

Octobre 2019

Taux d'intérêt négatifs: de la mesure d'urgence à la « nouvelle normalité » – et retour?

Une étude de l'ASB sur l'efficacité et les conséquences d'une politique de taux d'intérêt négatifs

Sommaire

Préambule	4
Résumé	6
1. Origine de la politique de taux d'intérêt négatifs	8
1.1 Des taux d'intérêt négatifs pour freiner la demande de francs suisses	8
1.2 Le franc suisse n'est plus surévalué	10
1.3 La faiblesse des taux d'intérêt est structurelle	12
2. Les taux d'intérêt négatifs: ni efficaces, ni nécessaires	16
2.1 Politique monétaire actuelle: un impact modeste sur les taux d'inflation	16
2.2 Des signes positifs au niveau du commerce extérieur	18
3. Effets secondaires des taux d'intérêt négatifs	22
3.1 La mauvaise allocation des ressources induit des distorsions sur le marché immobilier	22
3.2 Des problèmes accrus pour les caisses de prévoyance	24
3.3 La mauvaise allocation ralentit le changement structurel	26
3.4 Incitation accrue à la prise de risque	28
3.5 Le maintien de taux d'intérêt négatifs crée un sentiment général d'insécurité	29
4. Conclusion: déclencher la sortie du «scénario de crise»	30
Bibliographie	32

Préambule

C'est le monde à l'envers, du moins en ce qui concerne les taux d'intérêt en Suisse.

Nous sommes en rupture avec la logique qui voulait que les intérêts constituent la base de l'épargne, du crédit et de la prévoyance. Le taux d'intérêt sans risque est négatif. «Le temps, c'est de l'argent» est une expression qui semble appartenir au passé.

Or, les taux d'intérêt négatifs sont peu compatibles avec les valeurs helvétiques. Ce n'est pas un hasard si, en allemand, les mots «débiteur» (Schuldner) et «coupable» (Schuldiger) ont la même racine: en français aussi une dette financière n'est jamais très éloignée de la notion de dette morale. La situation actuelle est totalement paradoxale dans la mesure où l'endettement se révèle parfois être l'option la plus payante. Ce qui peut paraître étrange, immoral, voire absurde du point de vue du citoyen est également difficile à appréhender par les économistes.

A la suite de la suppression du cours plancher vis-à-vis de l'euro et en raison du risque non négligeable de déflation, la BNS a franchi fin 2014 le seuil du taux d'intérêt zéro. En prenant cette mesure extraordinaire, notre banque centrale a probablement évité à la Suisse de graves préjudices économiques. Les taux d'intérêt négatifs sont désormais une réalité depuis près de cinq ans, et cette mesure d'urgence, d'abord perçue comme une extravagance, s'est rapidement muée en une nouvelle normalité.

Il est donc temps de procéder à une analyse approfondie de la situation. Les risques et les dommages consécutifs à une politique de taux d'intérêt négatifs sont multiples: les petits épargnants voient leurs avoirs rabaissés et craignent pour leur prévoyance vieillesse. Les institutions de prévoyance souffrent de la pénurie de placements et redoutent de ne pouvoir honorer leurs promesses de rentes. Les autorités s'inquiètent de l'évolution des prix de l'immobilier et adoptent des mesures réglementaires sur le marché hypothécaire. Les établissements financiers se préoccupent des risques de diminution de la marge d'intérêt et, d'une manière plus générale, la population s'inquiète, car des taux d'intérêt négatifs signalent que la crise est appelée à durer.

On ne devrait s'accommoder d'une telle situation que si les risques économiques rendent les taux d'intérêt négatifs indispensables et si ces derniers produisent effectivement l'effet souhaité. Au vu de la situation conjoncturelle, des taux de change et des perspectives en matière d'inflation, nous doutons que les taux négatifs répondent à une nécessité et aient toujours l'impact escompté. La politique des taux d'intérêt négatifs ne doit pas être considérée comme la seule issue possible.

Nous sommes convaincus que, d'un point de vue macroéconomique, il importe de préparer la voie vers une sortie de crise. La présente étude met en lumière les aspects pertinents de l'impact des taux d'intérêt négatifs et de leurs conséquences. L'indépendance de la BNS est une valeur cardinale de notre ordre économique et n'est nullement remise en cause ici. D'un point de vue économique et social, nous sommes toutefois convaincus qu'un débat public et une évaluation critique de la politique des taux négatifs se révèlent nécessaires. Par cette étude, l'Association suisse des banquiers souhaite contribuer à la réflexion générale sur le cadre optimal à instaurer pour notre société et notre économie.

Jörg Gasser

CEO
Association suisse des banquiers

August Benz

Vice-CEO
Association suisse des banquiers

Martin Hess

Economiste en chef
Association suisse des banquiers

Résumé

Les taux d'intérêt négatifs ne remplissent plus leur objectif de politique économique: le franc n'est pas surévalué, les prix sont stables et l'économie s'est adaptée aux conditions actuelles. Depuis l'introduction des taux d'intérêt négatifs il y a bientôt cinq ans, l'impact de cette mesure sur les taux de change et l'évolution économique a fortement diminué.

Or, les taux négatifs ont de nombreux effets pervers qui nuisent à l'économie. Citons notamment l'inflation des prix des actifs, la pénurie de placements pour les institutions de prévoyance, les incitations à l'endettement, l'épargne excessive malgré des taux réels négatifs ainsi que les effets redistributifs des épargnants vers les emprunteurs, et du secteur financier vers celui des exportations. Ces inconvénients se renforcent alors que les avantages des taux d'intérêt négatifs ne cessent de diminuer.

Diverses raisons plaident pour la persistance sur une longue période d'un niveau de taux d'intérêt sensiblement plus bas que par le passé. Les taux d'intérêt négatifs doivent néanmoins demeurer une mesure de politique monétaire extraordinaire et temporaire.



1. Origine de la politique de taux d'intérêt négatifs

La faiblesse actuelle des taux d'intérêt est d'origine structurelle. L'instauration de taux d'intérêt négatifs découle en revanche d'une décision politique de la Banque nationale suisse (BNS) visant à empêcher une orientation monétaire trop restrictive après la suppression du cours plancher vis-à-vis de l'euro. Il est surprenant que cinq ans plus tard, cette « mesure d'urgence » se soit transformée en une « nouvelle normalité ».

1.1 Des taux d'intérêt négatifs pour freiner la demande de francs suisses

L'introduction, il y a près de cinq ans, de taux d'intérêt négatifs sur les avoirs en compte de virement des banques auprès de la BNS était compréhensible. Au vu des divergences existant à l'époque entre les principales zones monétaires, des mesures expansionnistes des banques centrales étrangères et de la réduction de la surévaluation du franc, la BNS a décidé de supprimer le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Son objectif était alors d'éviter un durcissement inopportun des conditions monétaires après l'abolition du taux plancher et de réduire ainsi la pression haussière sur le franc. Afin d'amortir les conséquences des taux d'intérêt négatifs, la BNS a accordé aux banques un montant exonéré s'élevant à vingt fois le montant des

réserves minimales requises, mais au minimum à 10 millions de francs. Selon la BNS, «le système bancaire [...] n'a donc pas à supporter l'intégralité de la charge d'intérêts résultant du volume élevé des avoirs à vue».¹

Par la suite, la BNS a maintenu son objectif de taux d'intérêt et est intervenue sur le marché des changes en cas de besoin. Depuis fin 2014, ses interventions ont entraîné une augmentation des placements en devises d'environ 500 milliards de francs pour atteindre quelque 800 milliards en juillet 2019.

Il y a cinq ans, la BNS a introduit des taux d'intérêt négatifs sur les avoirs en compte de virement des banques. L'augmentation de la demande d'actifs sûrs au cours des jours précédents l'avait incitée à viser un Libor à trois mois négatif afin de rendre les placements en francs suisses moins attrayants. Lors de l'annonce du 18 décembre 2014, la BNS a communiqué sa décision d'appliquer un intérêt de -0,25 % sur les avoirs en comptes de virement. En même temps que l'abolition du cours plancher du franc par rapport à l'euro, la banque centrale a annoncé le 15 janvier 2015 l'abaissement à -0,75 % du taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement, une valeur encore en vigueur aujourd'hui (cf. illustration 1).

Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de septembre 2019, la BNS a adapté la base de calcul du montant exonéré pour le prélèvement de l'intérêt négatif sur les avoirs à vue des banques. Ces ajustements soulagent certes les banques d'un point de vue global, mais pas dans chaque cas particulier. Ils augmentent en outre la marge de manœuvre de la BNS dans la perspective de futures réductions des taux.

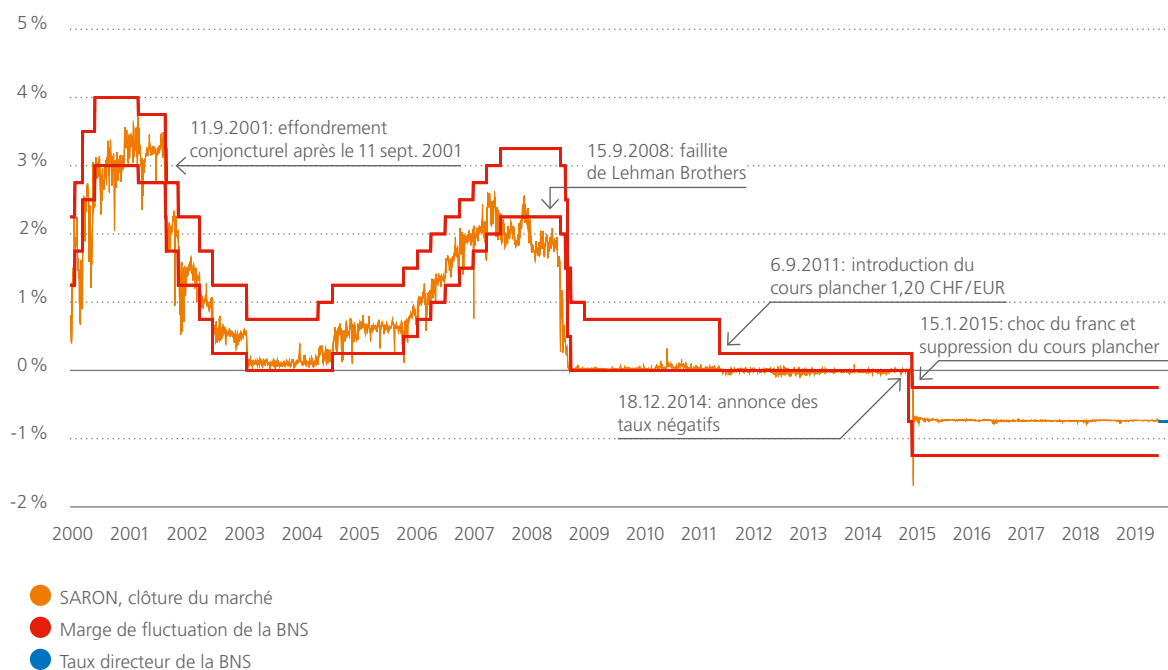
A en juger par les récentes décisions de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Réserve fédérale américaine (Fed), le bas niveau des taux d'intérêt dans les principales zones monétaires semble appelé à rester d'actualité pendant longtemps. La plupart des observateurs s'attendent dès lors à ce que la BNS s'en tienne à sa politique de taux d'intérêt négatifs à moyen terme afin de maintenir un différentiel de taux d'intérêt.

¹ Source: BNS, Information des médias du 18 décembre 2014. Remarques introductives de Thomas Jordan.

Graphique 1

Taux d'intérêt du marché monétaire et objectifs de politique monétaire depuis 2000

SARON: taux d'intérêt suisse moyen au jour le jour à la clôture du marché



Source: BNS

1.2 Le franc suisse n'est plus surévalué

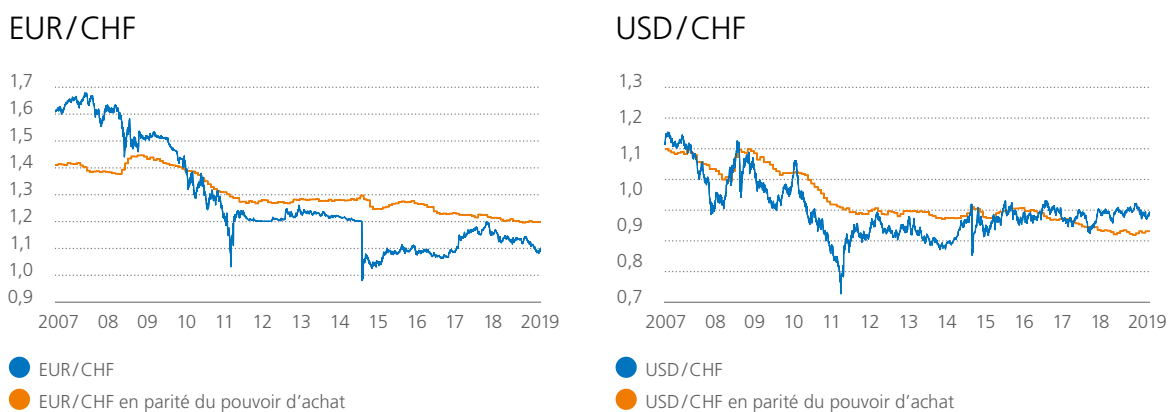
En ce qui concerne la valeur externe du franc suisse, UBS estime que le taux de change corrigé du pouvoir d'achat est d'environ 1,20 franc pour 1 euro. D'autres banques parviennent à des résultats similaires (BCZ: 1,15 franc pour 1 euro). De ce point de vue, le franc se situerait actuellement à un niveau élevé par rapport à l'euro. La Banque Pictet estime au contraire que notre monnaie nationale est déjà légèrement sous-évaluée par rapport à l'euro. Il est par ailleurs largement admis que le franc suisse est plutôt faiblement évalué par rapport au dollar américain (cf. illustration 2).

Le cours du franc suisse, pondéré par le commerce extérieur, est conforme à sa tendance à long terme et semble donc proche de son niveau d'équilibre. L'illustra-

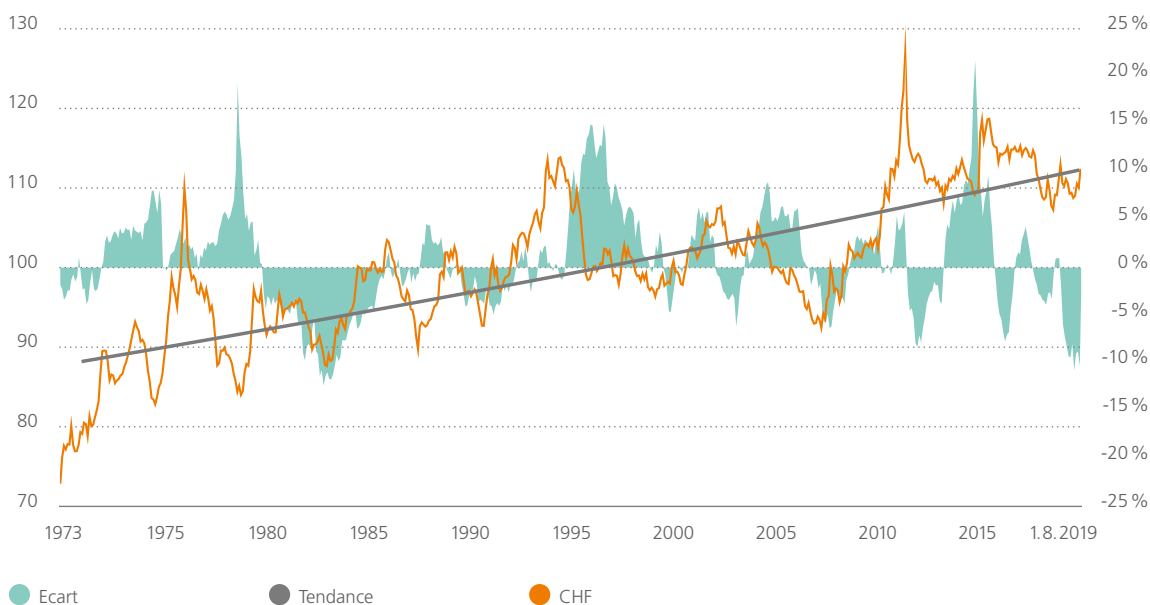
tion 2 montre que le franc affiche une tendance haussière depuis plusieurs décennies, mais que celle-ci s'est interrompue ces dernières années. Il se situe aujourd'hui au même niveau qu'il y a neuf ans, et l'on remarque que depuis deux ans, sa valeur est inférieure à ce qu'impliquerait la tendance.

Graphique 2

Evolution du taux de change EUR/CHF et USD/CHF



Cours du franc pondéré par le commerce extérieur



Sources: Macrobond, BNS

D'autres modèles de détermination du taux de change d'équilibre tiennent compte de la balance des transactions courantes d'un pays. Ces modèles concluent à une sous-évaluation du franc étant donné que la Suisse continue à dégager des excédents commerciaux élevés.

Sur la base de ces analyses, et compte tenu de l'incertitude inhérente au modèle (incertitude quant au choix du modèle approprié) et à l'évaluation (erreurs dans la spécification et l'estimation d'un modèle), il est possible de réfuter clairement l'affirmation selon laquelle le franc serait aujourd'hui surévalué. La BNS admet également que le franc suisse n'est plus surévalué depuis un certain temps déjà.²

1.3 La faiblesse des taux d'intérêt est structurelle

Dans tous les pays industrialisés, les taux d'intérêt nominaux ont sensiblement reflué depuis les années 1980. Cette chute est due à des changements fondamentaux, de nature structurelle, qui ont concerné l'économie et la démographie. Les taux de croissance et d'inflation en particulier ont largement cédé du terrain (cf. illustrations 3 et 4). Selon le Fonds monétaire international (FMI), la croissance potentielle des pays industrialisés est passée de 3 % environ à 1,5 %, tandis que l'inflation moyenne, supérieure à 5 % dans les années 1980, se situe à 1,5 % depuis le début de la crise financière.

Dans la littérature, la baisse des taux d'intérêt est principalement imputée à la contraction de la croissance, à des facteurs démographiques (qui incitent à épargner davantage en vue de la retraite), à un tassement des primes de risque et du coût relatif du capital ainsi qu'à une montée des inégalités de revenus (cf. illustration 5). La part du patrimoine et du revenu des groupes de population les plus fortunés croît en continu. En raison de leur taux d'épargne plus élevé, l'offre en capital progresse davantage que la demande. A l'inverse, les investissements reculent sous l'effet de la plus faible intensité en capital de l'économie (en lien avec la numérisation, notamment) et de l'attitude plus retenue de l'Etat en la matière. Simultanément, la demande d'emprunts

2 Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre 2017, la BNS considère que le franc se maintient «à un niveau élevé» après l'avoir jugé «surévalué» durant de nombreuses années (cf. BNS, Chronique monétaire 1848–2019).

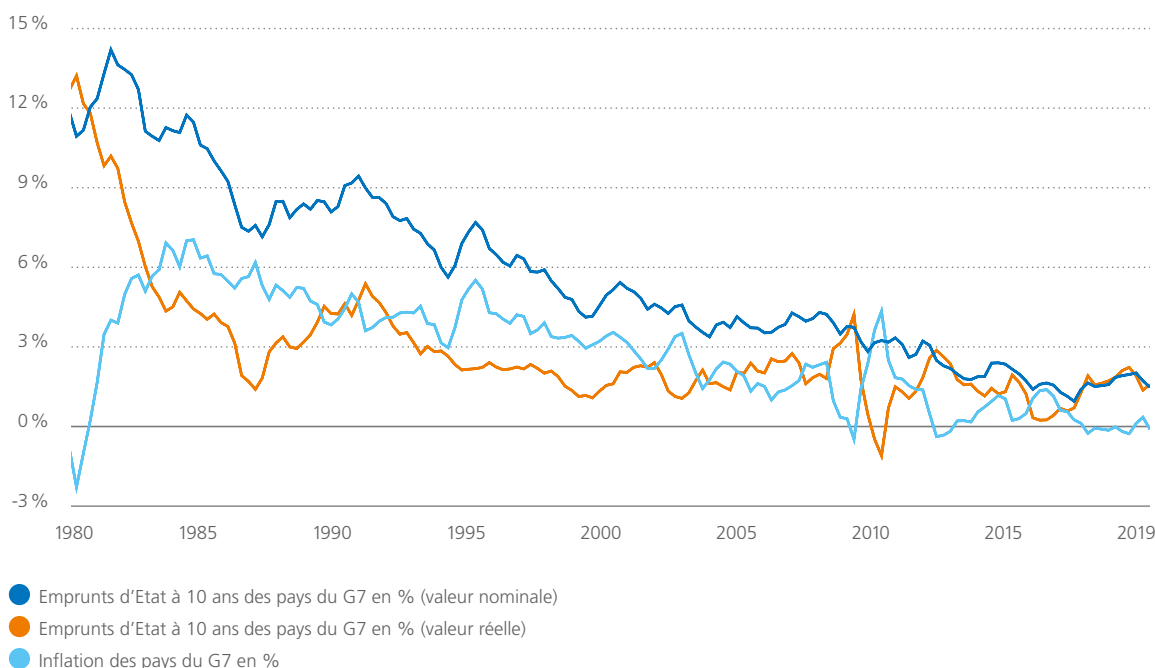
d'Etat des pays industrialisés augmente, dopée par les changements réglementaires qui ont suivi la crise financière: les banques ont en effet dû réduire le risque de leurs investissements. Tous ces facteurs ont entraîné un recul des taux d'intérêt.

Compte tenu de cet environnement de taux bas latents d'origine structurelle, les taux d'intérêt négatifs, qui ont été décidés au niveau politique, sont comparables à la pointe de l'iceberg visible au-dessus des flots. En tant qu'une des composantes de la politique monétaire expansionniste, ils renforcent en partie les effets du bas niveau général des taux d'intérêt. Les taux négatifs constituent une décision politique délibérée. Il est dès lors indispensable d'analyser distinctement leur nécessité et leurs incidences.

Graphique 3

Un recul des taux d'intérêt nominaux dû en grande partie à la baisse de l'inflation

en %

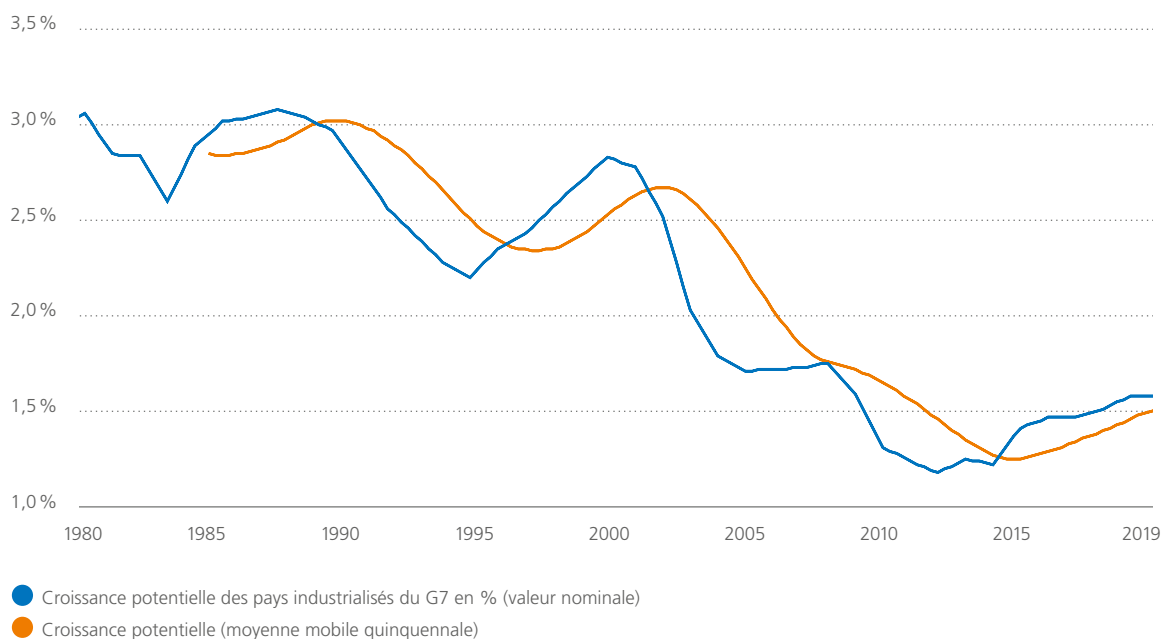


Sources: FMI, OCDE, Thomson Reuters

Graphique 4

Baisse des taux d'intérêt réels d'environ 150 points de base en raison du ralentissement de la croissance

en %

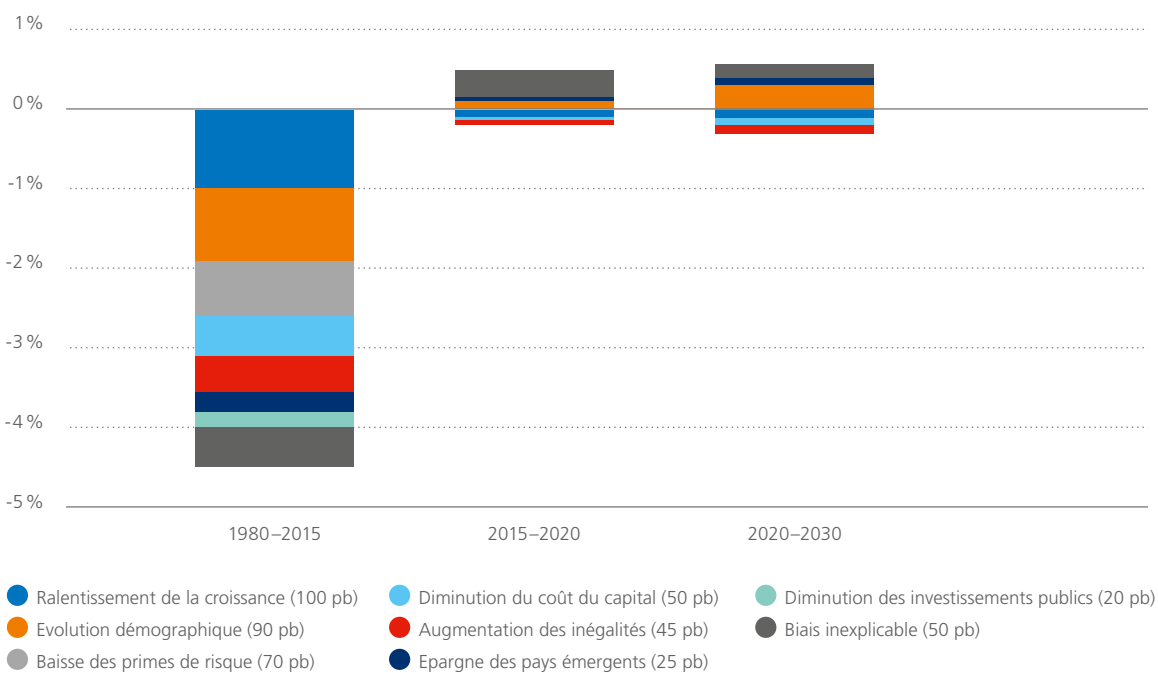


Sources: FMI, OCDE, Thomson Reuters

Graphique 5

Facteurs à l'origine de la baisse des taux d'intérêt réels de 450 points de base depuis les années 1980

Variation du taux d'intérêt neutre mondial (en %) et des facteurs cités (pb)



Sources: Rachel, L. et Smith, T.D. (2017). Are Low Real Interest Rates Here To Stay? IJCB.

2. Les taux d'intérêt négatifs: ni efficaces, ni nécessaires

Le contexte qui avait motivé l'introduction de taux d'intérêt négatifs a évolué depuis 2015. Les taux négatifs influencent aujourd'hui beaucoup moins l'inflation, les taux de change et les placements en capitaux. Ils entraînent toutefois d'importants effets redistributifs des épargnants vers les emprunteurs, et des banques vers le secteur des exportations.

2.1 **Politique monétaire actuelle: un impact modeste sur les taux d'inflation**

Les risques déflationnistes sont largement jugulés, le franc suisse n'est plus surévalué et l'économie axée sur l'exportation a repris des couleurs depuis le choc du franc. Les conditions qui prévalaient au moment de l'introduction des taux d'intérêt négatifs ont évolué. Pourtant, les taux d'inflation restent bas (cf. illustration 6) et, à l'étranger, on note un récent fléchissement des perspectives de croissance et d'inflation.

Les expériences faites ces dernières années en Suisse, dans la zone euro et au Japon révèlent que les valeurs cibles ont à peine été atteintes, malgré une politique monétaire ultra-expansionniste. Les économistes de la BCE ont d'ailleurs montré l'effet

limité de la politique monétaire sur l'inflation³. L'affirmation selon laquelle, sans les taux d'intérêt négatifs, l'inflation aurait été encore plus faible à long terme est contestable. Il existe une forte corrélation entre les taux d'inflation des pays industrialisés, indépendamment de l'introduction ou non par les banques centrales concernées de taux d'intérêt négatifs. En raison des évolutions structurelles, une inflation modeste est de plus en plus reconnue comme un phénomène généralisé. Face à ces facteurs causaux, les mesures de politique monétaire sont largement inefficaces. Poursuivre sur une période prolongée cette politique monétaire inhabituelle qui va à l'encontre d'une tendance structurelle ne saurait donc être soutenable.

L'absence d'impact des taux d'intérêt négatifs sur les taux d'inflation suisses et étrangers fait tomber l'un des piliers sur lesquels reposait jusqu'ici l'écart de taux d'intérêt entre la Suisse et l'étranger.

A l'heure actuelle, les prix à la consommation sont en hausse de 0,3 %, et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'établit à 0,4 %. Dans ses prévisions, la BNS table sur une inflation de 0,4 % en 2019, 0,2 % en 2020 et 0,6 % en 2021. A court terme, le renchérissement évolue donc au sein de la marge de fluctuation de la BNS («entre 0 et 2 %»). La phase d'inflation négative qui a duré de 2011 à 2016 a été surmontée. Les prix à la consommation progressent depuis 2017.

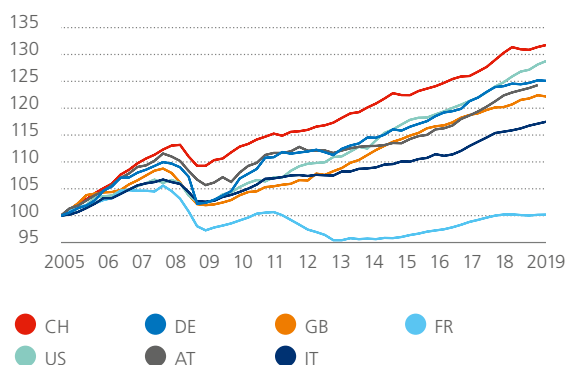
Depuis l'abandon du cours plancher en 2015, le bilan de la BNS a augmenté de 300 milliards de francs. Cela correspond approximativement à la hausse vécue durant la période – de durée quasi identique – du cours plancher et de la phase agitée des achats de devises avant l'instauration dudit cours. Le fait que la BNS ait déployé durant les deux phases une intervention d'ampleur similaire pourrait suggérer que ces interventions ont été un instrument efficace, et les taux d'intérêt négatifs beaucoup moins. Les banques ont largement protégé les particuliers (épargnants) des taux d'intérêt négatifs. Ces dernières années, elles n'ont pratiquement pas répercuté les intérêts négatifs ponctionnés sur les dépôts dépassant le montant exonéré.

3 Cf. Hammermann et al. 2019.

Graphique 6

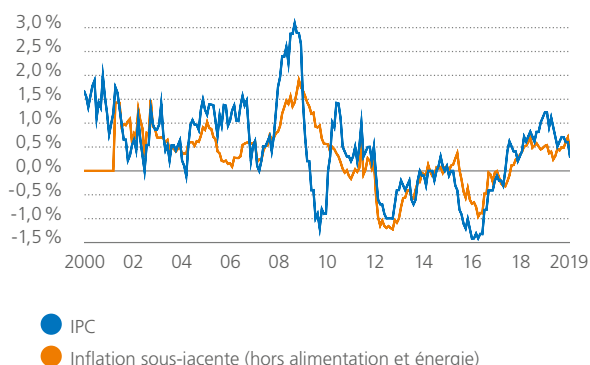
Croissance du PIB

PIB réel
(indice, 1^{er} T 2005 = 100)



Taux de renchérissement en Suisse

IPC: indice des prix à la consommation
(variation en %)



Source: Macrobond

2.2 Des signes positifs au niveau du commerce extérieur

La Suisse, petite économie ouverte, dépend fortement du commerce extérieur. Le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, entre-temps aboli, et les mesures de politique monétaire ensuite introduites par la BNS ont permis de remédier très rapidement à la surévaluation massive de notre monnaie. La BNS a ainsi réussi à stabiliser les prix du commerce extérieur et, par ricochet, la conjoncture.

Les chiffres du commerce extérieur montrent que les exportations ont rebondi depuis le choc du franc en 2015 et affichent une croissance solide. Ces deux dernières années, les exportations de marchandises ont en moyenne progressé de 5 % par an en termes réels et de 5,8 % par an en termes nominaux. Cet excédent du commerce de marchandises suit une tendance haussière ininterrompue et s'élève aujourd'hui à environ 2 milliards de francs par mois. La balance commerciale suisse présente elle aussi un excédent en hausse régulière, qui est aujourd'hui supérieur à 7 milliards de francs par trimestre.

Depuis longtemps, les exportations de produits pharmaceutiques et chimiques progressent plus rapidement que les exportations des autres marchandises et elles les ont dépassées pour la première fois en juin 2019. Les produits pharmaceutiques et chimiques représentent ainsi plus de la moitié des exportations de marchandises suisses et affichent une élasticité au taux de change modérée. On constate en revanche un recul régulier des exportations plus sensibles aux fluctuations des taux de change (biens non spécifiques produits en masse, par exemple). Ce repli est dû à un changement structurel, à l'œuvre depuis un certain temps sur la place industrielle helvétique, qui se caractérise par une réorientation vers les produits à forte valeur ajoutée et à haut niveau de connaissances. Le tourisme s'est clairement relevé au cours des trois dernières années. Depuis 2017, le nombre de nuitées hôtelières monte en flèche (cf. illustration 7 et 8). De même, la balance des transactions courantes fait état d'une reprise des services touristiques destinés à la clientèle étrangère. A l'inverse, les exportations de services stagnent depuis 2017.

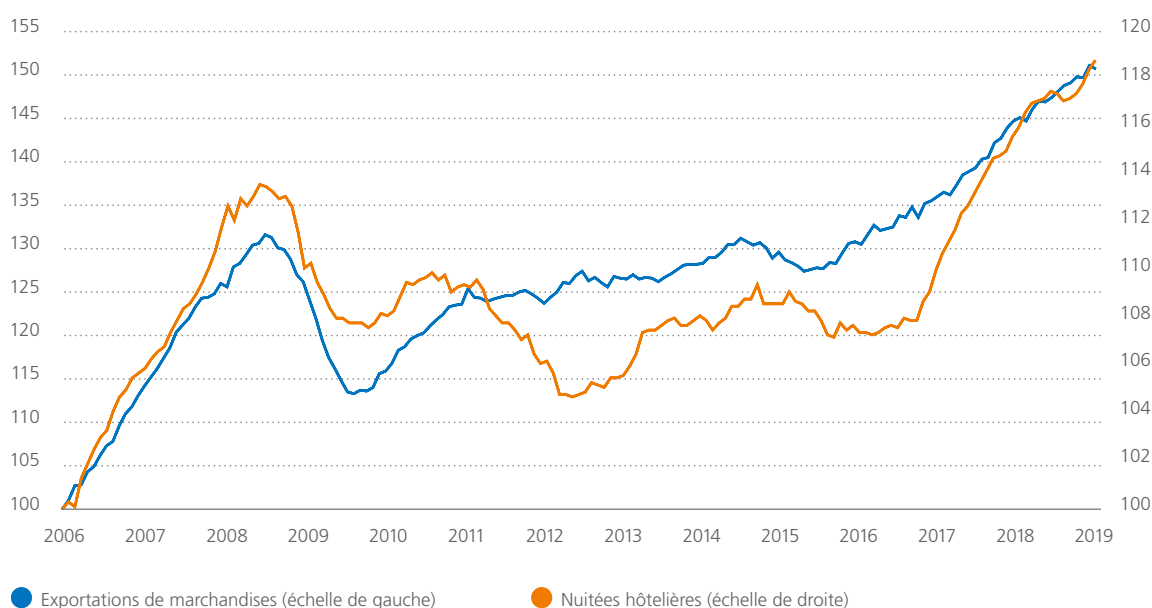
En observant la composition du PIB par secteurs économiques (cf. illustration 7) et l'évolution de ceux-ci depuis le premier trimestre 2009, on remarque immédiatement la part importante du secteur «Immobilier et autres services» et de celui de la construction: tous deux profitent des taux d'intérêt bas. En termes absolus, l'industrie est la deuxième plus importante contributrice à la croissance du PIB, malgré l'appréciation du franc. Le secteur financier est le seul secteur significatif à subir depuis 2009 un tassement en termes réels: ici, la création de valeur s'élève aujourd'hui à 1 milliard de francs par trimestre, soit 11 % de moins qu'il y a dix ans. Les taux d'intérêt négatifs sont l'une des principales causes de cette contraction.

L'évolution du marché du travail depuis le premier trimestre 2009 montre que les services financiers accusent les plus grandes pertes d'emplois en termes relatifs (-16 %, -20 500 en équivalents plein temps). Si ces chiffres sont en partie imputables aux effets du transfert des activités purement administratives vers d'autres secteurs (hors finance), la cause principale est à chercher du côté du changement structurel à l'œuvre sur la place financière. Certes, en termes absolus, l'industrie a perdu encore davantage de postes (-28 000), mais en termes relatifs, la perte n'est que de 4 %. Elle est en outre au moins partiellement due à la forte croissance de la productivité. Depuis 2009, l'économie suisse a au total profité de la création de plus de 400 000 nouveaux postes (+11 %).

Les secteurs orientés vers l'exportation suivent dans l'ensemble une trajectoire de croissance. Les risques déflationnistes sont largement jugulés. L'inflation évolue dans la marge de fluctuation définie par la BNS. Aujourd'hui, si des signes annoncent un tassement conjoncturel, il n'est pas comparable à la situation qui a précédé l'introduction des taux d'intérêt négatifs. Ces derniers induisent des effets redistributifs des épargnants vers les emprunteurs et d'un secteur bancaire atone vers l'économie d'exportation. Celle-ci profite de conditions avantageuses, tandis que l'épargne n'est pratiquement pas rémunérée et que les banques assistent à une coupe drastique de leurs marges d'intérêts. La pression exercée sur ces marges provient aussi du fait que les banques protègent les dépôts des épargnants contre les taux d'intérêt négatifs. Outre les épargnants, les consommateurs et les importateurs suisses supportent les coûts de la politique monétaire expansionniste, car leur pouvoir d'achat international s'effrite. Du point de vue économique général, la question de la nécessité de ces taux négatifs se pose donc.

Graphique 7

Les exportations de marchandises et les nuitées hôtelières à un niveau record (Indice, 2006 = 100)

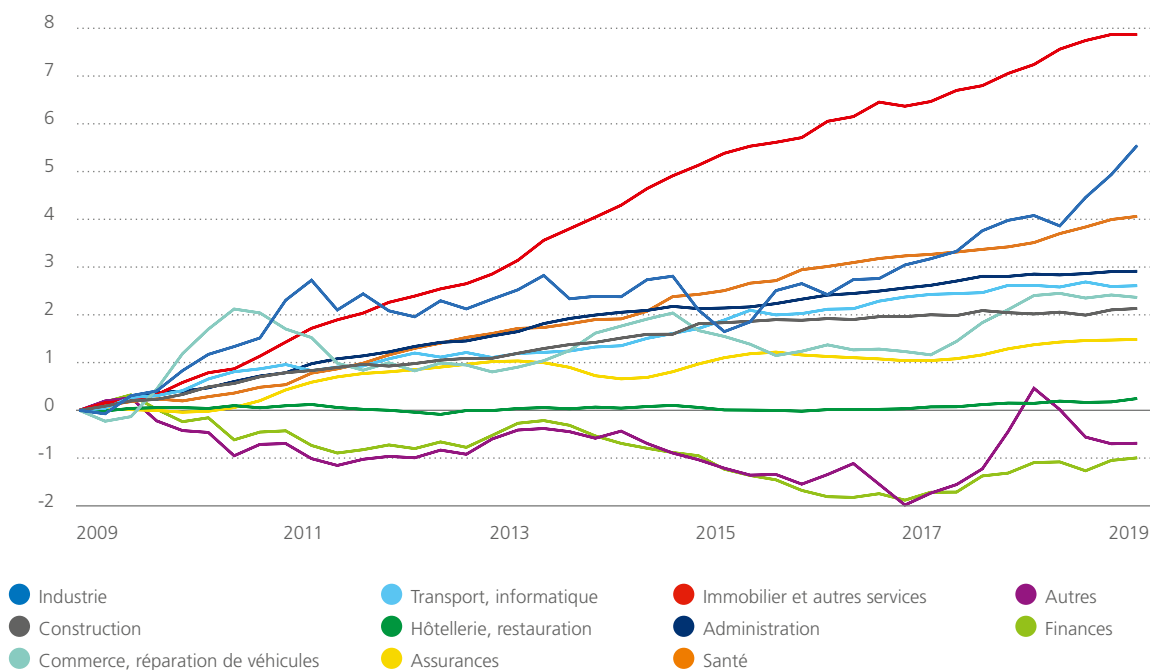


Source: Macrobond

Graphique 8

Valeur ajoutée brute par secteurs

Variation de la valeur nominale depuis le 1^{er} T 2009 (en mrd CHF/trimestre)



Remarque: le secteur «Immobilier et autres services» comprend les activités immobilières, les activités spécialisées, scientifiques et techniques ainsi que les autres services.

Source: Macrobond

3. Effets secondaires des taux d'intérêt négatifs

Les taux d'intérêt négatifs s'accompagnent de risques substantiels et de distorsions économiques significatives. Ils entraînent une mauvaise allocation du capital, affaiblissent de ce fait la compétitivité et pénalisent la constitution patrimoniale des épargnants d'aujourd'hui et des retraités de demain. Dans la mise en balance des intérêts, les dommages collatéraux se multiplient et pèsent de plus en plus lourd.

3.1 La mauvaise allocation des ressources induit des distorsions sur le marché immobilier

Les taux d'intérêt bas et négatifs ont provoqué des distorsions marquées sur le marché immobilier suisse. Avec la pénurie de placements due aux faibles rendements des placements à taux fixe, les prix (réels) de l'immobilier en Suisse ont nettement dépassé le pic atteint à la fin des années 1980, au plus fort de la dernière bulle immobilière (cf. illustration 9). Le taux de vacance, inférieur à 1 % il y a une décennie, s'établit aujourd'hui à 1,7 % (+40 000 unités environ, soit près du double) et devrait continuer de grimper.

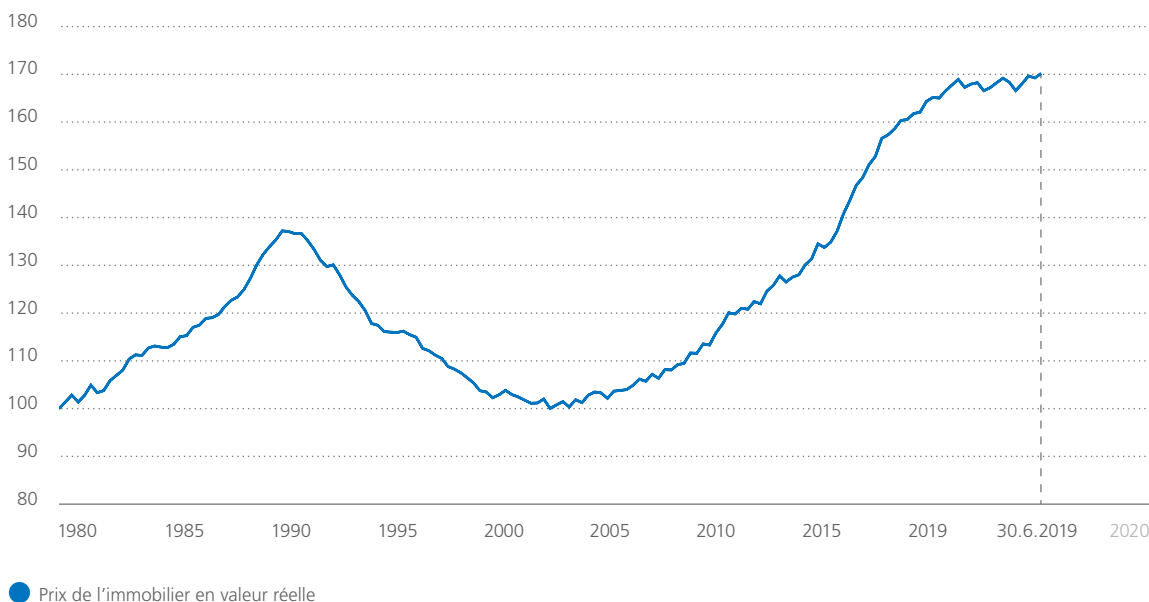
Une part non négligeable de ces vacances est sans doute à mettre sur le compte de la pénurie aigüe de placements. A l’heure actuelle, il semble en effet plus rentable d’investir dans un immeuble susceptible de rester inoccupé que de détenir des espèces ou des obligations. En d’autres termes, les taux d’intérêt négatifs ont abouti à une mauvaise allocation des ressources dans l’économie et accru le risque d’amortissements sur des biens immobiliers vides. Selon la BNS, les déséquilibres du marché hypothécaire et immobilier perdurent.⁴

Pour les banques, ces évolutions sont synonymes non seulement d’une contraction des marges d’intérêts, mais aussi d’un surcroît de réglementations introduites à des fins de correction dans le domaine hypothécaire. Les banques supportent de ce fait les coûts d’une réglementation mise en place en grande partie pour contrer les effets d’une politique monétaire excessivement expansionniste.

Graphique 9

Prix de l’immobilier en valeur réelle

Moyenne de tous les indices de prix disponibles (indice, 1980 = 100)



Source: UBS

4 BNS: Examen de la situation économique et monétaire du 19 septembre 2019.

Les effets retard de cette évolution pourraient être plus sérieux encore. Taux d'intérêt négatifs obligent, les rendements immobiliers ont atteint un tel point bas qu'en cas de récession, il resterait peu de marge de manœuvre pour compenser une éventuelle correction. Cette dernière pourrait avoir lieu même sans hausse des taux d'intérêt domestiques, par exemple en cas d'effondrement de la demande dans des secteurs suisses clés ou en cas de crise conjoncturelle à l'étranger.

3.2 Des problèmes accrus pour les caisses de prévoyance

La persistance de taux d'intérêt bas engendre plusieurs effets redistributifs des épargnants et des investisseurs vers les emprunteurs. En cas d'avoirs en épargne importants assortis d'une promesse de rente, comme dans le système de prévoyance suisse, les taux d'intérêt négatifs accentuent les défis latents inhérents à des taux durablement bas.

Du fait de la baisse continue des taux d'intérêt entre début 2009 et fin 2018, les rendements générés par les caisses de pension suisses sur leur portefeuille obligataire se sont situés aux alentours de 2,5 % en francs suisses, soit 3 % en devises étrangères; dans les années à venir, ils devraient plutôt s'établir à 0 %, voire évoluer en territoire négatif. En raison de la part élevée d'obligations prescrite par la réglementation pour les portefeuilles des caisses de pension (en général 20 à 50 %), le recul ininterrompu des taux d'intérêt ces dernières années a pu dans un premier temps masquer le besoin de réformes dans ce secteur, grâce à des rendements obligatoires particulièrement bons. En outre, les caisses de pension suisses détiennent une part importante de leur fortune sous forme d'immeubles. Les taux d'intérêt négatifs intensifient ainsi la pression haussière sur les prix immobiliers.

Pour les caisses de prévoyance, les taux d'intérêt négatifs accentuent à double titre la problématique du niveau déjà faible des taux. D'une part, les banques repercutent en partie les taux d'intérêt négatifs sur les plus gros clients, ce que sont précisément les caisses de pension. Selon l'Association suisse des institutions de prévoyance (ASIP), les caisses de prévoyance sont ponctionnées de quelque 400 millions de francs chaque année en raison de ces taux d'intérêt négatifs. D'autre part, les taux d'intérêt négatifs ont abaissé davantage encore le niveau général des intérêts en Suisse et érodé de façon pratiquement généralisée les revenus perçus

jusqu'ici par les assurés des caisses de pension. Cela ne fait que compliquer le défi lié au financement futur des rentes, qui se fera sans doute aux frais des plus jeunes générations.

Peu après l'introduction des taux d'intérêt négatifs en 2015 et dans sa réponse à une interpellation parlementaire, le Conseil fédéral avait déjà exprimé son inquiétude face aux répercussions sur le système de prévoyance: «D'une manière générale, la persistance de taux bas représente un défi majeur pour les institutions de prévoyance, et les intérêts négatifs aggravent encore la situation. Les institutions de prévoyance doivent soit prendre plus de risques afin d'obtenir tout de même des rendements positifs (par ex. dans le domaine des créances et des obligations), soit composer avec des intérêts négatifs. Combinés aux effets directs de la rémunération négative des liquidités nécessaires pour le versement des rentes, les risques plus élevés peuvent à moyen ou long terme engendrer des pertes supplémentaires.»

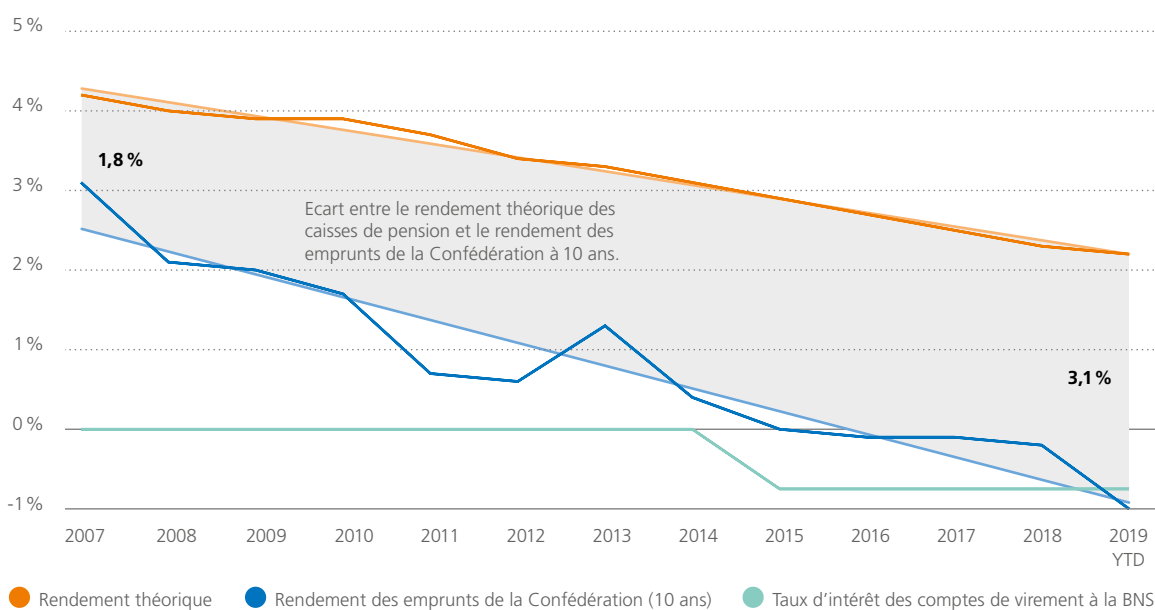
La pénurie de placements dans le système de prévoyance est mise en évidence par le creusement du différentiel de taux d'intérêt entre le rendement théorique des caisses de pension et les rendements des placements sans risque (cf. illustration 10): le rendement théorique correspond au revenu que la caisse de pension devrait dégager à l'aide de ses placements financiers pour maintenir un taux de couverture constant. Si le revenu obtenu est inférieur, le taux de couverture baisse. A la suite des nouvelles dispositions relatives à l'âge de la retraite, aux cotisations des assurés, au taux de conversion et à d'autres chiffres clés, les rendements théoriques ont baissé depuis 2007.

Or, les rendements sans risque (tels ceux servis sur les emprunts de la Confédération à 10 ans) ont chuté plus encore. L'observation des tendances montre que le différentiel est passé de 1,8 % en 2007 à 3,1 % en 2019. Afin de garantir la couverture de leurs prestations d'assurance, les caisses de pension doivent dégager des rendements beaucoup plus importants, comme l'avait affirmé le Conseil fédéral. Elles n'ont d'autre solution que d'orienter l'allocation d'actifs vers des placements plus risqués, et donc associés à des rendements plus élevés. Comme la rémunération du risque a également baissé ces dernières années, une prise de risque disproportionnée est nécessaire. La préférence va alors souvent à l'immobilier et aux immeubles de rapport en Suisse.

Graphique 10

Pénurie de placements des caisses de pension

en %



Remarque: le rendement théorique correspond au revenu qu'une caisse de pension doit dégager pour assurer la stabilité du taux de couverture. L'écart entre le rendement théorique et le rendement de placements à faible risque doit être comblé au moyen d'une prise de risque supplémentaire.

Sources: ASB, BNS, Swisscanto

Les taux d'intérêt négatifs ont également un impact considérable sur l'évolution des avoirs de prévoyance du pilier 3a et des fondations de libre passage.

3.3 La mauvaise allocation ralentit le changement structurel

Les taux d'intérêt négatifs contribuent à de mauvais investissements, ce qui entrave à court terme la croissance et l'évolution des prix. Dans l'environnement de taux actuel, on remarque aussi des investissements que l'on ne saurait justifier dans un contexte de rentabilité habituel. Outre les distorsions susmentionnées au niveau des placements, l'économie réelle est aussi concernée.

Le risque est de voir des capacités de production excédentaires se constituer dans divers secteurs, avec pour résultat une inflation obstinément figée au-dessous du niveau souhaité, créant ainsi de nouvelles incitations à s'accrocher aux taux d'intérêt négatifs. Ce phénomène est connu sous le nom de «japonisation».

Pour les entreprises, les taux d'intérêt négatifs sont synonymes d'une baisse substantielle de la charge des intérêts. Le risque de faillite en cas de surendettement – risque essentiel dans une économie de marché – perd de son effet dissuasif. La pression à innover décline, ce qui freine les gains de productivité et la compétitivité. Dans certains pays, on observe déjà une multiplication de ces «entreprises zombies» qui, en temps normal, auraient déjà dû mettre la clé sous la porte.

Il est dans l'ensemble évident que les taux d'intérêt négatifs ne peuvent pas déboucher sur une croissance viable. Ils encouragent le surinvestissement et la préconsommation, autrement dit la future croissance potentielle est avancée dans le temps.

Les taux d'intérêt négatifs pénalisent les épargnants tout en incitant fortement l'Etat, les entreprises et les ménages à s'endetter davantage. Le niveau de la dette des ménages suisses (leasing automobile, crédits en liquide et crédits à la consommation) a augmenté de 60 % depuis 2004 et atteint 23,5 milliards de francs fin 2018⁵. Au lendemain de la crise financière, l'endettement s'est envolé dans la quasi-totalité des pays industrialisés. C'est en particulier l'endettement des Etats et des entreprises qui a pris l'ascenseur ces dernières années. Résultat: une moindre pression à déployer des programmes d'austérité et à se désendetter progressivement.

Or, lorsque le niveau d'endettement est très élevé, une sortie de la politique monétaire ultra-expansionniste paraît d'autant moins réaliste qu'un net relèvement des taux d'intérêt entraînerait une récession profonde (que l'on qualifie de «récession de bilan»). Les taux d'intérêt négatifs sont maintenus en place afin d'éviter les effets néfastes des défauts de paiement et des faillites.

5 NZZ du 8 octobre 2019: «Die private Verschuldung steigt markant» (l'endettement privé est en forte hausse).

Par **récession de bilan**, on entend une situation dans laquelle non seulement les ménages épargnent, mais également les entreprises et les banques. Elles cherchent ainsi à compenser par de l'épargne les pertes de valeur de leurs actifs. Ce phénomène intervient en particulier au lendemain des crises financières et peut provoquer une stagnation prolongée. La récession qui a frappé le Japon après 1990 est souvent citée comme l'exemple type d'une récession de bilan.

3.4 Incitation accrue à la prise de risque

Les taux d'intérêt négatifs pratiqués par les banques centrales pèsent directement sur les banques: en 2018, les taux d'intérêt négatifs ont rapporté 2 milliards de francs à la BNS et 7,5 milliards d'euros à la BCE, ce qui a sévèrement entamé la rentabilité des banques. Tenant compte de cet état de fait, la BNS a augmenté le montant exonéré des avoirs en compte de virement dans son examen de la situation économique et monétaire du 19 septembre 2019. Avec cette adaptation, les recettes que la BNS perçoit en lien avec les intérêts négatifs devraient être pratiquement divisées par deux, mais demeurent une charge considérable pour le secteur financier.

Ce nouveau mode de calcul du montant exonéré ne concerne pas toutes les banques de la même façon. Tout dépend de leur modèle d'affaires. Cela illustre bien la difficulté de créer une telle réglementation sans affecter la compétitivité. Puisque les banques protègent surtout les clients privés des taux d'intérêt négatifs, elles doivent subventionner de manière croisée les intérêts sur les dépôts au moyen d'opérations à l'actif (octrois de crédit). D'un point de vue économique, les taux d'intérêt négatifs sont assimilables à un impôt. Les recettes de la BNS deviennent ainsi un enjeu de la politique.

Les taux d'intérêt négatifs érodent la marge d'intérêt et le potentiel de revenu des banques. Ces dernières sont ainsi moins incitées à s'impliquer dans des activités à plus haut risque et à réduire des crédits peu risqués.

Dans certains pays européens, certaines banques affichent toujours un faible niveau de capitalisation et détiennent un volume élevé de créances douteuses, ce qui peut provoquer un effondrement du crédit.

En Europe comme en Suisse, l'économie est davantage tributaire de l'octroi de crédits par les banques qu'aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Afin de contrer l'érosion des marges, les banques sont tentées d'élargir leur volume de crédits. Compte tenu de la menace éventuelle sur la stabilité financière, cela pourrait entraîner de nouvelles interventions des banques centrales dans le domaine macroprudentiel.

La fuite vers le risque et le volume peut compromettre la stabilité, par exemple dans un contexte d'affaiblissement cyclique. A l'heure actuelle, ce risque demeure plutôt contenu en Suisse. Néanmoins, sur le plan tendanciel, la politique de taux d'intérêt négatifs de la BNS agit à l'encontre de sa contribution à la stabilité financière.

3.5 Le maintien de taux d'intérêt négatifs crée un sentiment général d'insécurité

Si les taux d'intérêt négatifs devaient perdurer d'année en année sans qu'aucun changement ne se profile dans un futur proche, il en résulterait des effets psychologiques à ne pas sous-estimer sur les entreprises et les ménages. Des taux d'intérêt négatifs persistants sont associés à un «scénario de crise». Loin d'être stimulants, ils étouffent l'activité économique et atténuent l'inflation.

Dans l'état d'exception et de crise suggéré, la propension à payer pour la sécurité s'accroît. La demande d'emprunts d'Etat augmente, ce qui ne fait qu'entretenir le bas niveau des taux. La demande d'épargne des particuliers est élevée et continue de croître considérablement, ce d'autant plus que les taux réels sont négatifs. Ainsi, l'écart se creuse entre les riches, qui tirent parti du renchérissement des valeurs mobilières, et les couches de population qui, avec leurs économies, ne peuvent pas se permettre de prendre des risques. De telles évolutions recèlent des risques sociaux et politiques, comme l'illustrent différents exemples à l'étranger. Cette problématique deviendrait des plus aigües si les banques étaient contraintes de répercuter dans une plus grande mesure les taux d'intérêt négatifs sur leur clientèle.

4. Conclusion: déclencher la sortie du «scénario de crise»

Des analyses empiriques montrent que les effets souhaités des taux d'intérêt négatifs sur l'économie se sont estompés. Alors que les principales statistiques économiques se sont améliorées, les taux d'intérêt négatifs aggravent les risques et les dommages collatéraux. Dans l'examen global de la situation, on constate que les circonstances qui ont motivé de tels taux n'ont plus cours aujourd'hui.

Les récentes baisses de taux de la BCE et de la Fed ont mis la BNS sous pression de leur emboîter le pas en septembre 2019. La BNS n'en a cependant rien fait et a allégé la charge des banques en augmentant le montant exonéré. Il convient de saluer sa décision. Elle a ainsi prouvé son indépendance et évité à l'économie nationale de subir de nouveaux dommages.

Simultanément se pose la question de savoir comment la BNS entend dorénavant façonner sa politique monétaire. Aucun signe clair d'abandon de la politique menée jusqu'à présent n'est perceptible, que ce soit dans la zone euro ou aux Etats-Unis. La pression sur la BNS, l'incitant à poursuivre sur la voie des taux d'intérêt négatifs, devrait donc se maintenir. Par ailleurs, l'économie suisse ne connaît en réalité pas un

«scénario de crise»: l'inflation évolue actuellement au sein de la marge de fluctuation définie, soit entre 0 et 2 %. En outre, depuis l'introduction des taux d'intérêt négatifs, le franc s'est notablement déprécié par rapport au cours d'équilibre corrigé du pouvoir d'achat. L'économie d'exportation s'est relevée depuis le choc du franc. L'environnement économique qui avait justifié les taux d'intérêt négatifs en Suisse a évolué depuis. Or, avec le temps, les risques et les dommages collatéraux que la politique des taux d'intérêt négatifs fait peser sur l'économie s'accroissent: citons la formation de bulles sur les marchés, la pénurie de placements et les rendements affaiblis des caisses de prévoyance, la pénalisation des épargnants et du secteur financier ainsi que le sentiment de crise qui habite les consommateurs et les investisseurs.

Les taux d'intérêt négatifs sont en définitive comparables à un médicament administré d'urgence: malgré ses risques et effets secondaires importants, il peut être d'une grande utilité à court terme. Sur un horizon long cependant, il perd en efficacité alors que les effets secondaires et les dépendances, qui compliquent le sevrage, ne cessent de s'aggraver. Il n'est donc plus nécessaire de prolonger le «scénario de crise» des banques centrales.

Bibliographie

Banque centrale européenne (BCE)

Hammermann, F., Leonard, K., Nardelli, S. et Landesberger, J. (2019).

Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases, Economic Bulletin vol. 2, 69–92.

Rachel, L. et Smith, T.D.

Are Low Real Interest Rates Here To Stay? IJCB, 2017.

Banque nationale suisse (BNS)

Information des médias du 18 décembre 2014.

Remarques introductives de Thomas Jordan.

Examen de la situation économique et monétaire du 19 septembre 2019.

Chronique monétaire 1848–2019.

Swisscanto

Etude sur les caisses de pensions en Suisse en 2019.



•SwissBanking

Schweizerische Bankiervereinigung
Association suisse des banquiers
Associazione Svizzera dei Banchieri
Swiss Bankers Association

Aeschenplatz 7
Case postale 4182
CH-4002 Bâle

office@sba.ch
www.swissbanking.org