

---

# La réponse du franc aux variations du taux d'intérêt officiel de la BNS

Fabian Fink, Lukas Frei, Christian Grisse, Thomas Maag, Tanja Zehnder <sup>1</sup>

## Résumé

Comment le franc réagit-il aux variations du taux d'intérêt officiel de la BNS? La théorie laisse supposer qu'un abaissement du taux officiel d'une banque centrale affaiblit le cours de change de sa monnaie. Toutefois, il n'est pas toujours possible d'observer cet effet en étudiant simplement les variations des taux d'intérêt et des cours de change. En effet, ces deux variables ne dépendent pas seulement de la politique monétaire, mais aussi d'autres facteurs, tels que les flux de capitaux vers le franc dû au fait que celui-ci est perçu comme une valeur refuge. C'est pourquoi isoler l'effet de la politique monétaire sur le cours de change requiert une analyse minutieuse. Cet article présente le mécanisme par lequel un abaissement du taux officiel d'une banque centrale entraîne une dépréciation de sa monnaie. Il passe en revue les analyses empiriques et résume les résultats de deux études récentes de chercheurs de la BNS, lesquelles concluent que le franc se déprécie effectivement après un abaissement du taux directeur de la BNS. Tant la théorie que les données empiriques confirment donc que l'introduction d'un taux négatif par la BNS a affaibli le franc. Inversement, un relèvement du taux directeur de la BNS dans l'environnement actuel entraînerait une appréciation du franc.

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient Andreas Fuster, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Thomas Nitschka, Jonas Stulz et Mathias Zurlinden pour leurs commentaires pertinents.

## 1. INTRODUCTION

Le cours de change est important pour l'économie et l'inflation en Suisse. Il joue donc un rôle important pour la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS), dont le mandat est d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour une petite économie ouverte comme celle de la Suisse, le commerce extérieur est essentiel<sup>1</sup>. Les variations de cours de change se répercutent sur la compétitivité des biens et services suisses sur les marchés internationaux. Si le franc recule, les exportations suisses gagnent en compétitivité, ce qui favorise l'essor de l'activité non seulement dans les entreprises exportatrices, mais également dans toute l'économie. A son tour, une économie en pleine expansion exerce une poussée inflationniste. De plus, du fait qu'un nombre important de biens et de services consommés en Suisse sont importés, et comme la dépréciation du franc entraîne une augmentation de leur prix, il en résulte une accélération de l'inflation en Suisse<sup>2</sup>.

Les décisions de politique monétaire de la BNS ont une influence sur le cours de change. La BNS a régulièrement souligné l'influence de la politique monétaire sur le cours de change à l'occasion de ses examens de la situation économique et monétaire. Ainsi, lors de son examen trimestriel de décembre 2019, elle indiquait que le taux d'intérêt négatif «[contre] l'attrait des placements en francs et [réduit] de la sorte les pressions à la hausse sur la monnaie suisse». Lorsque les taux suisses diminuent, les agents économiques déplacent leurs capitaux vers d'autres monnaies, ce qui fait reculer le cours du franc.

Cet article présente l'effet de la politique monétaire sur les cours de change et les données empiriques qui confirment ce que la théorie laisse penser, à savoir que le franc s'affaiblit lorsque la BNS abaisse son taux directeur.

## 2. THÉORIE

Deux principes économiques essentiels expliquent la nature du lien entre le taux directeur de la banque centrale et le cours de change: la parité de pouvoir d'achat (PPA) et la parité des taux d'intérêt<sup>3</sup>. Pour expliquer la réaction du cours de change à un abaissement du taux directeur, le plus simple est de partir des effets à long terme de cet abaissement, puis de discuter de l'ajustement du cours de change vers son nouvel équilibre de long terme.

1 Ainsi, en 2018, le commerce extérieur (soit le volume total des exportations et des importations) correspondait à 120% du produit intérieur brut (PIB).

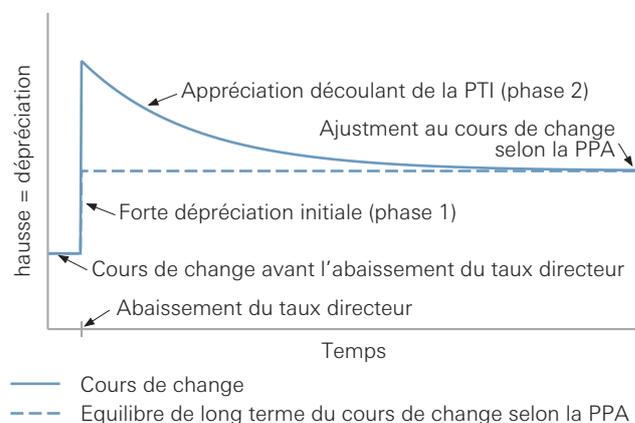
2 Pour ce qui concerne l'effet des cours de change sur l'économie suisse, voir par exemple Baurle et Steiner (2015). Stulz (2007) et Bonadio et al. (2018) présentent des preuves empiriques de la transmission des variations du cours de change aux prix en Suisse.

3 Le mécanisme présenté ici est développé en détail dans de nombreux manuels d'économie; voir par exemple Krugman et al. (2018), chapitres 14 à 16.

La PPA détermine le cours de change sur le long terme. Selon le principe de la PPA, une quantité déterminée de monnaie doit permettre d'acquérir la même quantité de biens en Suisse et à l'étranger. Autrement dit, le prix des biens suisses et celui des biens étrangers doivent être égaux lorsqu'ils sont convertis dans la même monnaie<sup>4</sup>. Si la BNS abaisse son taux directeur, cet assouplissement de la politique monétaire favorise l'activité économique en Suisse, ce qui conduit à terme à une augmentation des prix. Si les prix demeurent inchangés hors de Suisse, le principe de la PPA requiert que le franc se déprécie sur le long terme (voir ligne pointillée dans le graphique 1). Autrement dit, une unité de monnaie étrangère correspondra alors à davantage de francs, ce qui permettra de payer les prix suisses plus élevés.

Graphique 1

### REPRÉSENTATION SIMPLIFIÉE DE LA RÉACTION DU COURS DE CHANGE À UN ABAISSEMENT DU TAUX DIRECTEUR, SELON LA THÉORIE



Source: BNS.

La parité des taux d'intérêt (PTI), quant à elle, permet de comprendre comment le cours de change s'ajuste à court terme à l'évolution du taux directeur. Elle signifie que les placements en francs et en devises devraient avoir le même rendement attendu, de sorte que les agents économiques soient indifféremment disposés à les détenir<sup>5</sup>. Calculé en monnaie étrangère, le rendement attendu d'un placement en

4 Il s'agit là de la définition de la PPA «absolue» donnée par la littérature. Dans la pratique, la PPA absolue ne se vérifie pas toujours, par exemple du fait que le coût des transactions peut dissuader les agents économiques de tirer pleinement profit des différences de prix existantes. La théorie de la PPA «relative» stipule que le prix de biens dans un pays en termes de biens étrangers – soit le cours de change réel – doit être stable (et non pas égal à un, comme le prévoit la théorie de la PPA absolue). Souvent, la PPA relative ne se vérifie pas à court terme, bien qu'elle semble être confirmée par les données de long terme (voir par exemple Rogoff [1996]). Toutefois, il n'est besoin ni de la PPA absolue ni de la PPA relative pour conclure que l'abaissement du taux directeur fait reculer le cours de change nominal à long terme. La condition moins contraignante selon laquelle les variables nominales (telles que le taux directeur de la BNS) n'ont pas d'incidence sur les variables réelles (telles que le cours de change du franc en termes réels) à long terme est suffisante. Un assouplissement de la politique monétaire entraîne en effet une accélération de l'inflation et un recul du cours de change nominal, lequel compense le différentiel d'inflation face aux autres pays sans avoir toutefois d'incidence sur le cours de change réel à long terme.

5 On parle alors de parité des taux d'intérêt «non couverte» (PTINC), par opposition à la parité des taux d'intérêt «couverte», laquelle ne comporte pas de risque de change. Dans la pratique, on peut observer des écarts par rapport à la PTINC. Ce point fait l'objet d'une vaste littérature empirique (voir Engel [2014]). Toutefois, ces écarts ne signifient pas qu'un abaissement du taux directeur n'affaiblit pas le cours de change.

francs est égal au taux d'intérêt suisse majoré de l'anticipation de l'appréciation du franc, et le rendement des placements dans cette monnaie étrangère est égal au taux d'intérêt de celle-ci. Afin d'illustrer le fonctionnement de la parité des taux d'intérêt, supposons que les taux directeurs en Suisse et à l'étranger soient initialement égaux, et que les agents économiques anticipent un franc stable, comme le veut la PTI. Après que la BNS a abaissé son taux directeur, les taux suisses sont inférieurs aux taux à l'étranger; les agents économiques doivent donc s'attendre à ce que le franc s'apprécie pour compenser la baisse des taux suisses sur leurs placements en francs.

En vertu de l'application concomitante de la PPA et de la PTI, le franc se déprécie immédiatement et de façon marquée après l'abaissement du taux directeur par la BNS (phase 1). Un tel mouvement est nécessaire pour qu'une appréciation puisse se produire lors de la phase 2 et que le cours de change à long terme s'établisse néanmoins à un niveau plus faible qu'avant l'abaissement. Ce phénomène est appelé *overshooting* (voir graphique 1).

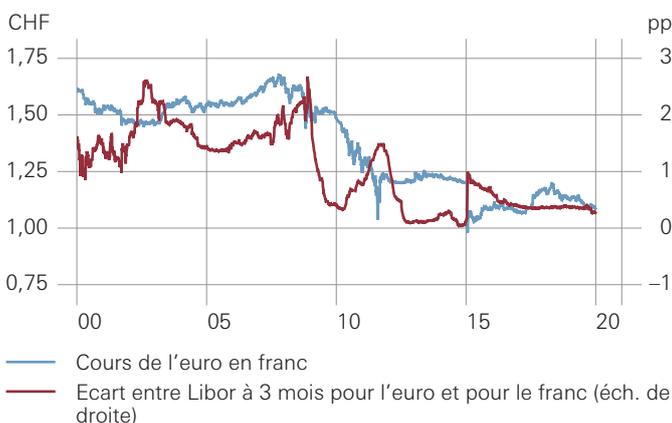
La théorie amène donc à penser que lorsque la BNS abaisse son taux directeur, le franc recule fortement, puis demeure plus faible à long terme. D'autres considérations théoriques sont également importantes. Premièrement, les effets décrits ici ne dépendent pas du niveau des taux d'intérêt. Un abaissement des taux suisses entraîne un recul du franc de même ampleur si les taux passent en dessous de zéro que s'ils demeurent positifs. C'est pourquoi les incidences des variations des taux d'intérêt sur le cours de change avant la crise financière, alors que les taux suisses étaient bien supérieurs à zéro, sont riches d'enseignements pour évaluer ce qui se produit lorsque les taux sont en zone négative.

Deuxièmement, les effets sur le cours de change des variations de taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger sont symétriques. Si une autre banque centrale relève son taux

Graphique 2

### COURS DE L'EURO EN FRANC ET ÉCART ENTRE LIBOR À 3 MOIS EUR ET CHF

Données journalières



Source: BNS et ICE benchmark administration.

directeur, la valeur du franc dans la monnaie concernée affichera un recul de la même ampleur que si la BNS abaisse son taux directeur. En revanche, si la BNS et une autre banque centrale abaissent leur taux simultanément et dans la même proportion, le cours de change devrait demeurer stable. Ce qui est déterminant pour la valeur du franc, c'est l'écart observable entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger. Ainsi, depuis le début de la crise financière, la BNS a abaissé à plusieurs reprises son taux de référence, mais la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur encore plus fortement. C'est pourquoi l'écart entre les deux taux s'est réduit. Il n'est donc pas surprenant que, depuis le début de la crise, le franc se soit apprécié face à l'euro, malgré les abaissements effectués par la BNS.

Troisièmement, le cours de change varie dès que les agents économiques commencent à anticiper un changement du taux directeur. Quand celui-ci est effectivement modifié, la variation du cours de change peut être quasiment nulle. Pour déterminer la relation qui existe entre taux d'intérêt et cours de change, il est donc nécessaire d'observer les taux d'intérêt à long terme plutôt que les taux directeurs des banques centrales. Les taux du marché, comme le Libor à trois mois, reflètent à la fois l'orientation actuelle de la politique monétaire et les anticipations des agents économiques concernant l'évolution future de cette dernière. Si la BNS abaisse son taux directeur sans que les agents économiques n'aient anticipé cette mesure, les taux du marché vont reculer eux aussi, et le franc, se déprécier. A l'inverse, si un abaissement du taux directeur a été anticipé, les taux du marché changent lorsque les anticipations correspondantes sont formées, et non pas après l'annonce elle-même. Les analyses empiriques ont donc tendance à porter sur les taux d'intérêt du marché.

### 3. ANALYSE PRÉLIMINAIRE DES DONNÉES

Les données brutes semblent n'indiquer aucune relation manifeste entre le cours de change du franc et les écarts de taux d'intérêt. Le graphique 2 présente, sur la base de données journalières depuis 2000, le cours de l'euro en francs et l'écart entre les taux à court terme dans la zone euro et en Suisse (Libor à trois mois)<sup>6</sup>. D'après la théorie, le franc devrait se déprécier (ce qui correspond à une pente croissante de la courbe bleue) lorsque le taux suisse baisse par rapport à celui dans la zone euro (ce qui correspond à un accroissement de l'écart de taux, soit une pente croissante de la courbe rouge). En moyenne de long terme, cette corrélation est visible, bien que faible; sur le court terme, le cours de l'euro en franc et l'écart de taux n'évoluent souvent pas dans le même sens.

6 La présente étude se concentre sur le Libor à trois mois car il s'agissait du taux de référence utilisé par la BNS pour sa politique monétaire entre 2000 et 2019. Durant cette période, la BNS a fait en sorte que le Libor à trois mois reste à l'intérieur d'une marge de fluctuation fixée par elle. Au sein de cette marge, le Libor à trois mois pouvait fluctuer librement, reflétant l'évolution des anticipations relatives à la politique monétaire future. Le Libor à trois mois reflète le coût d'un emprunt à trois mois sur le marché interbancaire non gagé.

Si l'effet de la variation de l'écart de taux sur le cours de change n'est pas observable, c'est que l'évolution de ces deux variables ne reflète pas seulement la conduite de la politique monétaire, mais également d'autres facteurs.

En principe, différents types d'informations économiques peuvent avoir une incidence sur les taux d'intérêt et les cours de change. Par exemple, si la Suisse publie des chiffres du chômage plus élevés que ce qui a été anticipé par le marché, il est probable que les taux d'intérêt suisses et le cours du franc baisseront. Ce phénomène s'explique par le fait que le marché s'attend à ce que la banque centrale conduise une politique monétaire plus expansionniste afin de répondre à la dégradation de la situation économique.

Lorsque les variations du cours de change sont principalement dues à des flux de capitaux vers la Suisse découlant du fait que le franc est perçu comme une valeur refuge, le cours de change et l'écart de taux d'intérêt évoluent en sens opposé. La perception du franc comme une valeur refuge entraîne son appréciation, freinant l'activité économique et l'inflation. Cette situation peut favoriser la formation d'anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire de la BNS, lequel entraînerait une baisse des taux d'intérêt. C'est là un exemple de baisse des taux associée à une appréciation du franc.

En résumé: en fonction des facteurs entrant en ligne de compte, le franc peut s'apprécier ou se déprécier lorsque les taux suisses baissent. Un assouplissement de la politique monétaire affaiblit le franc, mais cet effet peut être rendu moins visible du fait d'autres facteurs. C'est pourquoi il est difficile de quantifier l'effet des variations de taux d'intérêt sur le cours de change.

#### 4. MESURE DE L'EFFET DE LA VARIATION DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LE COURS DE CHANGE

Des études empiriques – dont deux nouveaux articles sur la Suisse – tentent d'estimer l'impact de la variation des taux d'intérêt sur le cours de change en recourant à des méthodes économétriques permettant d'isoler cet effet. Le tableau 1 ci-après en présente un échantillon<sup>7</sup>. Ces études concluent toutes qu'après une baisse des taux d'intérêt, le cours de change diminue à court terme, comme le prévoit la théorie. Les travaux qui portent sur les effets à long terme de politiques monétaires plus expansionnistes font apparaître que le cours de change demeure durablement plus faible qu'avant le changement de politique monétaire. Ces résultats ont été confirmés tant pour le franc que pour d'autres monnaies importantes.

Au-delà de ces résultats qualitatifs, ces articles aboutissent à des conclusions différentes sur l'ampleur de la réponse du cours de change aux variations des taux d'intérêt: une variation du taux d'intérêt d'un point entraînerait ainsi une variation du cours de change de 1% à 25%. Cette large plage

Tableau 1

Studies on the Swiss franc	Studies on the currencies
Cuche-Curti et al. (2009)	Bjørnland (2009)
Ferrari et al. (2017)	Eichenbaum and Evans (1995)
Fink et al. (2020)	Faust and Rogers (2003)
Grisse (2020)	Inoue and Rossi (2019)
Kugler (2020)	Kearns and Manners (2006)
Lenz and Savioz (2009)	Kim et al (2017)
Rinaldo and Rossi (2010)	Rogers et al. (2018)
Rudolf and Zurlinden (2014)	Scholl and Uhlig (2008)

reflète des différences dans les périodes et monnaies examinées et la méthode employée.

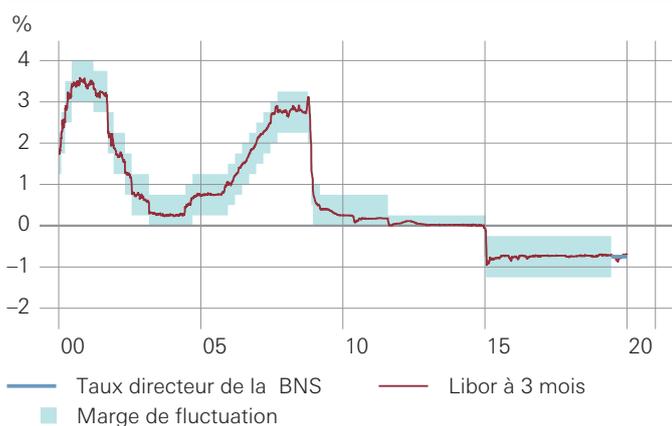
En particulier, la période sur laquelle porte l'estimation de la réponse du cours de change a une influence sur les résultats: comme cela a été expliqué à la section 2, il est probable que cette réponse soit très différente à court terme et à long terme. Kearns et Manners (2006), par exemple, qui étudient le cours de change du dollar des Etats-Unis, ont déterminé qu'une baisse soudaine d'un point de pourcentage du taux directeur entraîne une dépréciation de 1,4% de la monnaie dans l'heure suivant la communication. De même, Rinaldo et Rossi (2010) observent les effets des variations des taux d'intérêt suisses sur le cours de change du franc dans les 20 minutes suivant l'annonce par la BNS de sa décision de politique monétaire. Ils ont fait apparaître que le franc recule de 0,7% suite à une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc<sup>8</sup>. Kugler (2020) estime qu'une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc entraîne un recul de 4% du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis le même jour. Les articles sur l'impact à long terme, tels que Eichenbaum et Evans (1995), Scholl et Uhlig (2008) ou encore Kim et al. (2017), observent qu'un assouplissement de la politique monétaire affaiblit souvent le cours de change non seulement sur le court terme mais également de manière durable, la réponse maximale étant atteinte après une à deux années<sup>9</sup>. Lenz et Savioz (2009), quant à eux, ont établi qu'une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc faisant suite à un assouplissement de la politique monétaire de la BNS affaiblit le franc face à l'euro de manière durable, de plus de 25%.

<sup>8</sup> L'estimation dont rendent compte Ferrari et al. (2017), également basée sur des données intrajournalières, est bien plus élevée, puisqu'elle fait apparaître une variation du cours de change de 25% à la suite d'une variation des taux d'intérêt d'un point. Cela dit, cette estimation doit être interprétée prudemment car elle a été effectuée sur les données de la période d'application du cours plancher de 1,20 franc pour un euro.

<sup>9</sup> Il n'y a pas consensus concernant ce que la littérature appelle *delayed overshooting puzzle*. Ainsi, pour Bjørnland (2009), Rogers et al. (2018) et Inoue et Rossi (2019), le cours de change recule immédiatement après l'assouplissement de la politique monétaire, remonte en général peu après, mais demeure, sur le long terme, plus faible qu'avant l'assouplissement. Ces conclusions sont conformes aux ajustements auxquels la théorie permet de s'attendre (voir graphique 1).

<sup>7</sup> Le choix des articles vise à rendre compte d'un grand nombre d'approches différentes, de périodicités des données et de paires de monnaies.

### MARGE DE FLUCTUATION DU LIBOR À 3 MOIS, TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Deux études récentes publiées par des collaborateurs de la BNS, à savoir Fink et al. (2020) et Grisse (2020), confirment ce résultat sur la base de données sur le Libor à trois mois pour le franc et sur les variations du cours de change du franc entre janvier 2000 et août 2011. Comme le montre le graphique 3, la période examinée correspond à deux cycles complets de politique monétaire<sup>10</sup>, ce qui fournit les variations des taux d'intérêt nécessaires pour estimer leurs effets sur le cours du franc.

Les études ne portent pas sur des données plus récentes car entre septembre 2011 et janvier 2015, le cours plancher de 1,20 franc pour un euro était en vigueur, et la BNS avait annoncé qu'elle était disposée à le défendre si nécessaire par des achats de devises en quantité illimitée. Depuis la suppression du cours plancher en janvier 2015, la BNS souligne régulièrement qu'elle reste disposée à intervenir sur le marché des changes. De telles interventions, qu'elles soient effectives ou anticipées par les agents économiques, rendent difficile toute interprétation des fluctuations du cours du franc suite à des variations de l'écart de taux sur l'ensemble de la période allant de 2000 à aujourd'hui<sup>11</sup>. De plus, depuis septembre 2011, la BNS n'a modifié qu'une fois son taux, alors qu'elle avait procédé à 26 changements entre janvier 2000 et août 2011<sup>12</sup>.

Fink et al. (2020), quant à eux, s'intéressent aux jours précédant et suivant les examens de la situation économique et monétaire de la BNS. Ils partent de l'hypothèse que

l'importance des informations sur la politique monétaire s'accroît le jour de l'examen. Cela leur permet d'estimer la relation de cause à effet entre les variations des taux d'intérêt et les variations du cours de change sur la base de données journalières. Les auteurs font apparaître qu'à la suite d'un repli du Libor à trois mois pour le franc, ce dernier recule tant face à l'euro que face au dollar des Etats-Unis. Un recul d'un point du Libor entraîne une dépréciation du franc d'environ 2% le même jour<sup>13</sup>.

Grisse (2020) observe les données hebdomadaires sur le franc, les taux d'intérêt et le cours des actions sur la période 2000-2011. Sur la base d'hypothèses plausibles sur la covariation des cours des actions et des taux d'intérêt, il parvient à distinguer l'influence de la politique monétaire de celle exercée par d'autres facteurs, et à quantifier ses effets<sup>14</sup>. Il parvient à la conclusion qu'une baisse du Libor à trois mois pour le franc entraîne une dépréciation immédiate et durable du franc. Ainsi, il estime que dans la semaine suivant un recul d'un point de pourcentage du Libor, le franc se replie d'environ 4% face à l'euro et de quelque 3% face au dollar des Etats-Unis, et qu'il demeure durablement plus faible face à ces monnaies.

## 5. CONSÉQUENCES POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

À la suite de la crise financière mondiale, les banques centrales du monde entier ont abaissé leur taux officiel plus fortement que la BNS. Cela a réduit l'écart qui existe traditionnellement entre taux suisses et taux à l'étranger. Depuis le début de la crise financière en 2008, la BNS a abaissé les taux d'intérêt de 3,5 points de pourcentage, les faisant passer de 2,75% à -0,75%<sup>15</sup>. Actuellement, les taux d'intérêt dans la zone euro sont inférieurs de 4,5 points à leur niveau de l'été 2008, et ceux des Etats-Unis ont reculé de 4 points jusqu'à ce que la Réserve fédérale resserre sa politique monétaire fin 2015. Les taux suisses ont toujours été inférieurs aux taux à l'étranger, en raison de l'inflation plus faible en Suisse, mais également du fait que le franc est perçu comme une valeur refuge, en particulier lors des périodes d'incertitude accrue. La décision de la BNS d'introduire un intérêt négatif a aidé à rétablir, au moins partiellement, cet écart, et par là même, à réduire l'attrait des placements en francs.

Les analyses présentées dans cet article montrent que les abaissements de taux mis en œuvre par la BNS affaiblissent le franc. D'après la théorie, ce mécanisme continue de fonctionner lorsque les taux passent en zone négative. De

10 Dans la stratégie de politique monétaire de la BNS, la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour le franc a été remplacée par le taux directeur de la BNS en juin 2019. Mais ce changement n'a pas d'incidence sur les conclusions que l'on peut tirer concernant la réaction du franc à une variation du taux d'intérêt officiel.

11 La BNS est également intervenue sur le marché des changes en 2009 et en 2010. Toutefois, cela n'invalide pas l'analyse de Fink et al. (2020), car ceux-ci s'intéressent à l'effet des variations de taux d'intérêt sur le franc avant, pendant et après la communication de la décision de politique monétaire de la BNS. L'analyse de Grisse (2020) est confirmée si l'on restreint l'échantillon à une période plus courte se terminant en 2007.

12 La BNS a annoncé le 18 décembre 2014 l'introduction d'un taux d'intérêt de -0,25% à compter du 22 janvier 2015. Le 15 janvier, elle a annoncé que ce taux serait de -0,75% à compter du 22 janvier.

13 De nombreuses études empiriques montrent que la réponse maximale du cours de change aux variations de taux intervient avec un certain retard.

14 Par exemple, une politique monétaire plus restrictive – ou l'anticipation d'une telle politique par le marché – entraîne une hausse des taux d'intérêt et une baisse du cours des actions. Des informations sur un recul de l'activité économique entraînent elles aussi une baisse du cours des actions, mais débouchent sur une baisse des taux d'intérêt, car le marché anticipe un assouplissement de la politique monétaire dans une telle situation.

15 L'intérêt négatif introduit en janvier 2015 est prélevé sur les avoirs en comptes de virement détenus par les banques et d'autres établissements financiers et qui excèdent un certain montant exonéré. À l'origine, le seuil d'exonération correspondait à 20 fois le montant requis au titre des réserves minimales. Il a été relevé en septembre 2019.

plus, on constate ces dernières années un renforcement, à l'échelle mondiale, de l'impact de la politique monétaire sur le cours de change (voir Ferrari et al. [2017]). Ainsi, on peut s'attendre à ce qu'une modification du taux directeur aujourd'hui ait un impact au moins aussi fort sur le cours de change que ce qui a été observé dans le passé<sup>16</sup>. Des études empiriques montrent également que les effets sur le cours de change d'une adaptation du taux directeur sont d'autant plus marqués que celle-ci n'a pas été anticipée<sup>17</sup>.

Que peut-on conclure, du point de vue de la politique monétaire, de l'impact potentiel d'une hausse des taux d'intérêt en Suisse? Dans l'environnement actuel caractérisé par une inflation faible, une activité économique

atone et des taux d'intérêt mondialement bas, un relèvement du taux directeur de la BNS serait interprété comme un changement majeur de sa politique monétaire, et constituerait une surprise considérable pour les marchés. Dans un tel contexte, une hausse des taux d'intérêt entraînerait donc une appréciation du franc encore plus forte que ce que laisse prévoir l'analyse des données historiques. Une appréciation du franc affaiblirait l'activité économique et ramènerait l'inflation dans la zone négative. Autrement dit, dans l'environnement actuel, une telle augmentation irait à l'encontre du mandat de la BNS, qui consiste à garantir la stabilité des prix.

16 Ferrari et al. (2017) affirment qu'en raison du recul mondial des taux d'intérêt, la borne inférieure applicable au taux d'intérêt nominal est devenue de plus en plus contraignante, si bien que le cours de change contribue davantage à l'ajustement aux variations des taux directeurs.

17 Voir notamment Ferrari et al. (2017), Kearns et Manners (2006) et Rinaldo et Rossi (2010).

## Bibliographie

Bäurle, Gregor et Elizabeth Steiner (2015), «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 151(3), pages 167-225.

Bjørnland, Hilde C. (2009), «Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all», *Journal of International Economics*, 79(1), pages 64-77.

Bonadio, Barthélémy, Andreas M. Fischer et Philip Sauré (2018), «The speed of exchange rate pass-through», SNB Working Papers, 5.

Cuche-Curti, Nicolas A., Harris Dellas et Jean-Marc Natal (2009), «DSGE-CH: A dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland», SNB Economic Study, 5.

Eichenbaum, Martin et Charles L. Evans (1995), «Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pages 975-1009.

Engel, Charles (2014), «Exchange rates and interest parity», *Handbook of International Economics*, Volume 4, pages 453-522.

Faust, Jon et John H. Rogers (2003), «Monetary policy's role in exchange rate behaviour», *Journal of Monetary Economics*, 50(7), pages 1403-1424.

Ferrari, Massimo, Jonathan Kearns et Andreas Schrimpf (2017), «Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates», BIS Working Papers, n° 626.

Fink, Fabian, Lukas Frei, Thomas Maag et Tanja Zehnder (2020), «The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates», SNB Working Paper, 2020/01.

Grisse, Christian (2020), «The effect of monetary policy on the Swiss franc: an SVAR approach», SNB Working Papers, 2020/02.

Inoue, Atsushi et Barbara Rossi (2019), «The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates», *Journal of International Economics*, 118(C), pages 419-447.

Kearns, Jonathan et Phil Manners (2006), «The impact of monetary policy on the exchange rate: a study using intraday data», *International Journal of Central Banking*, 2(4), pages 157-183.

Kim, Seong-Hoon, Seongman Moon et Carlos Velasco (2017), «Delayed overshooting: Is it an '80s puzzle?», *Journal of Political Economy*, 125(5), pages 1570-1598.

Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld et Marc J. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, 11<sup>e</sup> édition, Pearson.

Kugler, Peter (2020), «The short-run impact of interest rates on exchange rates: results for the Swiss franc against the euro and US dollar from daily data 2001-2011», Université de Bâle, Faculté d'économie et de gestion, Working papers 2020/0X.

Lenz, Carlos et Marcel R. Savioz (2009), «Monetary determinants of the Swiss franc», SNB Working Papers, 16.

Rinaldo, Angelo and Enzo Rossi (2010), «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», *Journal of International Money and Finance*, 29(3), pages 486-503.

Rogers, John H., Chiara Scotti et Jonathan H. Wright (2018), «Unconventional monetary policy and international risk premia», *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(8), pages 1827-1850.

Rogoff, Kenneth (1996), «The purchasing power parity puzzle», *Journal of Economic Literature*, 34(2), pages 647-668.

Rudolf, Barbara and Mathias Zurlinden (2014), «A compact open economy DSGE model for Switzerland», SNB Economic Study, 8.

Scholl, Almuth et Harald Uhlig (2008), «New evidence on the puzzles: results from agnostic identification on monetary policy and exchange rates», *Journal of International Economics*, 76(1), pages 1-13.

Stulz, Jonas (2007), «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», SNB Economic Study, 4.

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

### Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:  
Banque nationale suisse, Bibliothèque  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone: +41 (0)58 631 11 50  
Fax: +41 (0)58 631 50 48  
E-mail: library@snb.ch

La version imprimée du bulletin trimestriel paraît en langues française (ISSN 1423-3797), allemande (ISSN 1423-3789) et italienne (ISSN 2504-3544).



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)  
allemand: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)  
anglais: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)  
italien: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

### Internet

[www.snb.ch](http://www.snb.ch)

### Droits d'auteur/copyright ©

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2020