Conférence

Embargo jusqu'au
23 février 2016, 12 h 15

Politiques monétaires des pays voisins de la zone euro

SAFE Policy Center Lectures

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse*
Banque nationale suisse
Francfort-sur-le-Main, le 23 février 2016
© Banque nationale suisse, Zurich, 2016 (exposé donné en allemand)

* L'auteur remercie Oliver Sigrist pour sa précieuse contribution à la rédaction de cet exposé, ainsi que Simone Auer, Petra Gerlach, et Carlos Lenz pour leurs judicieux commentaires. Il adresse également ses remerciements à la communication et aux services linguistiques de la BNS ainsi qu'à Francesca Boucard pour le traitement des données.

Mesdames et Messieurs,

Je me suis beaucoup réjoui à l'idée de donner cette conférence au SAFE Policy Center, dans la «capitale» de la zone euro. Alors que la plupart de mes collègues européens y viennent à quelques semaines d'intervalle pour les réunions du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), je me rends un peu moins souvent à Francfort. La Suisse n'étant pas membre de la zone euro, la Banque nationale suisse (BNS) n'y a évidemment ni voix au chapitre ni le droit de participer aux décisions. Les actions de politique monétaire à l'échelle européenne revêtent néanmoins un grand intérêt pour nous, car elles ont un impact considérable sur la Suisse et la Banque nationale.

C'est pourquoi j'aimerais traiter aujourd'hui des politiques monétaires menées dans les pays voisins de la zone euro. Dans mon exposé, je ne me limiterai pas à la Suisse, mais m'intéresserai aussi à d'autres petites économies ouvertes. Je décrirai les expériences qui leur sont communes depuis l'éclatement de la crise financière en 2008 et celles qui les distinguent les unes des autres.

Je considérerai, outre la Suisse, les pays suivants: la Suède, la République tchèque et le Danemark, ce dernier constituant toutefois un cas particulier (voir graphique 1). Ces quatre pays sont de petites économies ouvertes, étroitement liées à la zone euro par le commerce. A l'exception du Danemark, ils ont décidé de continuer à mener une politique monétaire indépendante après l'introduction de l'euro. De plus, les banques centrales de ces quatre pays ont pris des mesures de politique monétaire non conventionnelles ces dernières années. Mais permettez-moi de revenir plus tard sur ce point.

Mon exposé portera essentiellement sur deux questions. Premièrement, les pays voisins d'une grande zone monétaire peuvent-ils mener une politique monétaire autonome? Et les événements qui ont suivi l'éclatement de la crise financière en 2008 auraient-ils modifié la réponse à cette question? Secondement, de quelle manière les mesures non conventionnelles ont-elles aidé ces pays à mettre en œuvre une politique monétaire indépendante? Je montrerai qu'il est possible en principe de répondre par l'affirmative à la première question: les petits pays voisins de la zone euro sont a priori en mesure de mener une politique monétaire autonome. Cependant, il leur est devenu nettement plus difficile ces dernières années d'influer sur les conditions monétaires, qui sont déterminées par les taux d'intérêt et les cours de change. En ce qui concerne la seconde question, qui porte sur les mesures non conventionnelles, je mettrai en évidence que les banques centrales ont retrouvé une certaine marge de manœuvre en recourant au taux d'intérêt négatif, aux interventions sur le marché des changes et à des programmes d'assouplissement quantitatif. Ces instruments ont été adaptés aux besoins spécifiques des pays. Mais je montrerai également qu'en cas de grandes perturbations, les banques centrales ne peuvent pas maintenir à tout moment l'inflation et la croissance dans la zone visée. Ce constat n'est pas nouveau en soi: il repose sur le consensus selon lequel la conduite de la politique monétaire devrait être axée sur le moyen terme et que certaines fluctuations de la production et du renchérissement sont, selon les circonstances, inévitables à court terme.

J’aimerais commencer par définir la notion de politique monétaire indépendante. Un pays où les capitaux circulent librement a deux possibilités pour atteindre ses objectifs de politique monétaire, tels que la stabilité des prix. D’une part, il peut arrimer sa monnaie à une monnaie étrangère et reprendre de ce fait la politique monétaire de l’autre pays. Si les deux pays connaissent des évolutions parallèles et que la politique monétaire de l’autre pays est suffisamment axée sur la stabilité, il est possible d’importer de cette manière la stabilité des prix. D’autre part, une banque centrale peut mener une politique monétaire adaptée aux besoins spécifiques du pays. Selon le triangle d’incompatibilité, une telle politique monétaire indépendante est, en cas de libre circulation des capitaux, uniquement possible si les cours de change flottent librement.

Une petite économie ouverte disposant d’une politique monétaire indépendante, comme la Suisse, est évidemment aussi sujette aux influences mondiales. Cela vaut tout particulièrement pour les influences de l’Europe. Premièrement, les relations commerciales jouent un rôle prépondérant. Les fluctuations de la demande de consommation en provenance de la zone euro se répercutent sur les exportations des pays voisins et influent ainsi sur la conjoncture de ces pays. Deuxièmement, les changements dans la politique monétaire de la zone euro ont un impact. Les baisses de taux d’intérêt de la BCE entraînent en règle générale une appréciation des monnaies des pays voisins, freinant ainsi la croissance et réduisant l’inflation. Troisièmement, les incertitudes survenues pendant la crise de l’euro ont provoqué une fuite des capitaux vers les pays voisins et, partant, des pressions excessives à la hausse sur leurs monnaies, ce qui a rapidement modifié les conditions monétaires. La politique monétaire menée par un pays voisin doit donc tenir compte des influences qui se transmettent par ces canaux sur sa propre évolution économique.

Le grand avantage d’une politique monétaire autonome tient à la possibilité, pour la banque centrale, de prendre en considération les besoins spécifiques du pays. En adhérant à une union monétaire, un pays renonce à ces possibilités de pilotage et de stabilisation, mais bénéficie d’autres avantages, dont la reprise d’une politique monétaire plus crédible et, par conséquent, plus efficace que la celle mise en œuvre jusqu’ici. Pour la Suisse, la capacité de mener une politique monétaire indépendante a cependant pleinement porté ses fruits par le passé. L’économie helvétique se caractérise par une structure unique, alliant un solide secteur industriel et une place financière de grande importance: son secteur industriel est spécialisé dans la production de biens de grande qualité et à forte intensité de recherche – pensez à la branche pharmaceutique, à l’horlogerie ou à l’industrie de pointe dans le domaine des machines –, et sa place financière a gardé un rayonnement international même après avoir essuyé quelques revers dans le sillage de la crise financière. Au vu de cette structure, le moteur de la croissance économique helvétique ne ressemble guère à celui de la moyenne européenne. C’est pourquoi il est judicieux pour la Suisse de mener une politique monétaire indépendante.

Les évolutions qui ont suivi l’éclatement de la crise financière en 2008 ont toutefois rappelé que la politique monétaire n’est pas en mesure de maintenir à tout moment l’inflation et la

croissance dans la zone visée. Cela vaut tant pour les petites que pour les grandes zones monétaires. Cette difficulté s'explique par le fait que l'ampleur des perturbations et des distorsions a été exceptionnellement grande ces dernières années. De plus, la politique conventionnelle de taux d'intérêt a atteint ses limites.

En adoptant des mesures de politique monétaire non conventionnelles, les banques centrales ont retrouvé une certaine marge de manœuvre. Elles ne peuvent toutefois en user démesurément pour obtenir les conditions monétaires souhaitées. Par exemple, on ne peut pas abaisser indéfiniment les taux d'intérêt dans la zone négative; il arrive un moment où il devient plus attrayant de détenir du numéraire. Quant aux interventions sur le marché des changes et aux programmes d'assouplissement quantitatif, ils risquent d'entraver la capacité d'action à long terme d'une banque centrale s'ils atteignent une certaine ampleur. De plus, l'expérience pratique est encore limitée en ce qui concerne le calibrage et les effets de telles mesures, contrairement à celle faite avec l'instrument habituel des taux d'intérêt. En raison de ces réserves, les banques centrales doivent utiliser les mesures non conventionnelles avec discernement et en considérant les conséquences à long terme. Elles doivent aussi les réexaminer régulièrement.

Permettez-moi maintenant d'expliquer comment les pays voisins de la zone euro ont mis en œuvre leurs politiques monétaires depuis l'éclatement de la crise en 2008. A cette fin, je me fonderai sur les expériences faites par la Suisse ainsi que par la Suède, le Danemark et la République tchèque. La politique monétaire étant indépendante en Suisse, en Suède et dans la République tchèque, son objectif premier est la stabilité des prix. Le Danemark s'appuie quant à lui sur la politique de la BCE pour garantir la stabilité des prix, en arrimant sa monnaie à l'euro. L'exemple du Danemark montre néanmoins des aspects intéressants en ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles.

Les trois phases de la politique monétaire en Europe depuis 2008

La période allant de 2008 à aujourd'hui se divise en trois phases. La première phase, qui va de 2008 à 2011, se caractérise par l'effondrement de la demande mondiale. Les banques centrales ont alors principalement utilisé la marge de manœuvre que leur offrait la politique monétaire conventionnelle. La deuxième phase, de 2011 à 2014, est marquée par les craintes grandissantes au sujet de l'avenir de la zone euro et les répercussions qu'un éventuel éclatement de cette zone pourrait avoir sur les pays voisins. Les premières mesures non conventionnelles ont été adoptées pendant cette période. La troisième phase, qui commence mi-2014, se distingue par l'assouplissement quantitatif dans la zone euro et l'impact de ce dernier sur les pays voisins. Les mesures non conventionnelles ont alors été modifiées et renforcées.

Pour chaque phase, j'indiquerai d'abord les évolutions économiques majeures, j'examinerai ensuite les réactions des banques centrales, puis je dresserai un rapide bilan intermédiaire. Je

conclurai en plaçant mes observations sur la politique monétaire dans un contexte plus vaste et en les récapitulant.

Effondrement de la demande à la suite de la crise financière (2008–2011)

La faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008 constitue l'événement clé du début de la crise financière. Dans les semaines et les mois qui ont suivi, la demande de biens et de services a connu une baisse massive et abrupte à l'échelle internationale. En termes nominaux, les exportations et les importations mondiales ont reculé d'environ 25% entre 2008 et 2009. Une telle chute n'avait jamais été répertoriée depuis 1948, date de l'établissement des premiers relevés.

La zone euro et les quatre pays voisins considérés sont entrés en récession (voir graphique 2). Le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro s'est replié au total d'environ 5% pendant la crise en 2008 et en 2009. Dans les quatre pays observés, la baisse était comprise entre 3,4%, en Suisse, et 7,2%, au Danemark, dont l'économie avait connu une surchauffe dans les années précédant la crise. L'inflation a fortement reculé en raison de la faiblesse de la demande et de la diminution du prix du pétrole (voir graphique 3)[1]. Dans la zone euro, le renchérissement est tombé à −0,6% au cours de l'année 2009. En Suisse, le taux d'inflation le plus bas était alors de −1%. La République tchèque a aussi enregistré un renchérissement négatif pendant une brève période en 2009. Au Danemark et en Suède, l'inflation s'est maintenue dans la zone positive.

Les banques centrales ont contré le recul généralisé de la demande par des baisses drastiques des taux d'intérêt, soit en recourant à l'instrument habituel de politique monétaire (voir graphique 4)[2]. De plus, elles ont mis de grandes quantités de liquidités à la disposition des marchés. Au Danemark, dans la République tchèque et dans la zone euro, les banques centrales avaient encore la possibilité d'abaisser davantage les taux d'intérêt après ces mesures, alors que les taux de référence de la Riksbank – la banque centrale suédoise – et de la BNS avaient pratiquement atteint la limite du taux zéro[3]. La marge de manœuvre traditionnelle était de ce fait épuisée.

Les cours de change nominaux, qui gagneront en importance pendant la deuxième et la troisième phases, ont enregistré des évolutions hétérogènes en Europe. Déjà pendant cette période, le franc était soumis à des pressions à la hausse (voir graphique 5), ce qui s'explique par le rôle de valeur refuge qu'il joue habituellement. Dans les périodes de grandes

---

[1] Le graphique 3 présente les indices des prix à la consommation au Danemark, dans la zone euro, en Suisse et dans la République tchèque. En ce qui concerne la Suède, il montre le CPIF, l'indice des prix à la consommation qui est pertinent pour le Riksbank et qui repose sur l'hypothèse de taux hypothécaires fixes, et ne tient donc pas compte de l'effet d'une modification de taux d'intérêt sur l'endettement des ménages ayant contracté un prêt hypothécaire. Ce graphique ainsi que les suivants se rapportent uniquement à la période allant jusqu'à fin 2015.

[2] Le graphique 4 indique, pour la Suisse, la zone médiane de la marge de fluctuation du Libor à trois mois, pour le Danemark, le *lending rate* de la banque centrale, et, pour la Suède, la République tchèque et la zone euro, le taux appliqué aux pensions de titres.

[3] En Suède, le taux de la facilité de dépôt au jour le jour est passé dans la zone négative en 2009. Cette facilité n'est toutefois presque jamais utilisée, contrairement à la facilité de dépôt intrajournalière, qui est quant à elle restée positive en 2009.

incertitudes, les monnaies considérées comme des valeurs refuges sont en effet très prisées par les investisseurs et subissent de ce fait des pressions à la hausse.

Après que la crise économique mondiale a atteint son paroxysme, les pays voisins analysés ont enregistré une reprise au cours de l'année 2009: la croissance était de retour, et les taux d'inflation recommençaient à croître. En raison de l'évolution conjoncturelle favorable et de la hausse attendue des pressions inflationnistes, la Suède, tout d'abord, puis la zone euro, et donc aussi le Danemark ont relevé leurs taux d'intérêt (voir graphique 6).

En résumé, la politique monétaire conventionnelle a contribué à amortir l'effondrement de la demande pendant cette première phase. En Suisse et en Suède, les taux d'intérêt ont toutefois rapidement dû être abaissés à un taux proche de zéro, qui était alors perçu comme la limite inférieure. La politique monétaire conventionnelle avait par conséquent déjà atteint ses limites.

Crise de l'euro et craintes concernant l'avenir de la zone euro (2011– 2014)

J'en viens à la deuxième phase, qui se caractérise par la crise de la monnaie unique et les craintes concernant l'avenir de la zone euro.

En 2011, il est apparu clairement que la reprise de l'économie mondiale avait nettement perdu de sa vigueur. Durant cette phase, la discussion portant sur le plafond de la dette publique des Etats-Unis suscitait un sentiment d'incertitude sur les marchés. En parallèle, l'activité dans la zone euro ralentissait considérablement, et le niveau élevé de la dette publique était source d'inquiétude. Au second semestre 2011, de grandes divergences sont apparues entre les rendements des emprunts d'Etat dans la zone euro (voir graphique 7).

Avant l'éclatement de la crise financière mondiale, les marchés financiers considéraient la zone euro comme un ensemble relativement homogène et ne faisaient guère de différence entre les risques-pays au sein de cette zone. Ainsi, dans la majorité des pays membres, les taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat correspondaient plus ou moins à ceux des emprunts souverains de l'Allemagne, soit le pays où les taux sont les plus bas. Durant la crise financière, les craintes concernant la stabilité de la zone euro ont entraîné un accroissement des différences entre les rendements des emprunts souverains des grands Etats membres. Non seulement les rendements de l'Italie et de l'Espagne ont augmenté, mais aussi ceux de la France. Dans ce contexte, les perspectives de croissance et d'inflation se sont de nouveau assombries dans la zone euro. Fin 2011, la BCE est donc revenue sur ses deux relèvements de taux d'intérêt, intervenus en avril et en juillet 2011.

Les incertitudes sur les marchés ont une nouvelle fois provoqué une ruée sur le franc. La monnaie helvétique s'est appréciée sur un large front (voir graphique 8). En 2007, 1 euro valait encore 1,65 franc; en août 2011, le cours entre ces deux monnaies a frôlé la parité. Le franc s'est aussi fortement apprécié par rapport au dollar des Etats-Unis, qui n'a pas joué le rôle de valeur refuge en raison de la discussion au sujet du plafond de la dette publique. Si

1 dollar valait 1,25 franc en 2007, il s'est parfois échangé à 75 centimes en automne 2011. Face aux autres monnaies importantes, le franc a également connu une revalorisation subite et massive, qui n'était pas près de cesser. Il était surévalué sur un large front, et les perspectives conjoncturelles et inflationnistes se sont par conséquent considérablement détériorées en Suisse. L'économie risquait de subir de graves dommages.

Afin de mettre un terme à ces évolutions inquiétantes, la BNS a, dans un premier temps, accru les liquidités: elle a injecté 170 milliards de francs rien qu'en août 2011, mais sans connaître de succès durable. En septembre, la BNS a introduit un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro comme mesure d'urgence temporaire (voir graphique 9). La BNS était ainsi prête à engager son bilan pour acheter des devises dans le but d'enrayer la panique. Cette politique a corrigé la fermeté extrême du franc, lequel est toutefois resté nettement surévalué. La stabilisation du cours de change entre le franc et l'euro a néanmoins permis à l'économie suisse de s'adapter à cette nouvelle situation. Les perspectives d'inflation, qui s'étaient assombries en raison de l'appréciation excessive du franc, se sont améliorées.

La crise de l'euro a eu des répercussions non seulement sur la Suisse, mais aussi sur la conjoncture et les cours de change des autres pays voisins de la zone euro, lesquels ont également assoupli leur politique monétaire. Entre fin 2011 et fin 2013, la Riksbank a progressivement abaissé les taux d'intérêt à 1%, après les avoir relevés à 2% entre 2010 et 2011 du fait de l'évolution économique robuste. Elle a ainsi pu freiner le ralentissement de la conjoncture et éviter une nouvelle appréciation de sa monnaie, ce qui aurait entraîné une baisse des anticipations d'inflation (voir graphique 10).

La Banque nationale tchèque a abaissé les taux d'intérêt à zéro fin 2012 et annoncé son intention d'intervenir au besoin sur le marché des changes. Fin 2013, elle a obtenu grâce à ses interventions une dépréciation de sa monnaie et un assouplissement des conditions monétaires (voir graphique 11). Comme la BNS, elle a eu recours à l'instrument des cours de change.

La couronne danoise, qui est explicitement arrimée à l'euro depuis le début de l'Union monétaire européenne, a elle aussi subi des pressions soudaines à la hausse. Cette évolution reflétait les craintes au sujet de l'avenir de l'euro et l'hypothèse des marchés selon laquelle le Danemark pourrait devenir membre d'une «zone euro-nord» en cas de démantèlement de la zone euro. La Banque nationale du Danemark a réagi en abaissant, fin 2011, son taux directeur au-dessous de celui de la BCE, puis en continuant à le réduire progressivement. Elle est intervenue parallèlement sur le marché des changes. Lorsque la BCE a de nouveau abaissé ses taux mi-2012, la Banque nationale du Danemark a introduit un taux d'intérêt négatif sur les dépôts afin d'assouplir sa politique monétaire au même rythme que la BCE (voir

graphique 12)[4]. Le taux d'intérêt négatif touchant l'ensemble du secteur bancaire, l'institution danoise s'est engagée en terre inconnue[5].

L'introduction d'un taux d'intérêt négatif au Danemark a montré qu'un taux modérément négatif appliqué aux dépôts peut être utilisé comme instrument de politique monétaire. Les banques centrales avaient jusqu'ici renoncé à abaisser les taux d'intérêt dans la zone négative par crainte de provoquer une ruée sur le numéraire. En effet, si des intérêts doivent être payés sur les dépôts bancaires ou sur les papiers monétaires, il peut paraître plus avantageux de stocker du numéraire dans un coffre-fort. Toutefois, cela comporte des risques considérables et, surtout pour les gros montants, des coûts de logistique, de stockage et d'assurance. Ces coûts peuvent être plus élevés que ceux induits par un taux d'intérêt modérément négatif. Aussi le Danemark n'a-t-il pas connu de ruée sur le numéraire.

Quel bilan dresser de cette deuxième phase? Après que l'instrument des taux d'intérêt a atteint ses limites, la crise de l'euro a contraint les banques centrales des pays voisins de la zone euro à prendre des mesures non conventionnelles. Ces institutions ont ainsi retrouvé une certaine marge de manœuvre, leur permettant d'influer sur les conditions monétaires. Parallèlement, elles sont entrées en terre inconnue: l'expérience pratique concernant le calibrage et l'impact des mesures non conventionnelles était en effet limitée, contrairement à celle faite avec l'instrument conventionnel des taux d'intérêt.

Les enseignements tirés de cette deuxième phase ont montré que les mesures non conventionnelles peuvent contribuer à influer sur les conditions monétaires. Les distorsions dans l'évaluation d'une monnaie peuvent notamment justifier des interventions sur le marché des changes, et ce aussi dans un contexte de changes flottants. Pour ce qui est de l'instrument des taux d'intérêt, il s'est avéré que la marge de manœuvre est plus grande qu'escomptée jusqu'ici, et que les taux d'intérêt peuvent être abaissés dans la zone négative. Contrairement à ce que l'on craignait, l'introduction d'un taux d'intérêt négatif n'a jusqu'ici pas entraîné de ruée sur le numéraire.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste dans la zone euro (à partir de mi-2014)

Nous arrivons ainsi à la troisième phase, qui est marquée par l'assouplissement quantitatif dans la zone euro.

Même si la promesse faite par la BCE en juillet 2012 d'entreprendre tout ce qui était nécessaire pour préserver l'euro avait largement apaisé les marchés, la conjoncture dans la zone euro ne s'est rétablie que lentement. Alors que la reprise économique était hésitante,

[4] Le graphique 12 indique les taux appliqués aux dépôts en Suisse, au Danemark et dans la zone euro. Pour la République tchèque, il montre le taux d'escompte et, pour la Suède, un taux inférieur de 10 points de base au taux des pensions de titres. En Suède, ce taux est mis à la disposition du système bancaire dans le cadre des opérations de réglage fin de la Riksbank.

[5] En Suisse, le Conseil fédéral avait introduit un taux d'intérêt négatif dans les années 1970 sur les comptes détenus par les étrangers. Pour plus de précisions, voir Bernholz, Peter «De 1945 à 1982: de l'application de mesures administratives contre l'afflux de devises à la gestion de la masse monétaire sous le régime des changes flottants», dans BNS (2007), *Banque nationale suisse 1907 – 2007*.

l'inflation dans la zone euro est tombée en dessous de 2% à partir de début 2013, et n'a ensuite cessé de diminuer. Début 2015, elle est passée dans la zone négative, suscitant des inquiétudes quant à l'ancrage des anticipations d'inflation (voir graphique 13).

En juin 2014, la BCE a abaissé le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 0,15%, et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, dans la zone négative. Aujourd'hui, le taux des opérations principales de refinancement s'inscrit à 0,05%, et le taux de la facilité de dépôt, à −0,3%. En abaissant les taux d'intérêt dans la zone négative, la BCE a suivi l'exemple de la Banque nationale du Danemark, qui avait déjà introduit des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts en 2012. Mais tandis qu'au Danemark les baisses de taux visaient à réduire l'afflux de capitaux, l'objectif principal de la BCE était d'accroître l'inflation en stimulant l'octroi de crédits[6].

A compter de mi-2014, la BCE a indiqué de plus en plus clairement qu'elle entendait assouplir fortement sa politique monétaire. Dans le même temps, des signes toujours plus nombreux laissaient présager que la Réserve fédérale allait mettre un terme à sa politique de taux zéro. Dans ce contexte, l'euro a commencé à se déprécier sensiblement par rapport au dollar des Etats-Unis, mais aussi vis-à-vis de la livre sterling. Entre mi-2014 et début 2015, l'euro a perdu près de 15% face à la livre sterling, et plus de 20% face au dollar des Etats-Unis (voir graphique 14). Une phase de faiblesse généralisée de la monnaie unique s'amorçait.

Le 22 janvier 2015, la BCE a finalement annoncé un programme d'assouplissement quantitatif. Celui-ci a largement dépassé les attentes des marchés, tant en termes de durée qu'au niveau des volumes visés et de la diversité des titres à acheter. L'euro a ensuite de nouveau cédé du terrain par rapport au dollar et à la livre sterling.

L'assouplissement par la BCE de sa politique monétaire a eu des effets à la fois positifs et négatifs sur les pays voisins de la zone euro. D'une part, les mesures promettaient de soutenir la reprise conjoncturelle dans la zone euro, ce qui présentait des avantages pour les pays voisins grâce aux interconnexions de l'économie réelle. D'autre part, cet assouplissement a entraîné des pressions à la hausse sur les monnaies des pays voisins de la zone euro – comme cela s'était déjà produit avec le dollar des Etats-Unis et la livre sterling.

La situation de la Suisse en matière de politique monétaire s'en est trouvée radicalement changée. Permettez-moi d'expliquer cette situation à l'aide des écarts entre les taux d'intérêt de l'argent au jour le jour (voir graphique 15)[7]. Les taux de l'argent au jour le jour constituent en effet le meilleur moyen de comparer le degré de rigueur de la politique monétaire: lorsque les taux d'intérêt sont positifs, ils reflètent l'évolution des taux des opérations principales de refinancement, et lorsqu'ils sont négatifs, ils s'alignent sur les taux d'intérêt appliqués aux dépôts auprès des banques centrales. Au cours de la phase qui a précédé la crise, il n'y avait

[6] Pour y parvenir, la BCE a pris une série de mesures supplémentaires, dont les «opérations de refinancement à plus long terme ciblées».

[7] Le graphique 15 représente les taux interbancaires offerts pour la Suisse, la Suède et la République tchèque ainsi que les taux interbancaires résultant de transactions effectives pour le Danemark et la zone euro.

pratiquement aucun écart entre les taux d'intérêt du Danemark, de la Suède et de la République tchèque d'une part, et ceux de la zone euro d'autre part.

Les taux d'intérêt suisses ont quant à eux été nettement inférieurs à ceux de la zone euro dans une perspective historique. Cet écart de taux reflète le statut de valeur refuge du franc. En échange de la sécurité plus élevée offerte par les placements en francs, les investisseurs sont prêts à accepter des taux d'intérêt plus bas qu'à l'étranger. Durant la crise, l'écart de taux n'a cessé de diminuer parce que la BNS a rapidement atteint la limite du taux zéro et que la BCE a ensuite continué à assouplir sa politique monétaire. Lorsque la BNS a introduit le cours plancher en septembre 2011, l'écart de taux était déjà inférieur à celui d'avant la crise. Il restait néanmoins substantiel.

L'assouplissement par la BCE de sa politique monétaire à partir de mi-2014 a eu un effet bien plus important sur la Suisse que sur les autres pays voisins de la zone euro puisqu'il a entraîné la disparition complète de l'écart de taux. Fin 2014, celui-ci était devenu pratiquement nul (voir graphique 16)[8]. Pour les autres pays, l'écart de taux par rapport à la zone euro se situait encore dans la zone habituelle à cette même période. Cela s'explique bien entendu par le fait qu'au début de la crise, le niveau des taux d'intérêt de ces pays était comparable à celui de la zone euro et que leurs banques centrales disposaient donc de la même marge de manœuvre que la BCE pour abaisser leurs taux d'intérêt. Etant donné que l'écart de taux n'avait guère changé et que les monnaies de ces pays n'étaient pas très recherchées, car elles sont considérées comme moins aptes que le franc à jouer un rôle de valeur refuge, elles ont été nettement moins soumises que la monnaie helvétique à une pression à la hausse par rapport à l'euro.

La Suisse a également souffert du fait que le franc s'est déprécié, comme l'euro, par rapport au dollar des Etats-Unis et à la livre sterling en raison du cours plancher. Cette évolution a ainsi relativisé la surévaluation du franc sur un large front, qui avait conduit à l'introduction du cours plancher. Ces deux facteurs – la disparition de l'écart de taux et la réduction de la surévaluation – ont en définitive rapidement accru la pression exercée sur le cours plancher.

Début 2015, il est apparu clairement que le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro n'était plus une mesure de politique monétaire viable sur la durée et que son maintien ne serait plus possible sans des achats de devises toujours plus élevés. Si la BNS avait fermé les yeux sur cette nouvelle réalité et essayé de maintenir le cours plancher, les interventions toujours plus nombreuses lui auraient fait perdre le contrôle de son bilan et, partant, des conditions monétaires à long terme en Suisse. Reporter cette décision n'aurait pas été bénéfique à l'économie. Le cours plancher avait été introduit pour lutter contre une fermeté générale et extrême du franc. Dans cette nouvelle phase de faiblesse globale de l'euro, cet instrument n'était plus approprié. Les conditions qui prévalaient au moment de son introduction en 2011 avaient fondamentalement changé.

[8] Le tableau présente les valeurs du mois de novembre 2014, car la BNS a annoncé en décembre l'application, à partir de janvier 2015, d'un taux d'intérêt de –0,25% sur les avoirs en compte de virement, une annonce qui a immédiatement déployé ses effets sur les taux du marché.

Aussi la Banque nationale suisse a-t-elle décidé, le 15 janvier 2015, de supprimer le cours plancher et de prélever un taux d'intérêt de −0,75% sur les avoirs en comptes de virement détenus auprès de la BNS par les banques. L'introduction de ce taux d'intérêt négatif a permis de rétablir, du moins en partie, l'écart entre les taux d'intérêt de la zone euro et ceux de la Suisse. La BNS a annoncé en parallèle sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Par ces deux mesures, la BNS entendait – et entend toujours – réduire la pression exercée sur le franc. Aussitôt après la suppression du cours plancher, le franc s'est vivement apprécié face à l'euro, avant de faiblir quelque peu par la suite. Le franc a ainsi rattrapé l'appréciation que le dollar des Etats-Unis et la livre sterling avaient déjà enregistrée face à l'euro. En raison des relations commerciales étroites entre la Suisse et la zone euro, cette revalorisation place l'économie helvétique devant des défis majeurs.

Les autres pays voisins de la zone euro ont réagi de différentes façons aux mesures de politique monétaire de la BCE. Le Danemark a abaissé le taux d'intérêt appliqué aux dépôts à −0,75% en janvier 2015 et est intervenu sur le marché des changes[9]. La Suède a introduit un taux d'intérêt négatif en février 2015; le taux pertinent appliqué aux dépôts s'inscrit actuellement à −0,6%. De plus, la Riksbank a débuté un programme d'assouplissement quantitatif et annoncé qu'elle interviendrait au besoin sur le marché des changes. La Banque nationale tchèque a réagi par de nouvelles interventions sur le marché des changes, mais a renoncé aux taux négatifs.

La suppression du cours plancher a permis à la BNS de retrouver une certaine marge d'action. La nouvelle orientation de la politique monétaire commence à porter ses fruits. Depuis la suppression du cours plancher, les marchés financiers ont traversé des phases de fortes incertitudes, liées non seulement à la Grèce mais aussi à la Chine et à d'autres économies émergentes. En temps normal, cela aurait entraîné une appréciation du franc. Mais en réalité, la monnaie helvétique s'est même légèrement affaiblie au cours des douze derniers mois. Elle reste néanmoins nettement surévaluée par rapport à l'euro.

Ces considérations m'amènent à tirer les conclusions suivantes pour cette troisième phase. Les mesures de politique monétaire non conventionnelles sont aujourd'hui usuelles en Europe et ont permis aux banques centrales de retrouver une certaine marge de manœuvre. La Riksbank et la BCE appliquent des programmes d'assouplissement quantitatif. Les banques centrales du Danemark, de la Suède, de la République tchèque et de la Suisse sont prêtes à intervenir au besoin sur le marché des changes. Et enfin, la Banque nationale du Danemark, la BCE, la Riksbank et la BNS ont introduit des taux d'intérêt négatifs[10].

Quel effet les taux d'intérêt négatifs ont-ils eu sur la politique monétaire? Comme on pouvait l'espérer, ils ont contribué à réduire la pression à la hausse sur les monnaies des pays voisins de la zone euro. Cependant, ils n'ont pas entraîné d'amélioration significative des conditions

[9] En janvier 2016, la situation s'est suffisamment détendue pour permettre à la Banque nationale du Danemark de relever les taux à −0,65%.

[10] La Banque du Japon est la première banque centrale non européenne à prélever un taux d'intérêt négatif; elle l'a introduit fin janvier 2016.

de financement des entreprises – comme dans le cas d'une baisse de taux conventionnelle –, et certains taux hypothécaires ont même enregistré une hausse.

Les instruments de politique monétaire non conventionnels doivent être continuellement évalués sous l'angle de leur rapport entre les coûts et l'utilité. Ainsi, si un instrument n'obtient plus l'effet escompté parce que l'environnement a changé, la politique monétaire doit être adaptée en conséquence. Dans ce contexte, il importe de ne pas limiter l'analyse aux coûts et à l'utilité à court terme, mais de l'étendre également aux implications à long terme.

Dans l'ensemble, les pays voisins de la zone euro ont jusqu'ici plutôt bien résisté aux années de crise en menant une politique monétaire autonome (voir graphique 17). En Suisse comme en Suède, le PIB dépasse d'environ 12% son niveau d'avant la crise, soit de début 2007, et dans la République tchèque, de plus de 9%. Ainsi, malgré toutes les difficultés, il apparaît avantageux pour une banque centrale d'avoir la possibilité de réagir aux conditions prévalant dans son pays au moyen d'une politique monétaire indépendante.

Néanmoins, dans les pays voisins de la zone euro, l'inflation est inférieure au niveau visé. Cela vaut toutefois aussi dans les pays membres de celle-ci. En Suisse – où le renchérissement a été plus faible que dans ces pays dans une perspective historique –, l'inflation est actuellement même négative. A court terme, cette évolution fait partie intégrante du processus d'ajustement, un renchérissement négatif contribuant en effet à réduire la surévaluation du franc en termes réels.

Conclusion

Permettez-moi à présent de placer mes observations sur la politique monétaire dans un contexte plus vaste et de formuler trois messages clés.

Il va sans dire que la décision de mener une politique monétaire autonome n'est pas de nature purement économique. Les banques centrales agissent dans le cadre prescrit par le législateur et, en définitive, par le peuple. La culture et l'histoire jouent un rôle essentiel dans le choix du régime monétaire d'un pays.

J'en arrive maintenant aux trois messages clés que je viens d'évoquer.

Premièrement, même une petite économie ouverte voisine d'un grand espace monétaire est en mesure de mener une politique monétaire indépendante. Une telle politique permet en effet à une banque centrale de réagir aux perturbations spécifiques au pays et d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Ainsi, après l'éclatement de la crise financière, les banques centrales européennes n'ont pas toutes abaissé leurs taux d'intérêt au même moment et avec la même intensité pour amortir la chute de la demande. Des mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles ont contribué à absorber les chocs de la crise de l'euro et, à partir de mi-2014, le vaste assouplissement de la politique monétaire de la BCE.

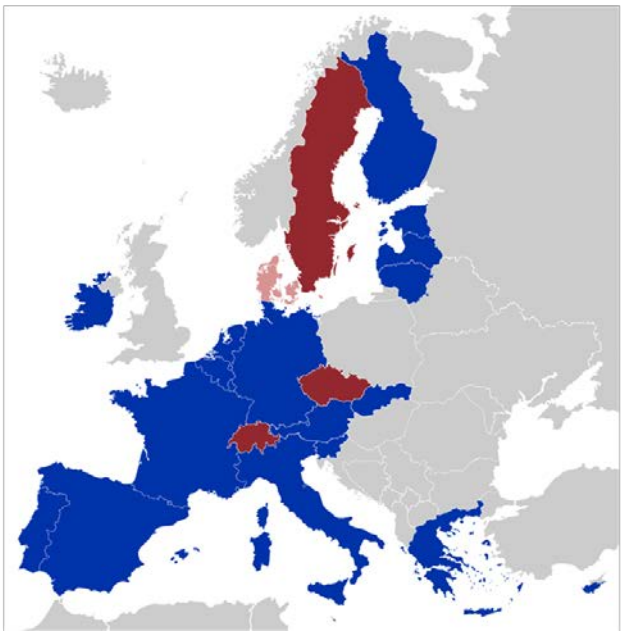
Deuxièmement, lorsque sévissent des crises de grande ampleur, la marge de manœuvre monétaire habituelle peut être rapidement épuisée, ce qui rend nécessaire l'adoption de

mesures non conventionnelles. Cela vaut tant pour les petites que pour les grandes zones monétaires. Dans les petits espaces monétaires, une volatilité accrue des cours de change peut de surcroît poser de grands défis à la politique monétaire. C'est pourquoi les pays voisins de la zone euro ont actuellement recours, comme la zone euro, à des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts et à des programmes d'assouplissement quantitatif pour influer sur les conditions monétaires. De plus, les banques centrales du Danemark, de la Suède, de la République tchèque et de la Suisse sont prêtes à intervenir au besoin sur le marché des changes. Cet éventail de mesures non conventionnelles a élargi les options de politique monétaire des banques centrales.

Troisièmement, malgré cette extension du catalogue de mesures, les options de politique monétaire ne sont pas illimitées. Tout d'abord, l'effet des mesures de politique monétaire peut s'affaiblir si celles-ci sont largement utilisées sur une longue période. Ce constat s'applique en particulier lorsqu'il est nécessaire de procéder à des ajustements dans la politique économique pour résoudre des problèmes structurels. En effet, la politique monétaire ne peut aucunement remplacer ces ajustements. Ensuite, l'utilité des mesures de politique monétaire non conventionnelles risque de se heurter aux coûts de ces dernières. Ces coûts doivent être évalués en permanence, et la politique doit être adaptée dès lors que les coûts à long terme dépassent l'utilité à court terme. Finalement, la politique monétaire n'est pas en mesure d'amortir complètement l'ensemble des développements négatifs de l'économie mondiale ou des marchés financiers internationaux, notamment dans les petites économies ouvertes. C'est pourquoi des conditions favorables à l'économie et une grande capacité d'adaptation des entreprises sont aussi des facteurs déterminants pour qu'un pays puisse résister aux perturbations et surmonter les crises.

Graphique 1

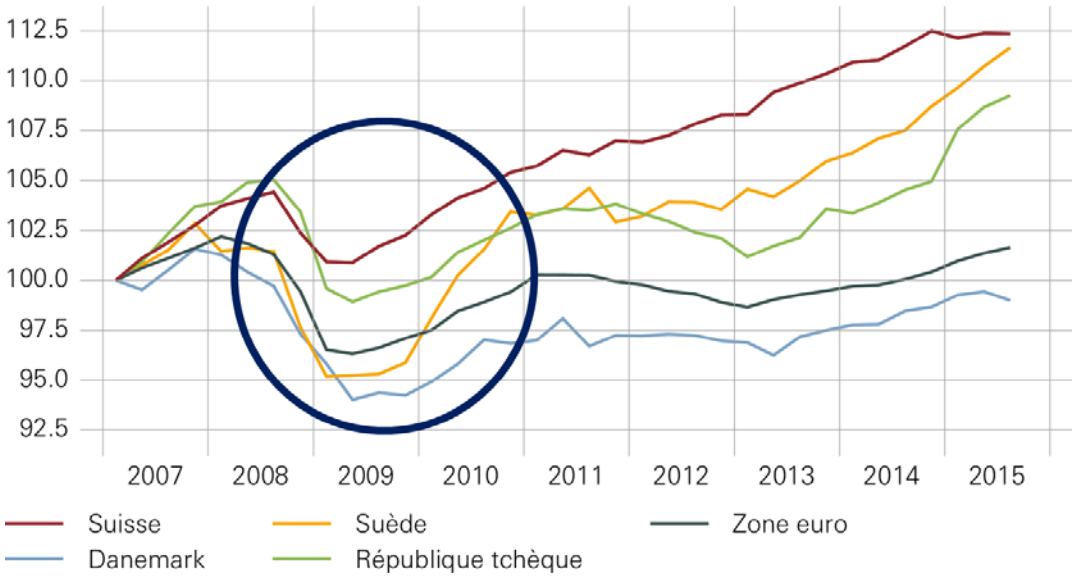
LA ZONE EURO ET LES PAYS VOISINS CONSIDÉRÉS



Graphique 2

PIB EN TERMES RÉELS

Indice: T1 2007 = 100

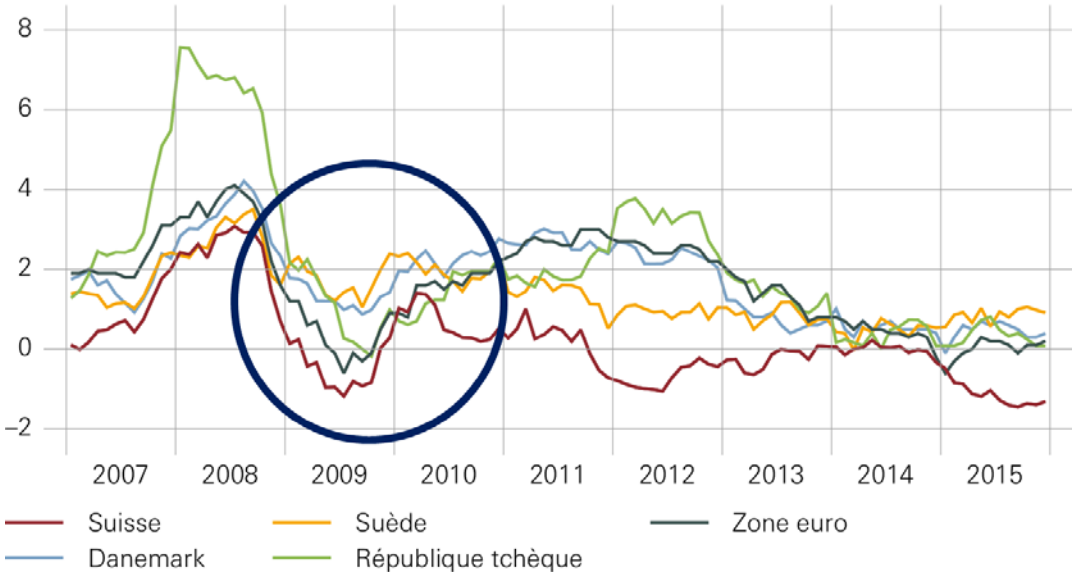


Sources: BNS et Datastream.

Graphique 3

INFLATION

En %

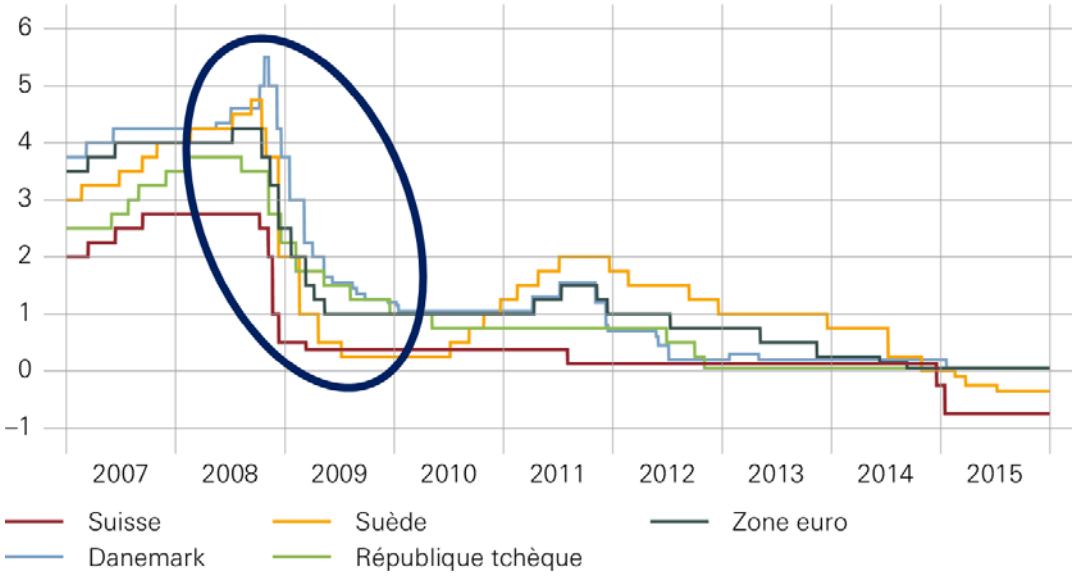


Sources: BNS, OCDE, Riksbank, Statistics Denmark et Statistics Sweden.

Graphique 4

TAUX DIRECTEURS

En %

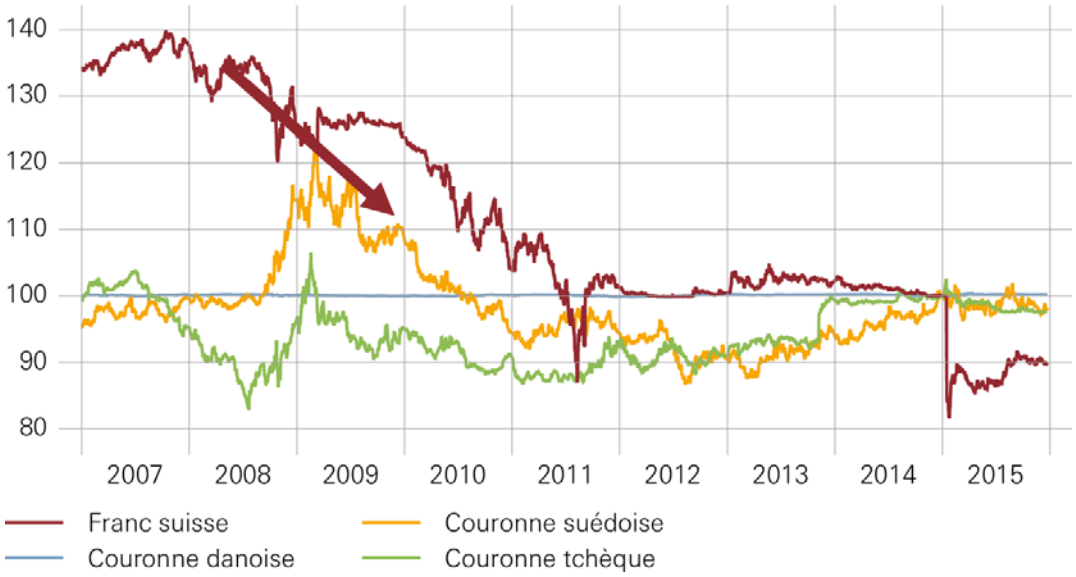


Sources: Banque nationale du Danemark, BCE, BNS, CNB et Riksbank.

Graphique 5

COURS DE CHANGE NOMINAL PAR RAPPORT À L'EURO

Indice: 02.01.2015 = 100

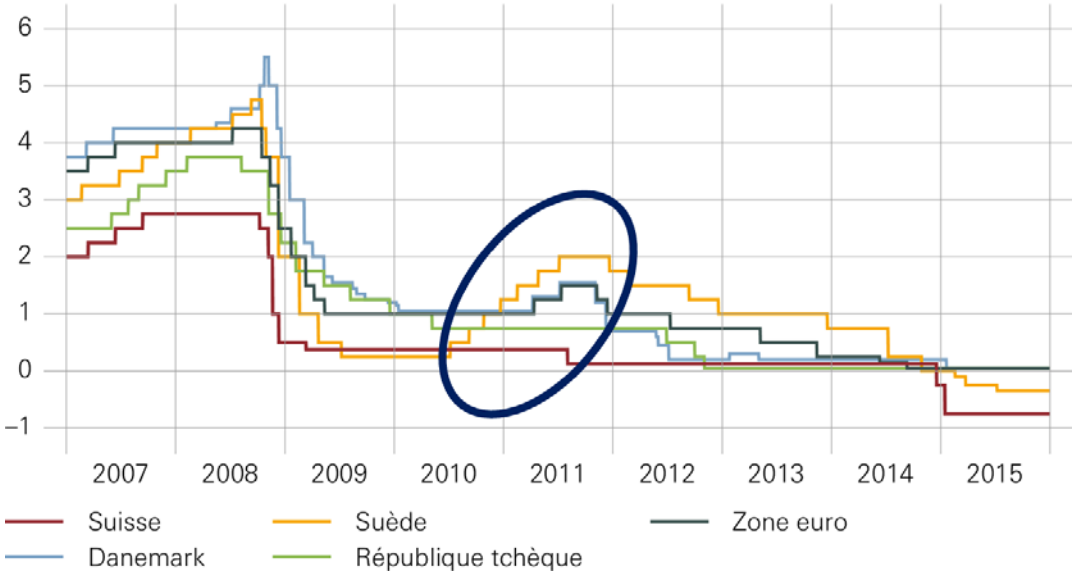


Sources: BNS et Eurostat.

Graphique 6

TAUX DIRECTEURS

En %



Sources: Banque nationale du Danemark, BCE, BNS, CNB et Riksbank.

Graphique 7

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS

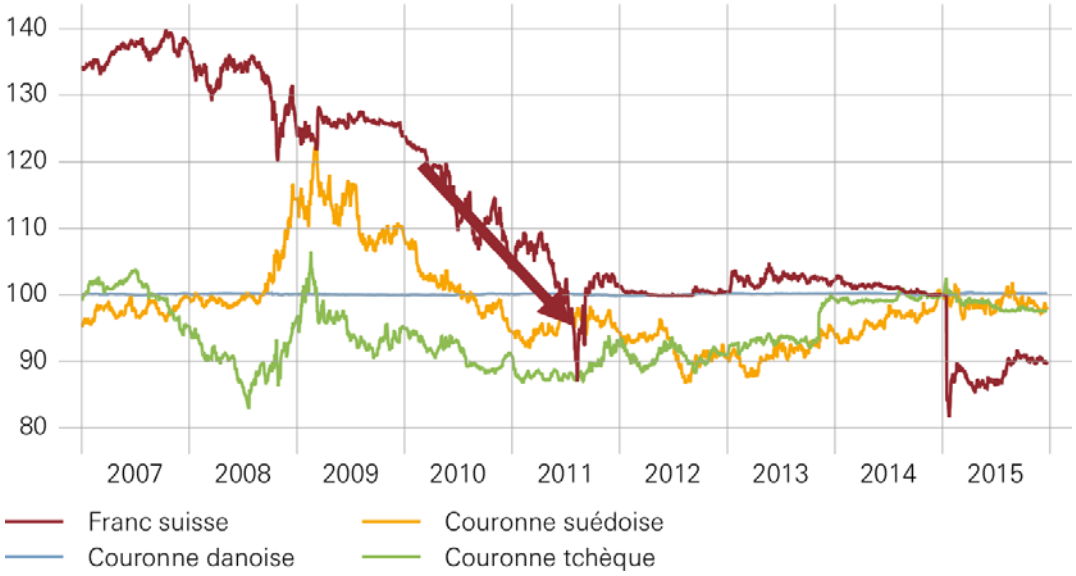
Augmentation des rendements par rapport à l'Allemagne, en points de base

Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 8

COURS DE CHANGE NOMINAL PAR RAPPORT À L'EURO

Indice: 02.01.2015 = 100

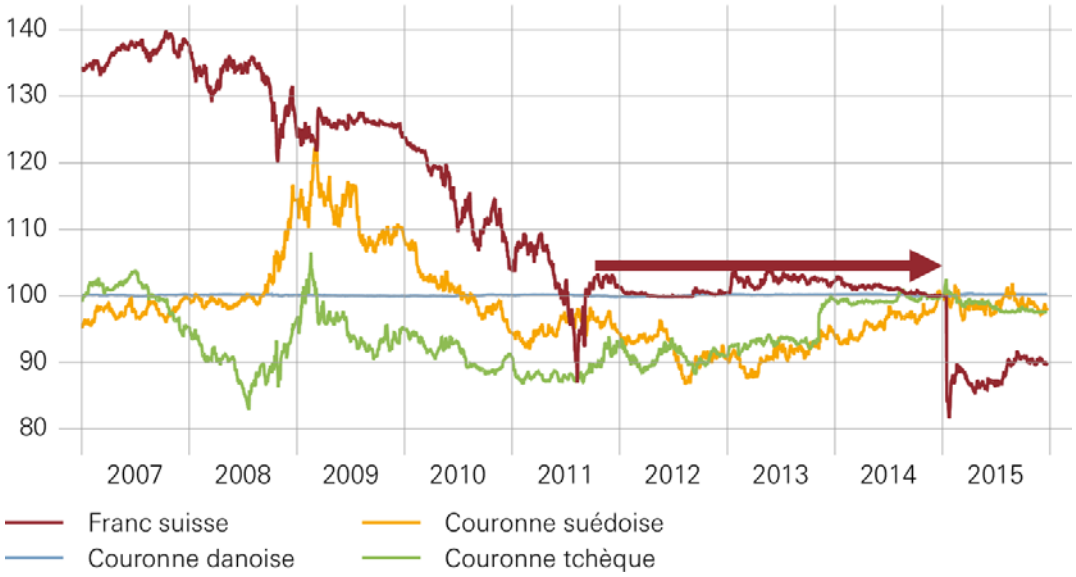


Source: BNS et Eurostat.

Graphique 9

COURS DE CHANGE NOMINAL PAR RAPPORT À L'EURO

Indice: 02.01.2015 = 100

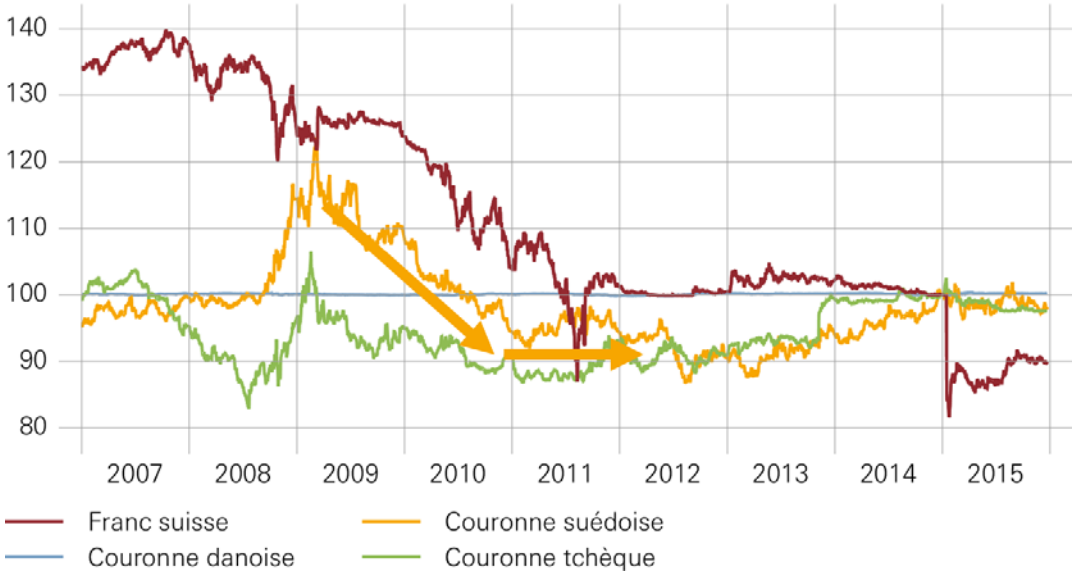


Sources: BNS et Eurostat.

Graphique 10

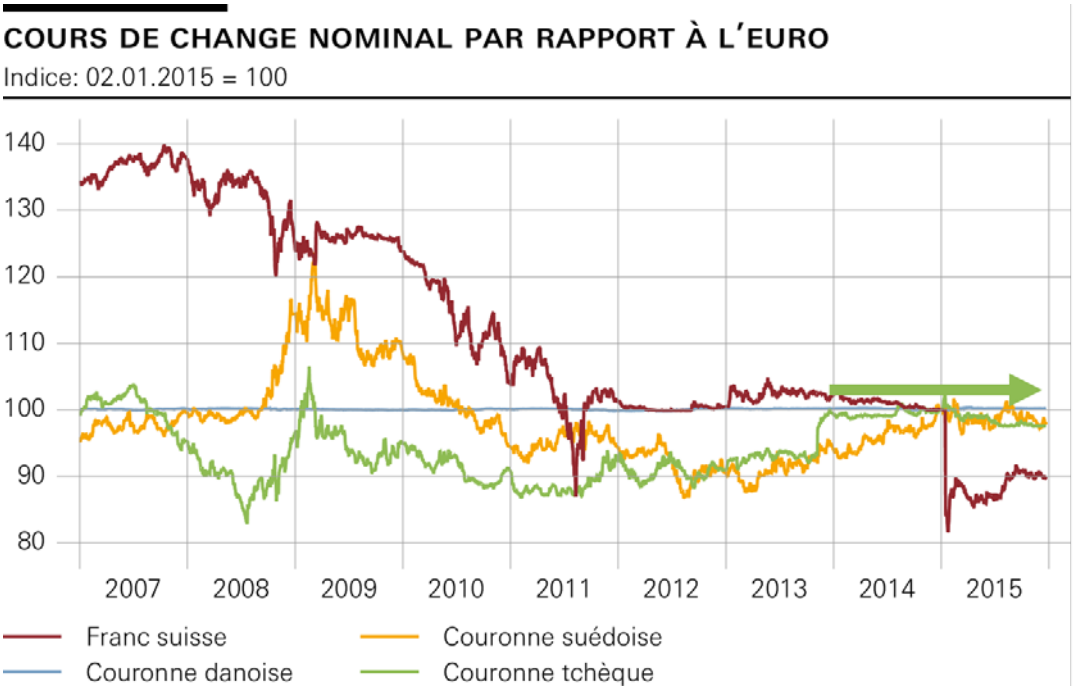
COURS DE CHANGE NOMINAL PAR RAPPORT À L'EURO

Indice: 02.01.2015 = 100



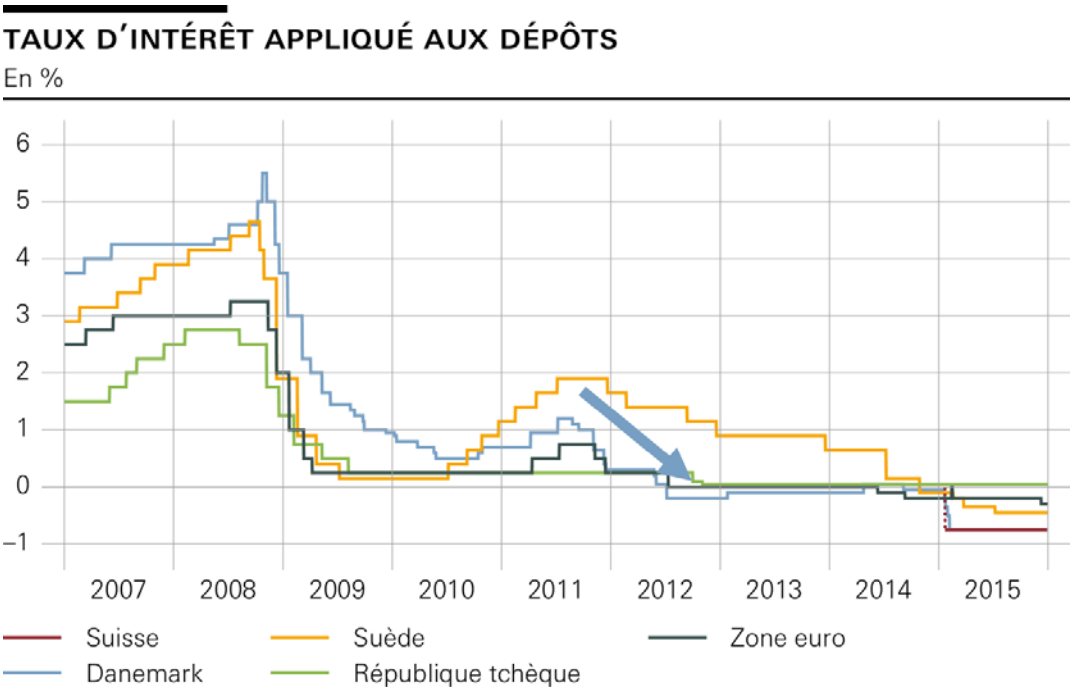
Sources: BNS et Eurostat.

Graphique 11



Sources: BNS et Eurostat.

Graphique 12

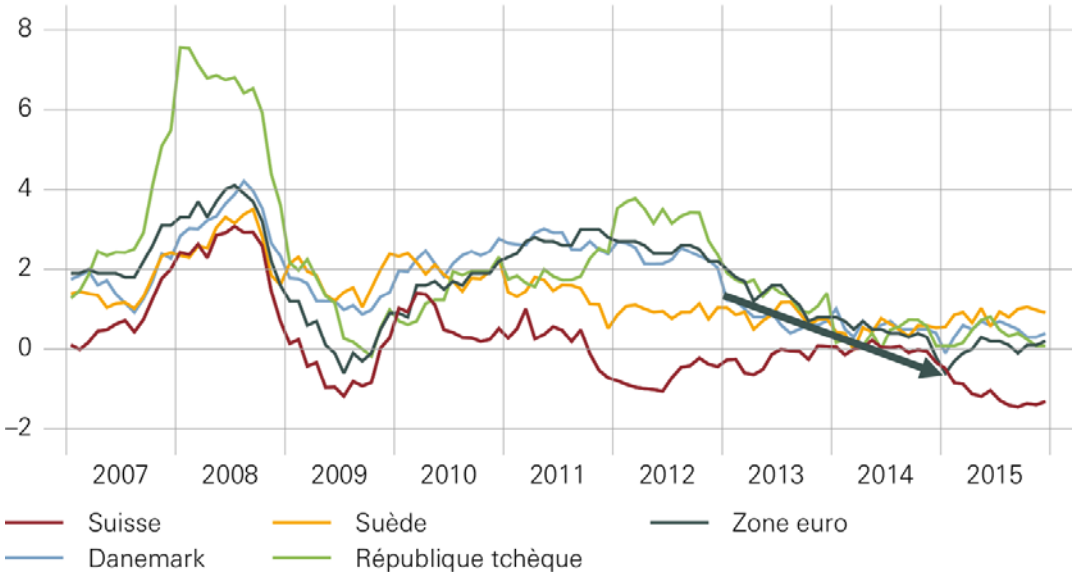


Sources: Banque nationale du Danemark, BCE, BNS, CNB et Riksbank.

Graphique 13

INFLATION

En %

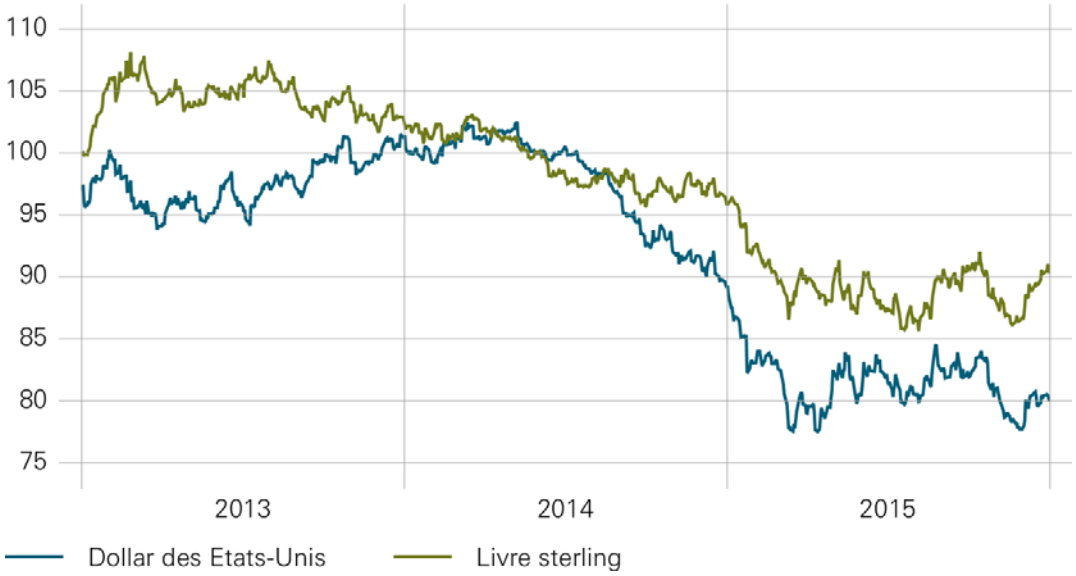


Sources: BNS, OCDE, Riksbank, Statistics Denmark et Statistics Sweden.

Graphique 14

COURS DE CHANGE NOMINAL

En euro; indice: 02.06.2014 = 100

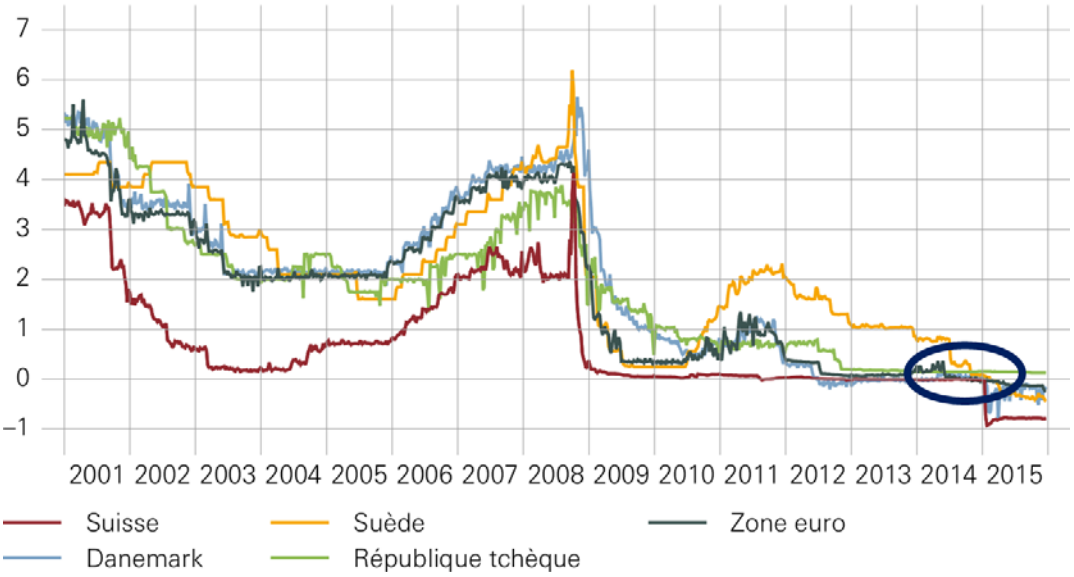


Sources: BNS et BRI.

Graphique 15

TAUX D'INTÉRÊT DE L'ARGENT AU JOUR LE JOUR NON GAGÉ

En %



Sources: Banque centrale du Danemark, Bloomberg, BNS et Riksbank.

Graphique 16

ÉCART DE TAUX PAR RAPPORT À LA ZONE EURO

Argent au jour le jour non gagé, différence en points

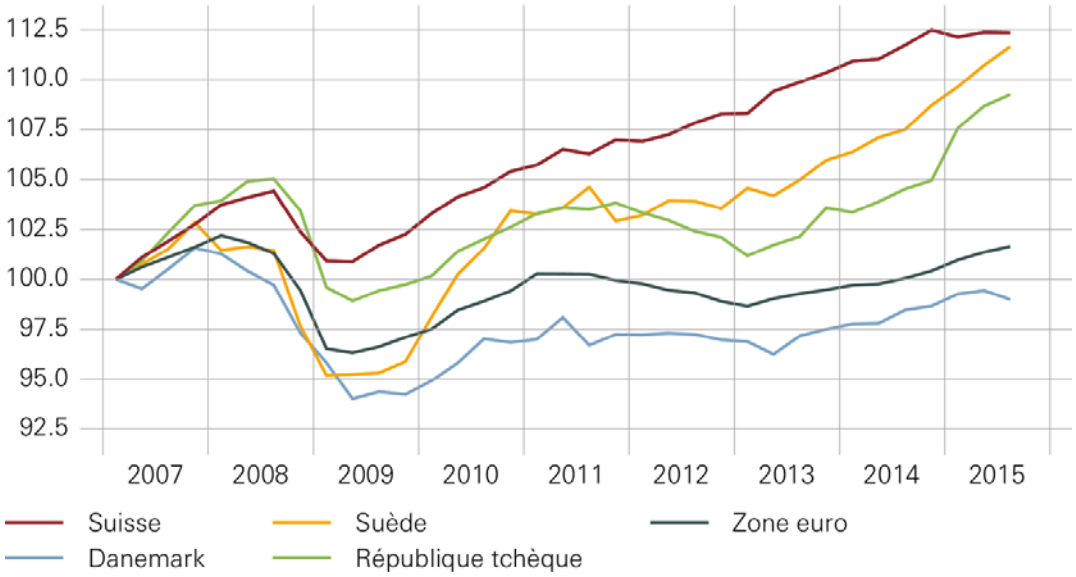
	Ø 2001-2007	Ø Sept. 2011	Ø Nov. 2014	Ø Janv. 2016
Danemark	0,16	0,05	0,06	0,00
Suède	0,10	1,20	0,10	-0,14
République tchèque	-0,14	-0,29	0,16	0,36
Suisse	-1,68	-1,03	0,00	-0,53

Sources: Banque nationale du Danemark, Bloomberg, BNS et Riksbank.

Graphique 17

PIB EN TERMES RÉELS

Indice: T1 2007 = 100



Sources: BNS et Datastream.