



HAL
open science

Taux négatifs: made for Switzerland

Jean-Pierre Danthine

► **To cite this version:**

| Jean-Pierre Danthine. Taux négatifs: made for Switzerland. 2017. hal-01884328v2

HAL Id: hal-01884328

<https://shs.hal.science/hal-01884328v2>

Preprint submitted on 3 Aug 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



PARIS SCHOOL OF ECONOMICS
ÉCOLE D'ÉCONOMIE DE PARIS

WORKING PAPER N° 2017 – 37

Taux négatifs: made for Switzerland

Jean-Pierre Danthine

JEL Codes: E52; E58

Keywords: taux d'intérêt négatifs; monnaie papier; monnaie refuge



PARIS-JOURDAN SCIENCES ÉCONOMIQUES

48, Bd JOURDAN – E.N.S. – 75014 PARIS
TÉL. : 33(0) 1 43 13 63 00 – FAX : 33 (0) 1 43 13 63 10
www.pse.ens.fr

Les taux négatifs: *made for Switzerland*

Jean-Pierre Danthine¹, PSE et CEPR

¹ Cet article a été rédigé pour les mélanges publiés en l'honneur d'Ernst Baltensperger, à l'occasion de son 75^e anniversaire.

Short CV FR

Jean-Pierre Danthine est président de PSE-Ecole d'économie de Paris et membre du conseil des administrateurs du Center for Economic Policy Research (CEPR) à Londres. Il est également membre du Conseil de la Fondation Leenaards à Lausanne. Il a été membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse de janvier 2010 à avril 2012, puis vice-président de cette dernière de mai 2012 au 30 juin 2015, date à laquelle il a pris sa retraite. Avant de rejoindre la BNS, Jean-Pierre Danthine a été professeur à l'Université de Lausanne et directeur du Swiss Finance Institute. Né à Havelange, en Belgique, il a obtenu un master en économie de l'Université catholique de Louvain (Belgique) et un doctorat en économie de la Carnegie Mellon University à Pittsburgh, Pennsylvanie (Etats-Unis). Ses travaux ont paru dans *Econometrica*, *the Journal of Political Economy*, *the Review of Economic Studies*, *the Journal of Finance* et dans d'autres revues internationales de renom.

Short CV DE

Jean-Pierre Danthine is Präsident des Verwaltungsrats der École d'économie de Paris, Mitglied des Verwaltungsrats des Centre for Economic Policy Research (CEPR) sowie Mitglied des Stiftungsrats der Fondation Leenaards in Lausanne. Von Januar 2012 bis April 2012 diente er als Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, ab Mai 2012 bis zu seiner Pensionierung am 30. Juni 2015 amtierte er als dessen Vizepräsident. Bevor er zur Schweizerischen Nationalbank stiess war Jean-Pierre Danthine Professor an der Universität Lausanne und Direktor des Swiss Finance Institute. Sein Studium schloss er mit einem Master in Wirtschaftswissenschaften an der Université catholique de Louvain in Belgien sowie einem PhD in Economics an der Carnegie Mellon University ab. Seine Publikationen sind unter anderem in *Econometrica*, dem *Journal of Political Economy*, der *Review of Economic Studies*, dem *Journal of Finance* und anderen führenden internationalen Fachzeitschriften erschienen.

Short CV EN

Jean-Pierre Danthine is President of the Paris School of Economics and member of the Board of Trustees of the Centre for Economic Policy Research (CEPR). He is also member of the Board of the Fondation Leenaards in Lausanne. He was Member of the Governing Board of the Swiss National Bank from January 2010 to April 2012 and its Vice Chairman from May 2012 until he retired on 30 June 2015. Before joining the Swiss National Bank, Jean-Pierre Danthine was Professor at the University of Lausanne and Managing Director of the Swiss Finance Institute. Born in Havelange, Belgium, he earned a Master's in Economics at the Université catholique de Louvain and a PhD in Economics at the Carnegie Mellon University in Pittsburgh. His publications have appeared in *Econometrica*, *the Journal of Political Economy*, *the Review of Economic Studies*, *the Journal of Finance*, and other leading international journals.

Résumé

Une petite économie ouverte dotée d'une monnaie refuge, comme la Suisse, a besoin d'un différentiel d'intérêt négatif avec la zone euro. Sur la durée, un différentiel approprié est la seule possibilité d'éviter une surévaluation excessive du franc. Les perspectives de stagnation séculaire et de taux durablement bas rendent impérative une nouvelle appréciation de l'importance et de l'utilité des taux négatifs pour l'économie suisse. La BNS devrait être autorisée à prélever une redevance sur les retraits anormaux de papier-monnaie, et être ainsi à même d'imposer des taux significativement plus bas qu'aujourd'hui afin de restaurer un différentiel d'intérêt proche de sa moyenne historique.

Kurzfassung

Die Schweiz benötigt als kleine offene Volkswirtschaft, deren Währung als sicherer Hafen fungiert, eine negative Zinsdifferenz mit der Eurozone. Langfristig ist eine angemessene Differenz die einzige Möglichkeit, um die Überbewertung des Frankens in Grenzen zu halten. Geht man für die Zukunft von einer säkularen Stagnation der Wirtschaft und dauerhaft tiefen Zinsen aus, dann ist es unerlässlich, die Bedeutung und den Nutzen von Negativzinsen für die Schweizer Wirtschaft neu zu beurteilen. Es sollte der SNB ermöglicht werden, eine Gebühr auf unüblich hohe Banknotenbezüge zu erheben. Damit würde sie in die Lage versetzt, auch deutlich tiefere Zinsen als heute festzulegen und so eine dem historischen Mittel entsprechende Zinsdifferenz wiederherzustellen.

Abstract

As a small open economy with a safe-haven currency, Switzerland needs to have a negative interest rate differential with the euro area. An appropriate differential over the long term is the only way to discourage overvaluation of the Swiss franc. Given the prospect of secular stagnation and persistently low rates, a reassessment of the importance and value of negative interest rates to the Swiss economy is crucial. In order to restore an interest rate differential close to its historical average, the Swiss National Bank should be permitted to charge a fee on unusual cash withdrawals and also be able to impose much lower rates than today.

1. Les petites économies ouvertes et la ZLB

Le taux d'intérêt joue un double rôle dans une petite économie ouverte. Il est bien sûr d'abord le prix déterminant pour les choix intertemporels, indicatif du prix de la consommation future en termes de la consommation présente, mais il est aussi le levier crucial par lequel la banque centrale peut influencer sur les taux de change de sa monnaie en devises étrangères. En théorie, ceci rend la borne inférieure zéro (*zero lower bound* ou ZLB) doublement contraignante pour les petites économies ouvertes. En pratique, dans de nombreuses situations, l'existence d'une prime de risque positive sur les actifs d'une petite économie donnée par rapport aux actifs de l'économie de référence rend cette remarque non pertinente. Mais cela n'est pas toujours le cas. Ainsi le Danemark a-t-il eu besoin, depuis 2014, d'un écart de taux d'intérêt négatif vis-à-vis de la zone euro afin de décourager l'afflux de capitaux vers la couronne danoise, qui mettait en péril le taux de change fixe avec l'euro. La Suisse, quant à elle, présente la particularité d'être une petite économie ouverte dotée d'une monnaie refuge. Pour cette raison, elle a structurellement besoin d'un différentiel d'intérêt négatif avec la zone euro. Ce différentiel d'intérêt négatif se comprend aisément. La caractéristique d'une monnaie refuge comme le franc suisse signifie que, toutes choses égales par ailleurs, les actifs en francs fournissent une certaine assurance contre les chocs négatifs de faible probabilité, de sorte que le franc s'apprécie en situation de crise. Si aucun prix n'était attaché à cette caractéristique – sous la forme d'un rendement inférieur à la norme prévalant pour des actifs équivalents en monnaies étrangères –, les actifs suisses seraient des actifs dominants, ce qui ne peut constituer un équilibre². Comme le montre la figure 1, le différentiel d'intérêt sur le Libor à trois mois a été substantiel, de l'ordre de 170 points de base en moyenne, entre 1999 et 2008 (c'est-à-dire jusqu'au déclenchement de la crise).

2. Comment maintenir un différentiel négatif quand les taux de référence sont à zéro?

La borne inférieure constituée par le taux zéro est donc particulièrement contraignante pour l'économie suisse. Dès lors, il n'est pas surprenant que la Banque nationale suisse (BNS), comme la Banque nationale du Danemark (DNB) pour une raison similaire, ait été à l'avant-plan de l'innovation monétaire en matière de taux négatifs. L'objectif de ces deux banques

² Voir Kugler and Weder (2005) pour approfondir cette question.

centrales était clairement de restaurer un différentiel d'intérêt négatif pour décourager les entrées nettes de capitaux. Du fait que les taux d'intérêt dans la zone euro approchaient la limite de zéro, et a fortiori lorsqu'ils l'ont dépassée, la BNS et la DNB n'ont eu d'autres choix que d'imposer des taux négatifs. Ce raisonnement rend singulièrement alarmantes, pour la BNS, les prévisions de stagnation séculaire et de taux durablement bas qui ont cours aujourd'hui. Le quasi-consensus actuel, selon lequel les taux ne remonteront que très lentement et resteront de manière prolongée sous le niveau habituel d'avant la crise, conduit les observateurs à s'interroger sur les moyens de mener, à l'avenir, des politiques monétaires stabilisatrices (voir, par exemple, Yellen, 2016). Il suggère que la BNS doit se préparer à la probabilité de taux négatifs sur la durée. Pour cela, elle est confrontée à un double défi. Le premier consiste à convaincre qu'il s'agit bien de la politique monétaire adaptée à l'économie suisse, malgré l'impopularité des taux négatifs. Le second requiert qu'elle se donne les moyens, si nécessaire, d'abaisser encore le taux de -75 points de base en vigueur actuellement.

3. Les taux négatifs: une vision contestée

La vision «relative» de l'apport des taux négatifs, développée ci-dessus, n'est pas celle qui prévaut dans les grandes zones économiques «fermées», comme la zone euro ou le Japon. Dans le cas du Japon et de la zone euro, les taux négatifs résultent d'une volonté d'assouplir encore la politique monétaire alors que les taux sont déjà à zéro, et ce aux fins de stimuler la demande de consommation et d'investissement. La motivation est classique, son caractère non conventionnel tenant uniquement au fait que ce qui était considéré jusqu'à récemment comme la borne inférieure en matière de taux d'intérêt est déjà atteinte. L'innovation récente réside dans la prise de conscience qu'il existe bel et bien encore une certaine marge au taux zéro; en d'autres termes, que la borne inférieure effective (*effective lower bound* ou ELB) est négative, même si elle n'est probablement pas très éloignée de zéro.

Autant la logique des taux négatifs est simple dans le premier cas de figure – celui du Danemark et de la Suisse –, autant elle est complexe et contestée dans le second – Japon et zone euro. Dans ce dernier cas, la première question qui se pose est celle de savoir si le passage en dessous de zéro n'est pas accompagné d'asymétries, de sorte que les effets attendus et typiquement observés lors d'une baisse des taux en territoire entièrement

positif ne se manifestent pas de la même manière dans cette nouvelle configuration. La seconde question est la suivante: une fois arrivé au taux zéro, est-ce réellement sur la politique monétaire qu'il faut encore compter? Les deux questions sont évidemment liées, mais elles ne se recoupent pas entièrement. Concernant la première question, certaines études suggèrent par exemple que le passage des taux en dessous de zéro conduit certains épargnants à augmenter leur épargne plutôt qu'à la diminuer, parce qu'ils réfléchissent à un objectif à atteindre en termes de revenu futur et parce que les taux négatifs rendent cet objectif inatteignable avec une consommation accrue ou même inchangée³. D'autres observent que les décisions d'investissement dépendent certes des taux d'emprunt, mais aussi et surtout de la confiance en l'avenir – confiance que la demande pour les produits résultant de ces investissements sera présente dans le futur –, et que la décision d'une banque centrale d'imposer des taux négatifs lance un signal défavorable, susceptible de renforcer encore l'attentisme des entrepreneurs. Brunnermeier et Koby (2016), quant à eux, se préoccupent de la disposition à prêter des banques commerciales et montrent qu'en théorie, cette disposition est réduite plutôt qu'accrue, lorsque les taux tombent en-dessous d'un certain niveau appelé *reversal interest rate*. Une baisse des taux effectifs en-dessous de cette limite conduirait donc à une contraction du crédit, ce qui irait évidemment à l'encontre des ambitions de stimulation de la demande des banques centrales concernées. Dans l'autre camp, Goodfriend (2016) et Rogoff (2016), parmi d'autres, se font les apôtres de la nécessité de libérer la politique monétaire de la contrainte de la borne inférieure, et de créer les conditions permettant d'ajuster le taux directeur symétriquement en dessous et au-dessus de zéro. En rapport avec la seconde question, la vision macroéconomique traditionnelle selon laquelle, dans une situation de taux zéro, soit de trappe à liquidité, ce sont les politiques budgétaires qu'il faut mettre à contribution sort renforcée des plus récentes estimations concernant le multiplicateur fiscal (voir Christiano et al. (2011) ou Suarez Serrano et Wingenberger (2016)). Plus fondamentalement encore, et en faisant référence au contexte économique actuel, on peut s'interroger sur le bien-fondé d'une politique monétaire cherchant à guérir le mal par le mal, soit à encourager le crédit, alors même que le principal responsable de la situation économique difficile dans laquelle nous nous

³ Ce raisonnement vaut dans une certaine mesure pour toute baisse de taux. Le problème sous-jacent est exacerbé en période de taux bas ou négatifs parce que l'objectif de rendement est alors plus difficile à atteindre.

trouvons est un niveau d'endettement excessif. C'est ce que King (2016) a appelé le paradoxe de la politique économique (*paradox of policy*).

4. Le cas suisse est différent

Les taux négatifs sont impopulaires. Cela ne changera pas, mais il est important de réaliser que le cas suisse est différent. On peut s'emporter contre les taux négatifs au nom des arguments esquissés dans la section précédente. On peut même contester les politiques expansionnistes (*quantitative easing* ou QE, etc.) et les taux bas adoptés par toutes les banques centrales majeures depuis la crise, on peut dissenter sur l'impéritie des banquiers centraux qui ne comprennent pas qu'en maintenant des taux bas, ils obtiennent des résultats opposés à ceux recherchés. Que sais-je encore? *Ici, c'est différent*. La Suisse n'est pas isolée des politiques économiques adoptées par les grands de ce monde, et elle doit s'y adapter au mieux, en tenant compte du statut de monnaie refuge du franc. Même si l'on arrive à un diagnostic pessimiste du potentiel macroéconomique des taux négatifs dans une économie fermée (c'est-à-dire en faisant abstraction de leur impact sur les cours de changes), dès lors que les taux d'intérêt des grandes zones économiques sont proches de zéro (et a fortiori s'ils sont eux aussi négatifs), les petites économies ouvertes dont les conditions monétaires sont influencées par celles prévalant dans ces grandes économies sont confrontées à un choix cornélien: accepter une monnaie surévaluée ou abaisser leurs propres taux en territoire négatif. Il est facile de défendre la vision selon laquelle, de ces deux maux, le second est le moindre car, dans une économie très ouverte comme celle de la Suisse, une politique de laissez-faire sur la durée conduirait à un taux de change en permanence beaucoup trop élevé. L'observation que l'économie suisse s'est adaptée avec succès à un taux de change fort dans le passé aide peu dans ce cas précis: le passé dont il est question est représenté par la figure 1 (avant 2009). Cette dernière indique un différentiel d'intérêt moyen de 170 points de base. Sans ce différentiel ni les interventions massives de la BNS, un taux de change surévalué serait le prix unique que paieraient les investisseurs pour avoir accès au confort de la monnaie refuge. Le taux de change devrait alors jouer le rôle de barrière qu'assume normalement le différentiel de rendement. Il devrait donc être encore plus fort que celui dont nous avons fait l'expérience dans le passé. Une telle situation provoquerait inévitablement un changement structurel majeur et un affaiblissement durable

de l'économie suisse. Le coût économique de cette option en fait précisément celle que la politique monétaire doit chercher à éviter à tout prix.

5. Les interventions de la banque centrale

Certains voudraient faire croire qu'il existe une troisième voie, celle des interventions sur le marché des changes, comme l'a fait la BNS, par exemple, en faisant prévaloir un cours plancher de septembre 2011 à janvier 2015. Ponctuellement, une telle intervention peut se justifier. En période de crise aiguë, lorsque l'appétit pour le franc est massif et temporaire, il peut ne pas y avoir d'autres solutions. Mais cela ne vaut pas sur la durée. Reprenons l'hypothèse de stagnation séculaire et la possibilité de taux proches de zéro sur des décennies. Il est clair que des interventions permanentes sur le marché des changes seraient, dans ces circonstances, inconcevables. Pour réfléchir plus avant à cette question il est utile de décrire la nature de l'équilibre extérieur de la Suisse.

En période normale, l'équilibre extérieur de la Suisse peut se comprendre de la manière suivante. Les actifs suisses ayant cette propriété rare d'être des *hedges* contre les événements négatifs graves, mais rares, et cette caractéristique étant contrebalancée par des rendements plus faibles, toutes choses égales par ailleurs, ces actifs ont leur place dans tout portefeuille, mais seulement une place modeste. Les résidents suisses, en particulier, pour s'assurer un rendement suffisamment élevé à long terme (c'est-à-dire afin de garantir leurs pensions), doivent investir une part relativement importante de leurs avoirs à l'étranger. Il n'est donc pas surprenant qu'en période normale, la balance des paiements de la Suisse soit caractérisée par des exportations nettes de capitaux dont la contrepartie est un excédent de la balance des transactions courantes. En effet, la figure 2 montre que les exportations nettes de capitaux vers l'étranger ont totalisé près de 400 milliards de francs sur les douze semestres précédant la faillite de Lehman Brothers, soit plus de 10% du produit intérieur brut (PIB). En d'autres termes, un différentiel de taux durablement négatif incite les investisseurs résidents à investir à l'étranger, ce qui favorise un équilibrage de la balance des paiements, avec un taux de change raisonnable et raisonnablement stable. Ceci est aussi compatible avec une appréciation modérée du taux de change, comme ce fut le cas dans le passé. La crise détruit cet équilibre, d'une part, parce que l'attractivité de la monnaie refuge est alors exacerbée et, d'autre part, parce qu'en l'absence de taux négatifs, le

différentiel d'intérêt est réduit à zéro. Il peut être justifié pour la BNS de compenser temporairement la diminution des exportations de capitaux privés, comme elle l'a fait depuis mars 2009, par ses interventions sur le marché des changes. La conséquence inévitable est un accroissement de son bilan. En réalité, la figure 2 montre que, durant les douze semestres suivant le déclenchement de la crise, les exportations nettes de capitaux ont été pratiquement ramenées à zéro. Il en a résulté que le bilan de la BNS a augmenté au rythme de l'évolution de l'excédent de la balance des transactions courantes, lequel s'est toutefois réduit du fait de l'affaiblissement économique. Aujourd'hui, le bilan de la BNS est égal au PIB de la Suisse. Philosophiquement, nous sommes dans une situation dans laquelle le secteur public se substitue au secteur privé à travers la BNS⁴, ce qui ne peut être que temporaire.

La détente qu'apportent l'éloignement de la crise et un retour à la normale⁵, devrait permettre de restaurer progressivement l'équilibre ex ante. Cela tient notamment à la volonté des investisseurs de diversifier leurs portefeuilles à l'échelle internationale en acceptant le risque de change correspondant, le différentiel d'intérêt leur garantissant une rémunération adéquate pour leur prise de risque. Historiquement, cette rémunération a été garantie, le différentiel de taux faisant plus que compenser la tendance à l'appréciation du franc (Kugler et Weder, 2004). Mais, en l'absence de taux négatifs, la persistance de taux très bas dans les grandes zones économiques met à mal ce mécanisme correcteur et pose un problème insoluble aux autorités monétaires suisses.

6. Le premier défi est démocratique

L'impopolarité viscérale que suscitent les taux négatifs doit laisser la place à une réflexion plus sereine. Le débat en Suisse doit tenir compte de manière plus réaliste de la situation spécifique dans lequel se trouve le pays. Il ne s'agit pas d'élaborer de grandes théories sur l'(in)efficacité des politiques monétaires non conventionnelles, mais de reconnaître la

⁴ La situation actuelle est intéressante de ce point de vue. Les investisseurs, y compris ceux ayant une perspective de long terme, semblent extrêmement réticents à investir en devises étrangères par peur du risque de change qu'ils considèrent comme insuffisamment rémunéré. Simultanément, ils expriment souvent l'opinion que la BNS devrait en faire plus pour soutenir le franc (et s'abstenir de recourir aux taux négatifs), c'est-à-dire, acheter (sans couverture) des actifs étrangers dans des conditions qu'ils jugent eux-mêmes trop risquées.

⁵ J. Kozłowski, L. Veldkamp et V. Venkateswaran (2015) montrent que la crise récente a influencé de manière significative la perception qu'ont les agents économiques de la probabilité d'une crise majeure et ils suggèrent que cela peut affecter les décisions et les équilibres économiques pendant de nombreuses années encore.

dépendance économique de la Suisse envers les conditions macroéconomiques prévalant chez son grand voisin et d'en tenir compte. Les taux négatifs ne sont pas une sinécure, mais ils constituent un moindre mal. Il est important que cette lecture de la situation soit débattue et conduise à un retournement de l'opinion publique sous l'égide des politiques. Si les taux bas sont appelés à perdurer, la marge de manœuvre de la BNS doit être élargie.

7. Le second défi est technique

Dès lors que le défi démocratique sera relevé, le défi technique pourra lui aussi être résolu de manière assez simple. La solution découle de la prise de conscience que l'impopularité des taux négatifs se traduit par une grande réticence des banques commerciales à les transmettre à leurs déposants. Ce qui pourrait passer pour un défaut se révèle être une grande vertu: celle d'éliminer toute incitation, pour la population, à stocker du papier-monnaie afin d'éviter les taux négatifs, puisqu'elle n'y est pas directement soumise. Par conséquent, il est techniquement possible d'aller plus loin avec les taux négatifs pourvu que la thésaurisation massive de papier-monnaie soit rendue non-rentable. A cette fin, la BNS devrait pouvoir imposer une redevance sur les prélèvements de papier-monnaie à ses guichets (ou, encore mieux, sur les dépôts⁶) par les professionnels, c'est-à-dire par les institutions responsables du transport et de la redistribution des billets et pièces entre les principales banques du pays (y compris la poste) et leurs gros clients. Cette redevance devrait être modulable en fonction du niveau des taux négatifs, de façon à rendre non-rentable la thésaurisation en masse de papier-monnaie (la redevance ne serait donc jamais prélevée). Il serait alors possible à la BNS d'imposer des taux négatifs nettement plus bas que le taux actuellement en vigueur (ou de menacer de le faire) sans craindre des manœuvres de thésaurisation des billets. A noter qu'une intervention politique serait nécessaire pour modifier le cadre d'action de la BNS dans cette direction. Cette intervention est souhaitable. Elle concrétiserait le soutien démocratique aux taux négatifs étant donné les circonstances spécifiques de l'économie helvétique. La position de la Banque Nationale en sortirait renforcée.

⁶ En exemptant de cette redevance les retraits et dépôts liés à l'activité normale du système de paiements. Voir Danthine (2016) pour plus de détails.

La seule objection à un renforcement de la politique des taux négatifs porte sur ses implications pour le système bancaire. Cette problématique comporte deux éléments. La première a trait à la charge d'intérêt directement supportée par les banques. Elle est aisément surmontable. L'expérience suisse actuelle montre, en effet, qu'il suffit d'imposer des taux négatifs à la marge pour bénéficier entièrement des avantages escomptés. Les taux de marché déterminants pour modérer les flux de capitaux influençant la valeur du franc s'adaptent à la nouvelle donne, alors même que la majeure partie des dépôts des banques commerciales auprès de la BNS sont exemptés des taux négatifs. Le résultat est que les profits des banques suisses se sont développés positivement en 2015 et sur la première moitié de 2016. Il ne s'agit certes pas de nier que la situation actuelle, marquée par des taux très bas et un manque de perspectives d'investissement favorables, constitue un défi significatif pour le secteur financier, mais le problème provient davantage des taux bas que du taux d'intérêt négatif appliqué aux dépôts en francs suisses. Les taux bas affectent l'ensemble des épargnants et des gestionnaires de l'épargne (caisses de pensions et gestionnaires d'actifs). Les taux négatifs sur la monnaie-papier et sur les actifs à court terme considérés comme sûrs ne leur facilitent pas la tâche, mais favorisent d'autres catégories de placements, en particulier sur le plus long terme et dans d'autres monnaies, une incitation parfaitement en ligne avec l'objectif de la banque centrale qui s'efforce de diminuer la pression sur le cours de change.

La seconde dimension du problème des banques concerne la rentabilité des opérations de crédit des banques commerciales, dès lors que ces dernières ne bénéficient pas de l'avantage des taux négatifs pour leur principale source de financement, à savoir les dépôts de leurs clients. Depuis l'introduction de taux négatifs par la BNS, ce second aspect de la problématique a trouvé une solution surprenante dans le relèvement des taux hypothécaires fixes, ce qui a conduit à une augmentation des marges des banques sur ces opérations. Cet équilibre positif pour la stabilité financière est probablement précaire. Il serait en particulier vulnérable à l'arrivée massive, sur le marché hypothécaire, d'autres acteurs se refinançant sur les marchés monétaires à des taux négatifs. A l'heure actuelle, il est difficile d'évaluer quand un tel changement structurel pourrait survenir. Les barrières à l'entrée sur ce marché limitent le risque tant que les taux négatifs ne sont pas trop bas pendant trop longtemps, ou encore tant que la probabilité d'une telle évolution est faible.

Car l'avantage qu'en tireraient ces nouveaux intervenants ne serait que temporaire. Mais il convient de surveiller attentivement ce risque, qui pourrait constituer l'élément déterminant de la borne inférieure effective (*effective lower bound*) dans le cas helvétique.

8. Conclusion

Il existe, en théorie, deux alternatives imaginables aux taux négatifs. Je ne les mentionne que brièvement parce que la probabilité d'un soutien démocratique à ces solutions me paraît bien plus faible que la probabilité d'un retournement d'opinion sur les taux négatifs. La première consisterait à faire de la Suisse la première zone monétaire renonçant à l'objectif de stabilité des prix et à promouvoir une cible d'inflation plus élevée que celle en vigueur actuellement. Faire de cet îlot de stabilité qu'est et qu'a été la Suisse en matière d'inflation la première zone monétaire visant un taux d'inflation d'au moins 4% changerait significativement la donne (avec beaucoup d'inconnues à la clé), mais correspondrait aussi à une rupture bien plus conséquente que le retournement que j'espère vivement. La seconde option est évoquée régulièrement: elle consisterait à renoncer à notre indépendance monétaire pour rejoindre l'Union monétaire européenne. Le soutien démocratique à cette dernière option est encore plus improbable, en particulier lorsque l'on pense à la principale leçon tirée de la récente crise européenne: une union monétaire ne peut survivre sans une intégration politique forte, dont le souhait fait évidemment défaut en Suisse aujourd'hui.

La conclusion est claire : pour la Suisse, il n'y a pas d'alternative aux taux négatifs, sinon accepter un affaiblissement structurel de l'économie, qui éliminerait progressivement – mais à quel coût! – le statut de monnaie refuge du franc. La Suisse a besoin d'un différentiel de taux suffisant pour contrer l'afflux de capitaux étrangers et inciter les épargnants et les investisseurs résidents à investir à l'échelle internationale. Si la période de taux bas se prolonge dans les grands pays dont nous dépendons, nous devons nous habituer à avoir des taux durablement négatifs chez nous. Même plus, la BNS ne pouvant compenser éternellement par ses achats de devises étrangères la diminution des exportations de capitaux privés, la nécessité d'abaisser encore les taux s'imposera.

Références bibliographiques

Brunnermeier, Markus K. et Koby, Yann (2016), «The «reversal interest rate» – An effective lower bound on monetary policy», Bendheim Center for Finance, Princeton, miméo.

Suarez Serrato, Juan Carlos et Wingender, Philippe (2016), «Estimating local fiscal multipliers», Duke University, miméo.

Lawrence, Christiano, Eichenbaum, Martin et Rebelo, Sergio (2011), «When is the government spending multiplier large?», *Journal of Political Economy*, 119, pp 78-121.

Danthine, Jean-Pierre. (2016), «The interest rate unbound», Hutchins Center Working Papers, 19, <http://www.brookings.edu/research/papers/2016/06/22-the-interest-rate-unbound>.

Goodfriend, Marvin (2016), «The case for unencumbering interest rate policy at the zero bound», présentation au Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium on Economic Policy, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 août.

King, Mervyn. (2016), *The end of alchemy, money, banking and the future of the global economy*, New York, Londres, W.W. Norton & Company.

Kozlowski, Julian, Veldkamp, Laura et Venkateswaran, Venky (2015), «The tail that wags the economy – Belief-driven business cycles and persistent stagnation», NBER, Working Paper, 21719.

Kugler, Peter et Weder, Beatrice (2004), «International portfolio holdings and Swiss franc asset returns», WWZ, Discussion Paper, 04-04.

Kugler, Peter et Weder, Beatrice (2005), «Why are returns on Swiss franc assets so low? – Rare events may solve the puzzle», CEPR, Discussion Paper, 5181.

Rogoff, Kenneth (2016), *The curse of cash*, Princeton, Princeton University Press.

Yellen, Janet L. (2016), «The Federal Reserve's monetary policy toolkit – Past, present, and future», présentation au Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium on Economic Policy, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 août.

Figure 1

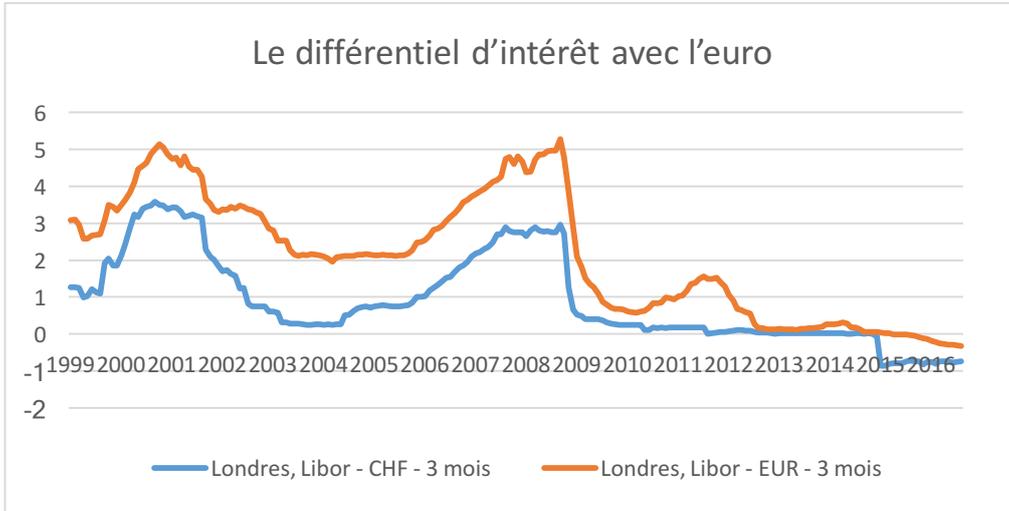


Figure 2

FLUX DE FONDS PRIVÉS ET BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

Soldes cumulés (sans réserves monétaires et produits dérivés)

En milliards de francs

