

Évolution des taux d'intérêt suisses : une perspective de 1852 à 2020

Une étude analyse l'évolution des taux d'intérêt, de change et d'inflation depuis le milieu du XIX^e siècle. Si le taux d'intérêt réel se trouve actuellement à un très bas niveau en Suisse, il ne s'agit pas d'une situation inédite. *Niko Hauzenberger, Florian Huber, Daniel Kaufmann, Rebecca Stuart, Cédric Tille*

Abrégé Comment ont évolué les taux d'intérêt, de change et d'inflation depuis le milieu du XIX^e siècle ? Une nouvelle base de données permet de mettre les changements des décennies récentes dans une perspective historique longue. La tendance de fond des taux d'intérêt, de change et d'inflation est ensuite obtenue en filtrant les mouvements temporaires, tout en tenant compte des changements structurels altérant la dynamique de l'économie. Il apparaît que si le taux d'intérêt réel (corrige de l'inflation) suisse se trouve actuellement à un niveau très bas en perspective historique, il ne s'agit pas d'une situation sans précédent, notamment pour le taux à court terme. S'il suit les mouvements du taux des autres pays, il peut également s'en éloigner, bien qu'un écart restreint s'observe depuis 20 ans. En outre, le taux suisse est influencé par la démographie, le vieillissement de la population exerçant une influence à la baisse.

La baisse des taux d'intérêt constitue un élément majeur de l'environnement économique depuis plusieurs décennies. Si ce phénomène reflète en partie une inflation plus faible, il est plus profond et s'inscrit dans la durée. En outre, il est présent dans plusieurs pays et n'est pas nouveau¹.

Mais qu'en est-il en Suisse ? Le Secrétariat d'État à l'économie a mandaté plusieurs études pour mieux comprendre les causes et les effets de l'environnement de taux bas. Une de ces analyses² permet notamment de comparer la situation du pays avec celle de ses principaux partenaires commerciaux, en prenant une perspective historique longue depuis le milieu du XIX^e siècle. Cet exercice représente plusieurs défis étant donné la disponibilité limitée des données et les changements structurels des politiques économiques.

S'il est aisé d'obtenir des données sur la période d'après-guerre, une analyse sur un horizon long se heurte à plusieurs obstacles. La disponibilité des données est limitée et la qualité de ces dernières doit être évaluée avec précaution,

au risque de tirer des conclusions erronées³. Le problème est particulièrement prononcé pour la Suisse, car plusieurs études ont déjà construit les bases de données nécessaires pour les grands pays, comme le Royaume-Uni.

Le taux d'intérêt nominal suisse devient moins fluctuant

Les chiffres disponibles pour les taux d'intérêt et de change – qui remontent au début du XX^e siècle – ont tout d'abord été complétés à l'aide d'archives de publications émanant de la Bourse de Bâle, de la Bourse de valeurs de Genève ou encore de la «*Neue Zürcher Zeitung*». Comme les taux d'intérêt et de change sont depuis longtemps des paramètres importants pour la conduite des affaires, ces publications les ont répertoriés de manière fiable. Ces données ont ensuite été reliées entre elles pour obtenir des valeurs trimestrielles depuis 1852, en veillant à plusieurs aspects techniques (détails des procédures de remboursement des obligations, etc.).

Il apparaît que le taux d'intérêt nominal de la Suisse sur les obligations en francs (maturité de 5 ans ou plus) a connu une évolution différente par rapport à celui d'une sélection de pays étrangers. Le taux suisse était en effet plus élevé jusqu'à la fin de la Seconde Guerre mondiale, particulièrement avant la Grande Guerre de 1914–1918 (voir *illustration 1*, p. 8). Le franc suisse n'avait alors pas encore le statut de valeur refuge. La situation s'est ensuite inversée. Si le taux d'intérêt suisse connaît des fluctuations similaires à celles des taux étrangers, ces fluctuations demeurent plus modérées.

1 Del Negro et al. (2019).
2 Hauzenberger et al. (2021).
3 Kaufmann (2020).

La construction des données d'inflation est plus complexe. Si les prix à la consommation sont disponibles depuis 1921, il n'existe que des chiffres annuels des prix à la production pour la période antérieure. Ces valeurs étant un indice d'un nombre restreint de prix, elles sont davantage sujettes à des erreurs de mesure que les chiffres des taux d'intérêt provenant des marchés financiers.

Les valeurs trimestrielles pour les prix à la consommation depuis 1852 sont construites sur la base de deux éléments. Premièrement, des prix suisses fiables sont disponibles depuis 1921; deuxièmement, des données solides existent pour les prix au Royaume-Uni, ainsi que pour les

taux d'intérêt et de change au Royaume-Uni et en Suisse. La relation entre les différentes variables depuis 1921 est estimée⁴, puis combinée avec les variables fiables sur les décennies précédentes pour obtenir les valeurs trimestrielles des prix suisses à la consommation. Cette approche est particulièrement indiquée, car les taux d'inflation étaient très similaires entre les différents pays au XIX^e siècle⁵.

Le taux d'intérêt réel suisse à très bas niveau

La volatilité temporaire des données doit par ailleurs être filtrée pour pouvoir analyser la tendance de fond. Le modèle théorique habituellement utilisé⁶ nécessite une structure stable des relations entre les variables, ce qui est peu vraisemblable sur une période de 170 ans. Une autre approche empirique⁷ a donc été adaptée afin de prendre en compte d'éventuels changements structurels – même abrupts –, permettant ainsi de calculer une valeur de tendance sous-jacente pour chaque variable. Cette valeur est celle à laquelle chaque variable se stabiliserait à long terme en l'absence de chocs temporaires. Une telle approche a l'avantage de permettre à cette valeur de varier à travers le temps, et donc de prendre en compte des changements structurels comme le régime de taux de change.

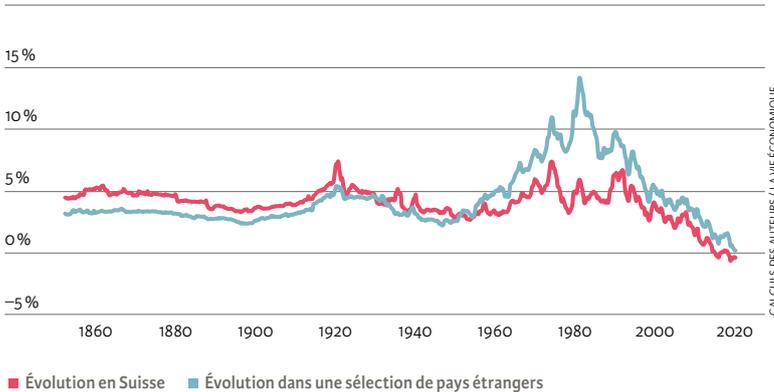
Le taux d'intérêt réel (c'est-à-dire corrigé de l'inflation) représente la variable la plus intéressante. La valeur de tendance sous-jacente estimée pour la Suisse a été stable jusqu'en 1930, avant de baisser nettement. Elle est ensuite demeurée à un niveau faible jusqu'en 1980, puis est remontée jusqu'au milieu des années 1990, sans pour autant retrouver son niveau initial. Elle est finalement repartie à la baisse pour atteindre une valeur très basse en perspective historique. La valeur pour le reste du monde a connu des cycles similaires, mais avec des différences notables. En particulier, la remontée des années 1980 a été plus marquée, ainsi que la baisse qui a suivi (voir *illustration 2*).

Outre le taux d'intérêt des obligations de longue maturité, l'analyse porte également sur le taux d'intérêt à court terme. La différence entre ces deux taux (appelée «prime de terme») était

4 Cette estimation a été réalisée à l'aide de la méthode développée par Schorfheide et Song (2015).
 5 Gerlach et Stuart (2021).
 6 Davantage de détails sur ce modèle dans Laubach et Williams (2016).
 7 Pour davantage de détails sur cette méthode, voir Beveridge et Nelson (1981).

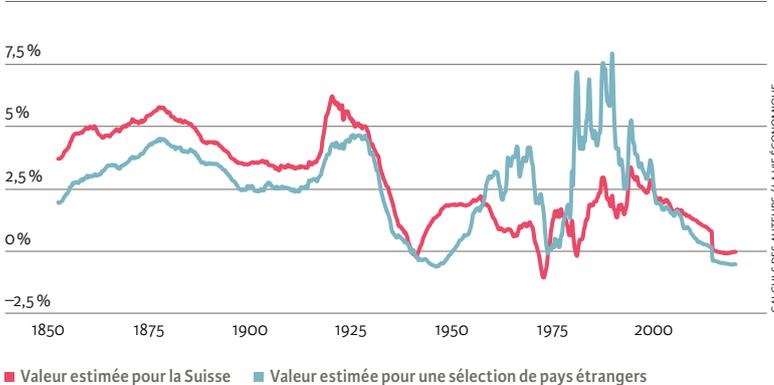
III. 1. Évolution du taux d'intérêt nominal sur les obligations (1852–2020)

20% Taux d'intérêt nominal (maturité de 5 ans ou plus)



III. 2. Évolution du taux d'intérêt réel sous-jacent (1852–2020)

10% Taux d'intérêt réel sous-jacent (maturité de 5 ans ou plus)



Le Royaume-Uni a été pris comme point de comparaison jusqu'en 1914 pour illustrer les «pays étrangers». La moyenne du Royaume-Uni et des États-Unis a ensuite été utilisée jusqu'en 1963. La moyenne de neuf pays (Royaume-Uni, États-Unis, Autriche, France, Allemagne, Inde, Italie, Japon, Pays-Bas) a finalement été prise en compte après 1963 et pondérée par le commerce extérieur de la Suisse.

nulle au XIX^e siècle, montrant l'absence de risque d'inflation à long terme. La forte inflation pendant la Première Guerre mondiale a conduit à une hausse de la prime de terme. Celle-ci est ensuite restée autour de 2 % jusqu'à ce que l'inflation sous-jacente diminue à partir des années 1990. Cette évolution peut refléter le risque d'inflation, qui a persisté jusqu'à récemment.

Quels facteurs influencent le taux suisse ?

Une analyse économétrique simple permet d'identifier quelques facteurs derrière les fluctuations du taux d'intérêt sous-jacent en Suisse. Tout d'abord, celui-ci reflète – sans surprise – le cycle mondial qui affecte le taux sous-jacent des autres pays. Ensuite, la démographie joue un rôle, car le taux est plus bas lorsque la proportion de jeunes dans la population est faible ou que la proportion de retraités est élevée. Plusieurs études portant sur d'autres pays ont souligné cet impact du vieillissement de la population⁸.

L'analyse permet également de constater que le taux sous-jacent suisse est plus élevé

(relativement au taux étranger) durant la période qui suit le changement du cadre de la politique monétaire suisse en 2000. Ceci s'explique probablement par le fait que, sur cette période, les autres banques centrales ont également ajusté le cadre de leur politique pour adopter un accent plus clair sur la stabilité des prix, se rapprochant ainsi de la Suisse. Cette dernière est donc devenue moins « spéciale », un aspect également relevé dans d'autres études⁹.

- 8 Voir notamment Fiorentini et al. (2018).
9 Voir notamment Engel et Wu (2018).

Niko Hauzenberger

Chercheur postdoctoral, Université de Salzbourg (Autriche)

Florian Huber

Professeur de macroéconomie empirique, Université de Salzbourg (Autriche)

Daniel Kaufmann

Professeur assistant de macroéconomie appliquée à l'Université de Neuchâtel, chercheur associé au Centre de recherches conjoncturelles (KOF) de l'École polytechnique fédérale de Zurich (EPFZ)

Rebecca Stuart

Chercheuse postdoctorale, Université de Neuchâtel

Cédric Tille

Professeur d'économie, Institut de hautes études internationales et du développement (Iheid), Genève

Bibliographie

Beveridge S. et Nelson C. R. (1981). « A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the 'business cycle' ». *Journal of Monetary Economics*, 7(2) : 151–174.

Del Negro M., Giannone D., Giannoni M. P. et Tambalotti A. (2019). « Global trends in interest rates ». *Journal of International Economics*, 118(C) : 248–262.

Engel C. M. et Wu S. P. Y. (2018). « Liquidity and exchange rates – An empirical investigation ». *CEPR Discussion Papers*, 13401.

Fiorentini G., Galesi A., Pérez-Quirós G. et Sentana E. (2018). « The rise and fall of the natural interest rate ». *CEPR Discussion Papers*, 13042.

Gerlach S. et Stuart R. (2021). *International Co-movements of Inflation, 1851–1913*. IRENE Working Papers 21-02, Institut de recherches économiques, Université de Neuchâtel.

Hauzenberger N., Huber F., Kaufmann D., Stuart R. et Tille C. (2021). « Interest rates in Switzerland 1852–2020 ». *Grundlagen für die Wirtschaftspolitik*, N°24, Secrétariat d'État à l'économie, Berne.

Kaufmann D. (2020). « Is deflation costly after all? The perils of erroneous historical classifications ». *Journal of Applied Econometrics*, 35(5) : 614–628.

Laubach T. et Williams J. C. (2016). « Measuring the natural rate of interest redux ». *Finance and Economics Discussion Series*, 2016-11, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine.

Schorfheide F. et Song D. (2015). « Real-time forecasting with a mixed-frequency var ». *Journal of Business & Economic Statistics*, 33(3) : 366–380.