, la demande de placements en Suisse et, partant, celle de francs, diminuent lorsque les taux d'intérêt baissent dans notre pays.

Il est toutefois clair, pour moi, que les taux d'intérêt négatifs ne sont pas la norme. L'écart de taux, mais aussi les taux d'intérêt nominaux connaîtront un retour à la normale. Il faudra à cet effet que les conditions économiques à l'étranger s'améliorent suffisamment pour que le niveau des taux d'intérêt en Suisse puisse augmenter sans provoquer de nouveau raffermissement du franc. Or tel n'est pas le cas actuellement. Nous avons décidé, lors du dernier examen de la situation économique et monétaire, de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre –1,25% et –0,25%. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la Banque nationale demeure fixé à −0,75%. Malgré un léger fléchissement, le franc reste aujourd'hui toujours nettement surévalué. Nous sommes convaincus que les intérêts négatifs prélevés en Suisse, d'une part, et la disposition de la Banque nationale à intervenir au besoin sur le marché des changes, d'autre part, rendent les placements en francs moins attrayants. Dans les deux cas, l'objectif est d'atténuer la pression à la hausse sur le franc. La prévision d'inflation conditionnelle, qui fait l'objet du graphique 4, part elle aussi de l'hypothèse que le franc continuera de s'affaiblir et que le Libor demeurera constant à –0,75%. Comme le montre ce graphique, la prévision d'inflation à court terme est inférieure à celle de juin, du fait de la baisse des prix des produits pétroliers. A moyen terme, toutefois, l'inflation redeviendra positive.

Taux d'intérêt négatifs et stabilité financière

Les taux d'intérêt négatifs sont donc actuellement indispensables pour assurer à l'économie suisse des conditions monétaires adéquates. Mais nous sommes conscients que des taux d'intérêt bas, en particulier sur une longue période, peuvent receler des risques pour la stabilité financière. Comme le montrent les expériences faites dans de nombreux pays, de telles circonstances sont de nature à engendrer des déséquilibres sur les marchés des crédits et dans les prix des actifs[2]. En règle générale, une diminution des taux d'intérêt sur le marché monétaire entraîne, via certains canaux de transmission, une baisse des taux d'intérêt appliqués aux crédits et aux prêts hypothécaires. En Suisse, les marchés hypothécaire et immobilier sont particulièrement concernés par cette évolution. En effet, environ 85% des

[2] Voir notamment O. Jordà, M.HP. Schularick et A.M. Taylor, «Betting the House», NBER Working Paper 20771, 2014; M.D. Bordo et J. Landon-Lane, «Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms; Some Historical and Empirical Evidence», NBER Working Paper 19585, 2013; L. Gambacorta, «The Risks of Low Interest Rates», Ensayos Sobre Política Económica 29, 64: 14-31, 2011.

crédits accordés à la clientèle du secteur privé en Suisse sont des prêts hypothécaires. Le graphique 5 montre que les taux hypothécaires n'ont pas fléchi, malgré le passage en zone négative des taux d'intérêt sur le marché monétaire, mais qu'ils sont même remontés légèrement. L'évolution des taux hypothécaires semble ainsi s'être découplée de la politique de la BNS en matière de taux d'intérêt. Comment expliquer ce développement?

En réalité, une baisse des taux d'intérêt ne se répercute pas de la même manière sur les taux hypothécaires lorsqu'elle entraîne le passage de ceux-ci dans la zone négative[3]. Cette différence s'explique par le fait que les intérêts servis sur les dépôts à vue et d'épargne constituent une part substantielle des coûts de refinancement des banques. Tant que les taux d'intérêt restent positifs, les banques n'hésitent pas à répercuter les baisses de taux du marché monétaire sur les détenteurs de dépôts à vue et de dépôts d'épargne. Dans un contexte de taux d'intérêt négatifs, en revanche, elles font preuve de retenue. Cela tient notamment au fait que la clientèle de détail des banques considère la détention de numéraire comme une alternative attrayante aux dépôts bancaires et pourrait retirer ses fonds en cas de taux d'intérêt négatifs. Les banques risqueraient ainsi de perdre une source importante de refinancement. L'incertitude quant au comportement de la clientèle bancaire dans son ensemble peut donc être considérée comme un obstacle à la répercussion de taux d'intérêt négatifs sur les dépôts de la clientèle. Les marges au passif des banques – soit la différence entre les coûts d'un financement alternatif sur le marché des capitaux pour la même échéance et les intérêts versés au titre de la rémunération des dépôts d'épargne – ont par conséquent passé dans la zone négative[4]. Le graphique 6 montre clairement cette évolution. Les banques ont réagi à la pression subie par leurs marges au passif en relevant les taux hypothécaires (ce qui correspond à un accroissement de leurs marges à l'actif).

Sous l'angle de la stabilité financière, la faible augmentation des taux hypothécaires est réjouissante. Pourrait-on alors envisager de recourir aux taux d'intérêt négatifs pour lutter contre les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier? A mon avis, la réponse est non. En effet, les taux hypothécaires se situent actuellement toujours à un niveau très bas en comparaison historique. De même, les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier restent très marqués, comme le montrent les graphiques 7a (rapport entre l'évolution des prix immobiliers et celle des loyers) et 7b (rapport entre l'encours des prêts hypothécaires et le PIB). En outre, même si les taux hypothécaires sont en légère hausse, il existe différents canaux par lesquels l'environnement actuel de taux bas peut encore accroître les risques pour la stabilité financière. J'aborderai à présent plus en détail trois de ces risques.

Risques pour la stabilité financière

Le premier risque concerne l'évolution des prix des objets de rendement locatif, qui retient de plus en plus l'attention: des particuliers, mais aussi des investisseurs institutionnels (caisses

[3] Cela vaut également pour l'ensemble des crédits bancaires.

[4] La marge totale des banques comporte trois éléments: la marge à l'actif, la marge au passif et la marge de transformation, déduction faite des éventuels coûts de couverture (contribution structurelle).

de pensions, compagnies d'assurances, etc.) peuvent, pour des motifs de rendement (*search for yield*) ou faute de meilleure solution (pénurie de placements), accroître encore la demande de placements immobiliers. Les rendements des placements immobiliers restent nettement supérieurs à ceux d'autres placements, comme le montre le graphique 8a, qui compare les rendements des obligations fédérales à dix ans à ceux des investissements dans des objets d'habitation[5]. Etant donné cet écart de rendement, la demande pourrait rester forte dans un proche avenir également et continuer à pousser ainsi les prix à la hausse. Quand bien même la part de capital emprunté est généralement moins importante pour les objets de rendement que pour les objets d'habitation à usage propre, les banques axées sur le marché intérieur ont une exposition dans ce segment. En effet, un tiers des prêts hypothécaires nouvellement octroyés sert au financement d'objets de rendement locatif, et les risques liés au dépassement de la capacité financière des emprunteurs sont aussi élevés dans le cas d'immeubles détenus par des particuliers à des fins de rendement que dans celui de logements à usage personnel. En outre, une éventuelle correction dans le segment des objets de rendement locatif peut aussi se répercuter sur d'autres segments du marché immobilier (effet de contagion), par le biais du climat sur les marchés et des anticipations. Il convient donc d'observer attentivement le segment des objets de rendement locatif.

Le deuxième risque découle de la baisse des marges au passif dans un contexte de taux d'intérêt bas. Pour compenser cette diminution des marges, une banque a en principe deux possibilités, outre celle de relever les taux d'intérêt appliqués aux crédits. Ces deux possibilités s'accompagnent d'un niveau plus élevé de risque de taux d'intérêt et, partant, de risques accrus pour la stabilité financière. Une banque peut – première possibilité – augmenter la part des nouveaux crédits à long terme assortis de taux d'intérêt plus élevés, étant donné que leurs rentrées d'intérêts sont supérieures à celles des prêts à court terme. Il en résulte cependant un accroissement de l'*asymétrie des échéances*[6]. Plus l'asymétrie des échéances est importante, plus le risque de taux d'intérêt est élevé et, par conséquent, plus les pertes économiques potentielles de la banque sont importantes en cas de hausse inattendue des taux d'intérêt. En effet, le cas échéant, les coûts de refinancement augmentent d'autant plus vite, par rapport aux rentrées d'intérêts fixées à long terme, que l'asymétrie des échéances est marquée. La banque qui s'était jusqu'à présent couverte contre le risque de taux d'intérêt peut également – seconde possibilité – réduire cette couverture et, ainsi, diminuer ses coûts. Le graphique 8b montre que le risque de taux d'intérêt s'est effectivement accru durant les phases de taux d'intérêt bas, ou qu'il est resté à un niveau élevé comme entre les années 2009 et 2014. Actuellement, quelques premiers signes indiquent que les risques ont encore légèrement augmenté depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif.

---

[5] Les rendements des placements immobiliers sont fréquemment comparés à ceux des obligations fédérales. Etant donné la différence de risque entre ces deux catégories de placements, une certaine prime de risque et donc un certain écart de rendement sont justifiés. Mais l'écart de rendement est actuellement très élevé, et l'on peut supposer qu'il reste substantiel, même après prise en compte de la prime de risque.

[6] L'asymétrie des échéances désigne le déséquilibre existant entre la contrainte de taux à l'actif (prêts hypothécaires) et la contrainte de taux, généralement plus courte, au passif.

Le troisième risque potentiel pour la stabilité financière tient au fait que, dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, l'octroi de prêts hypothécaires semble attrayant pour le secteur non bancaire également, et en particulier pour les compagnies d'assurances et les caisses de pensions à la recherche de meilleurs rendements. Aujourd'hui, seule une part relativement réduite des prêts hypothécaires est accordée par le secteur non bancaire. Toutefois, si la phase de taux d'intérêt négatifs se prolonge, il n'est pas certain que les banques parviennent à maintenir leur marge à l'actif, actuellement plus élevée, sur les nouveaux prêts hypothécaires. La pression concurrentielle accrue du secteur non bancaire limiterait la marge de manœuvre des banques pour ce qui est du relèvement des taux hypothécaires. Sous l'angle de la stabilité financière, la baisse des bénéfices qui en résulterait pourrait avoir comme conséquence que les banques disposeraient de trop peu de réserves pour continuer à renforcer leurs fonds propres ou pour maintenir le niveau de ces derniers. Cela conduirait à une diminution de la résilience du système bancaire et à un accroissement des risques pour la stabilité financière.

En résumé, je souhaite relever que la stabilité financière doit faire l'objet d'une attention toute particulière dans une phase prolongée de taux d'intérêt bas et, à plus forte raison, dans un contexte de taux d'intérêt négatifs. Le léger ralentissement que l'on observe aujourd'hui sur les marchés hypothécaire et immobilier est certes réjouissant, mais la prudence s'impose.

Conclusion

La situation de la Suisse et de son économie est, actuellement, exceptionnelle à différents égards. La nette surévaluation du franc et les taux d'intérêt très bas, voire négatifs, représentent d'importants défis pour les acteurs économiques et les autorités. Dans ce contexte, la Banque nationale est particulièrement mise à contribution. Comme je vous l'ai expliqué, on ne peut affirmer que notre politique monétaire soit entrée de manière fondamentale dans une ère nouvelle. La Suisse, petite économie fortement reliée au monde, demeure dans une large mesure dépendante de l'évolution économique à l'étranger. Cette évolution peut d'un côté expliquer la force du franc; de l'autre, elle fait également partie intégrante du contexte qui a conduit à un niveau extrêmement bas des taux d'intérêt en Suisse.

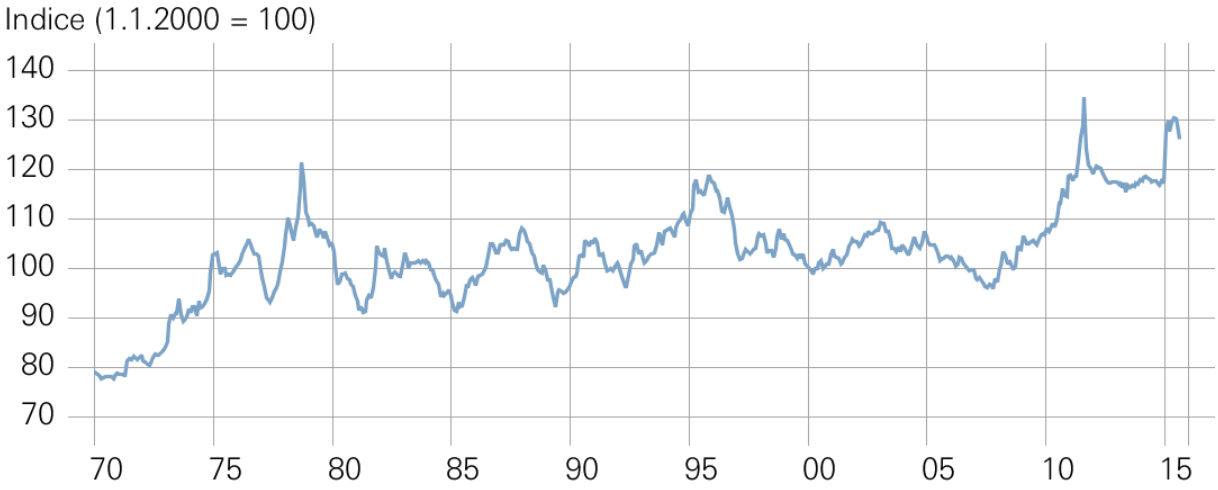
Ni la monnaie forte ni les taux d'intérêt bas ne sont des phénomènes nouveaux, mais des caractéristiques traditionnelles de l'économie suisse. Dans le passé, ils ont influé positivement sur la prospérité de notre pays. Etant donné la reprise modérée de l'économie mondiale et les incertitudes considérables qui subsistent depuis la crise financière de 2008, ces caractéristiques se sont encore accentuées. L'économie suisse est habituée à évoluer dans des conditions difficiles en matière de cours de change, et elle a toujours fait preuve d'une grande capacité d'adaptation. Toutefois, le franc est aujourd'hui extrêmement surévalué. La politique monétaire de la BNS tient compte de cette situation difficile. Par l'application de taux d'intérêt négatifs aux avoirs en comptes de virement et par sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes, la BNS rend la détention de francs moins attrayante et contribue ainsi à affaiblir encore le franc. Parallèlement, elle continue à observer attentivement les répercussions du bas niveau des taux d'intérêt sur la stabilité financière.

Graphiques

Graphique 1

COURS EFFECTIF DU FRANC

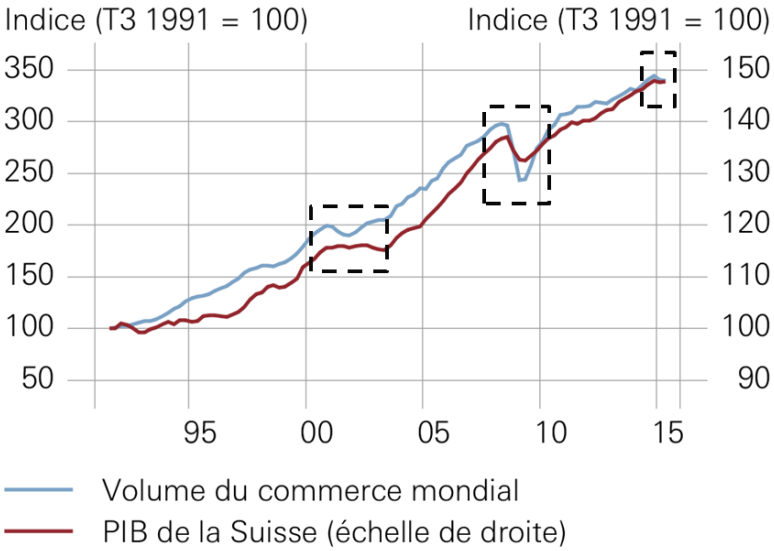
En termes réels, pondéré par le commerce extérieur (27 pays)



Sources: BNS et BRI.

Graphique 2

COMMERCE MONDIAL & PIB DE LA SUISSE



Sources: BNS et CPB.

Graphique 3

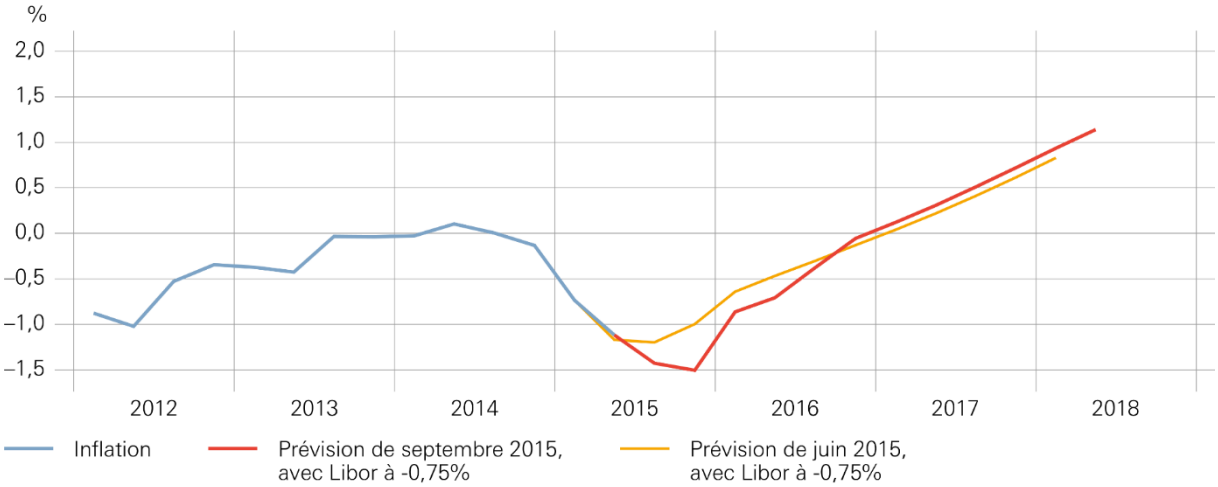
RENDEMENTS DES OBLIGATIONS FÉDÉRALES À 5 ANS

Sources: BNS et Bloomberg.

Graphique 4

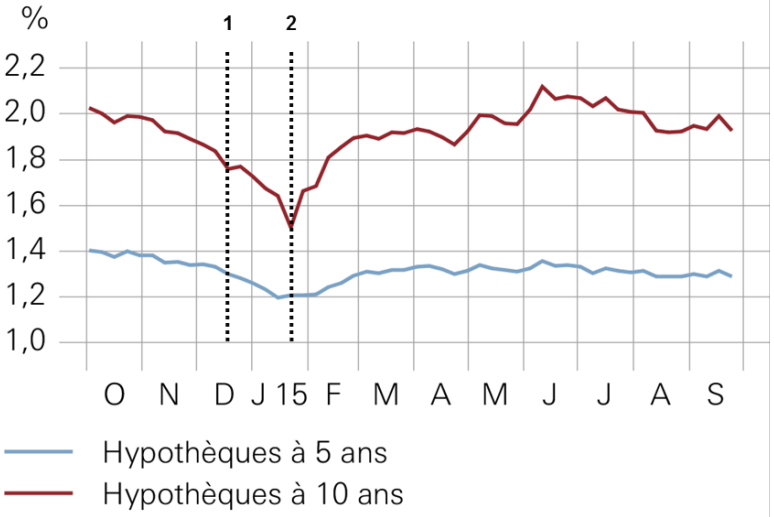
PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2015

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



Graphique 5

TAUX D'INTÉRÊT DES HYPOTHÈQUES À TAUX FIXE



Source: BNS.

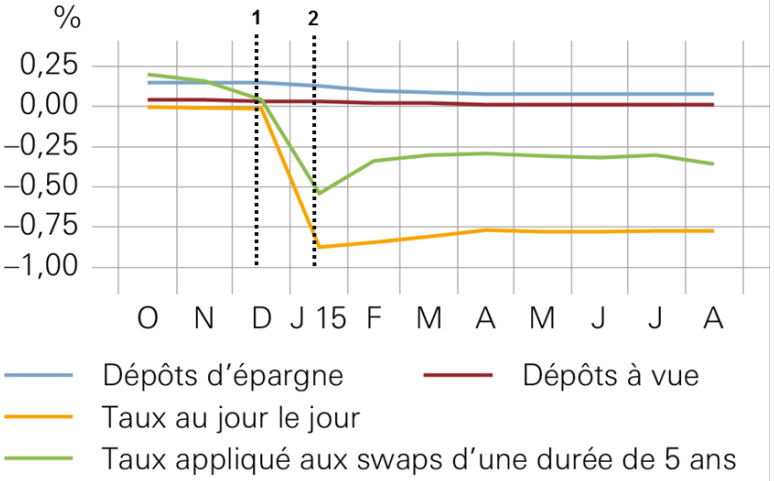
1: 18.12.2014
Annonce d'un taux d'intérêt négatif de –0,25%

2: 15.01.2015
Abaissement du taux d'intérêt, qui passe à –0,75%

Graphique 6

TAUX D'INTÉRÊT DES DÉPÔTS ET DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Valeurs de fin de mois



Source: BNS.

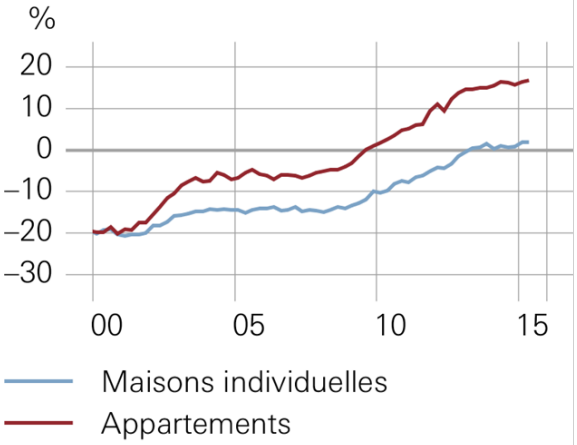
1: 18.12.2014
Annonce d'un taux d'intérêt négatif de –0,25%

2: 15.01.2015
Abaissement du taux d'intérêt, qui passe à –0,75%

Graphiques 7a et 7b

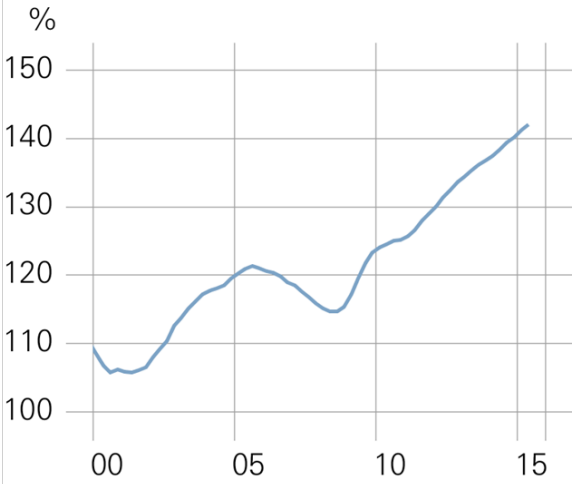
PRIX IMMOBILIERS PAR RAPPORT AUX LOYERS

Ecart par rapport à la moyenne de long terme, prix de l'offre et baux en cours



Sources: BNS, OFS, Wüest & Partner.

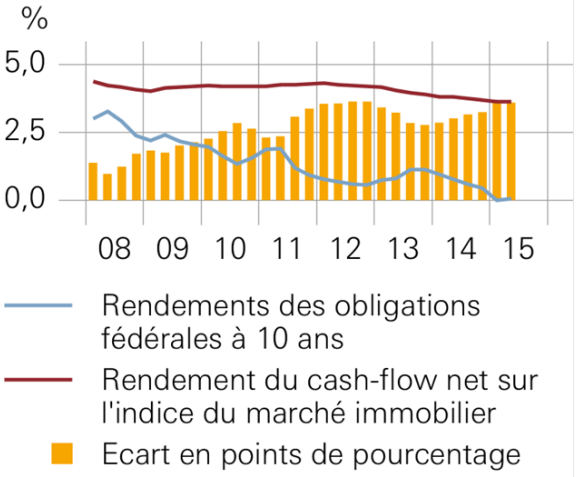
HYPOTHÈQUES PAR RAPPORT AU PIB



Sources: BNS, OFS et SECO.

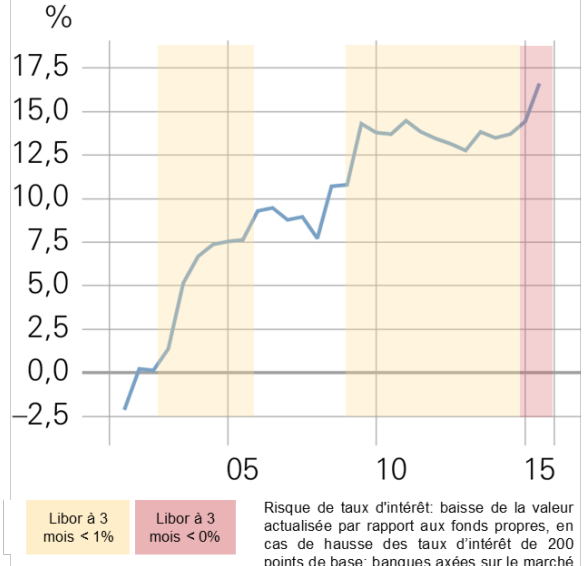
Graphiques 8a et 8b

RENDEMENTS: MARCHÉ IMMOBILIER ET OBLIGATIONS FÉDÉRALES



Sources: BNS, Bloomberg et CIFI.

RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT



Risque de taux d'intérêt: baisse de la valeur actualisée par rapport aux fonds propres, en cas de hausse des taux d'intérêt de 200 points de base; banques axées sur le marché intérieur

Source: BNS.