



Les taux d'intérêt négatifs n'ont pas relancé le marché immobilier. Thomas Jordan, président de la Banque nationale suisse, au siège zurichois de l'institution.

« Nous avons encore de la marge pour abaisser les taux d'intérêt »

Pour Thomas Jordan, les taux d'intérêt négatifs ont fait leurs preuves. Le président de la Banque nationale suisse (BNS) n'exclut pas de les abaisser davantage au cas où la pression sur le franc s'accroîtrait. Il explique également que la faiblesse actuelle de la croissance mondiale est d'origine structurelle. Cette question concerne donc d'abord le gouvernement.

Susanne Blank

Monsieur Jordan, le métier de président de la banque nationale est-il devenu plus difficile ces dix dernières années ?

Depuis presque dix ans, nous nous trouvons dans une situation exceptionnelle. Le calme

n'est jamais revenu après l'éclatement de la crise financière de l'été 2007. Une crise chasse l'autre. La Banque nationale suisse (BNS) doit utiliser des moyens qu'elle n'avait jamais déployés dans le passé. Son his-

toire est cependant jalonnée de phases difficiles qui ont dû être surmontées.

Les choses se sont compliquées ?

Depuis quelque temps, le directoire est confronté à des tâches et à des décisions inhabituelles. Il en sera sans doute encore ainsi pour un certain temps. Nous résolvons ces problèmes avec nos collaborateurs qui sont très bien préparés et fortement motivés.

Le niveau des taux d'intérêt baisse depuis des années. Comment l'expliquer ?

Il importe de distinguer entre taux nominaux et taux réels. Ces vingt à vingt-cinq dernières années, l'inflation n'a cessé de diminuer dans plusieurs pays, en passant de deux chiffres à quasiment zéro. En conséquence, les taux d'intérêt nominaux ont baissé. Pour autant que les conditions restent les mêmes, l'épargne sera moins exigeante au niveau des taux d'intérêt si l'inflation recule. Nous constatons toutefois qu'en outre, les taux d'intérêt réels – soit déflatés de l'inflation – ont également baissé.

Pourquoi ?

En premier lieu, il faut noter le rôle que certaines interventions ont joué à des moments précis. Ainsi, à la suite de la crise financière, la politique monétaire est devenue expansive et a fait baisser les taux d'intérêt en dessous de leur valeur habituelle, soit le taux d'équilibre réel. En second lieu, de nombreux indices établissent que même ce taux est plus faible qu'autrefois. La démographie en est l'une des causes : la population gagne en longévité, elle est donc davantage incitée à épargner pendant sa vie active, ce qui affaiblit le taux d'intérêt réel. Outre cela, certains indices montrent que la croissance de la productivité est aujourd'hui plus faible qu'il y a encore vingt ou trente ans. Ce facteur pourrait accentuer la pression sur le taux d'équilibre réel.

Dans aucun autre pays, les taux d'intérêt à court et à long termes ne sont aussi bas qu'en Suisse. Qu'en disent vos homologues étrangers ?

Mes collègues à l'étranger voient aussi que le franc est une valeur refuge et qu'en Suisse, les taux

L'invité

Thomas Jordan est né à Bienne en 1963. Il a étudié les sciences économiques à l'université de Berne et y fait son doctorat en présentant un travail sur l'Union monétaire européenne. Après un séjour de recherche de trois ans à Harvard (États-Unis), il entre à la BNS en 1997, où il est d'abord conseiller scientifique. Depuis 2007, il est membre du directoire et en 2012, le Conseil fédéral l'en nomme président. La mission de la BNS consiste à garantir la stabilité des prix. Thomas Jordan représente la Suisse au conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux (BRI), au Conseil de stabilité financière (CSF) et au conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international.

« Le franc est toujours nettement surévalué par rapport à l'euro. »

d'intérêt sont historiquement et logiquement plus bas que dans d'autres pays.

À mi-mars, la Réserve fédérale américaine (Fed) a décidé de relever son taux directeur. Un virage des taux est-il en vue, à plus long terme ? La Banque centrale européenne (BCE) pourrait-elle éventuellement s'y associer ?

Aux États-Unis, la politique monétaire semble se normaliser. La Fed a annoncé qu'au cas où l'évolution serait favorable, elle prévoyait de nou-

veaux relèvements des taux d'intérêt. Voilà un signal très positif. Il signifie qu'une partie importante de l'économie mondiale est si robuste que l'on peut envisager de relever les taux d'intérêt. En Europe, la reprise économique est certes en

cours, mais elle n'est pas encore aussi vigoureuse qu'aux États-Unis. L'inflation n'y est pas non plus remontée assez fortement et durablement pour que la BCE puisse relever les taux d'intérêt. Nous sommes toutefois convaincus que l'Europe aussi reviendra à la normale progressivement.

Que serait-il arrivé si, en décembre 2014, vous n'aviez pas introduit les taux d'intérêt négatifs sur les avoirs à vue ?

Le taux négatif est un pilier important de notre politique monétaire. Avant son introduction, les taux d'intérêt de l'euro étaient parfois même inférieurs à ceux du franc. Le différentiel habituel s'est donc inversé, ce qui a naturellement entraîné de forts investissements en francs. Avec l'introduction du taux négatif, il a été possible de rétablir partiellement le différentiel perdu, de sorte que les placements en francs rapportent de nouveau moins que ceux en euros. Cela a réduit la pression qui s'exerçait sur notre monnaie. Si nous ne l'avions pas fait, on aurait gagné davantage sur les placements en francs que sur ceux en euros et l'intérêt pour notre monnaie aurait encore augmenté.

Cela aurait-il signifié que notre industrie d'exportation n'aurait plus été compétitive et que le chômage aurait explosé ?

Exactement. Chaque appréciation du franc a automatiquement des répercussions sur les possibilités d'exporter et sur le niveau des prix en Suisse.

En effet, les biens exportés renchérissent et les biens importés deviennent meilleur marché. Une nouvelle appréciation aurait aggravé la situation économique. Il était donc important que la BNS intervienne.

Les taux d'intérêt négatifs ont-ils les effets attendus ?

Oui, l'effet escompté s'est produit. Cela ne veut toutefois pas dire que toute pression sur le franc puisse être amortie par ce seul moyen. En cas de fortes turbulences – par exemple lorsque des incertitudes d'ordre politique surviennent dans la zone euro ou en Europe –, la politique monétaire dispose d'un autre outil, à savoir la possibilité d'intervenir sur le marché des devises.

Ces interventions suscitent des critiques. Le montant du bilan a fortement augmenté, à plus de 700 milliards de francs. Quels sont les risques concomitants ?

C'est vrai, notre bilan est devenu énorme au cours de la crise. Il reflète en fin de compte l'effort fourni par la Banque nationale pour maîtriser la crise dans l'intérêt du pays. La majorité des actifs que nous détenons sont en devises étrangères et subissent donc des fluctuations de cours. Ces dernières n'ont, cependant, aucun effet sur nos options en matière de politique monétaire. Cela peut naturellement aboutir à ce que le bénéfice ne soit pas assez important pour être réparti entre la Confédération et les cantons. Cela a été le cas pour l'exercice 2013.

Le montant du bilan connaît-il un plafond à ne pas dépasser ?

Non, il n'y a pas de valeur limite fondée économiquement. Nous examinons toujours si une intervention et donc une expansion du bilan sont justifiées. Il faut que cela se justifie en termes de politique monétaire.

Vous évoquez un franc survalorisé. Pouvez-vous nous dire quel serait le cours équitable par rapport à l'euro ?

On ne peut donner de valeur exacte. C'est pourquoi nous nous gardons bien de citer un chiffre. Néanmoins, tous les indicateurs et modèles suggèrent que le franc est toujours nettement surévalué, en particulier par rapport à l'euro.

« La circulation d'argent liquide a augmenté, mais pas de façon disproportionnée. »

D'après le Fonds monétaire international, la politique des taux négatifs suivie par la BNS est un succès. Certains disent même qu'on pourrait encore les baisser. Qu'en pensez-vous ?

Nous sommes déjà allés loin avec un taux d'intérêt de -0,75 %. Cela dit, nous avons encore de la marge pour l'abaisser davantage. Nous évaluons toujours si une nouvelle diminution est justifiée et judicieuse, compte tenu des effets collatéraux.

Vous ne l'excluez donc pas ?

Non, nous ne l'excluons pas.

Certains milieux entendent stimuler l'économie par des recettes keynésiennes. Qu'en pensez-vous ?

Il faut être prudent avec de tels slogans. Pour discuter de la politique économique, il est très im-

portant d'analyser exactement le contexte et d'examiner les instruments à employer dans une situation donnée. Que les mesures prises portent alors l'étiquette de keynésianisme ou toute autre est secondaire et sans importance. Plusieurs pays ont aujourd'hui besoin avant tout de réformes structurelles, car le potentiel de croissance de leurs économies est trop faible.

La politique structurelle est l'affaire des gouvernements ?

Oui, assurément. Les banques centrales ne peuvent pas mener de politique structurelle. En ce qui concerne le potentiel de croissance, la politique monétaire n'a qu'une seule utilité, mais son importance est fondamentale : la stabilité des prix. À part cela, il est possible d'augmenter le potentiel de croissance en prenant des mesures d'ordre structurel, mais celles-ci ne peuvent être adoptées que par les parlements et les gouvernements. Il est ainsi possible de renforcer la souplesse du marché de l'emploi ou l'efficacité du système fiscal pour créer les bonnes incitations. L'infrastructure, la politique de la concurrence et la formation jouent également un grand rôle vis-à-vis du potentiel de croissance.

La BCE n'empêche-t-elle pas partiellement ces réformes structurelles par ses arrosages monétaires ?

Dans plusieurs pays, la politique monétaire a tenté de donner du temps aux gouvernements, pendant la crise, pour réaliser de telles réformes. Les gouvernements ont la responsabilité d'exploiter ce temps.

Depuis, dix ans ont passé.

Malheureusement, ce temps n'a pas été utilisé à bon escient, en plusieurs endroits. Cela provient notamment des divergences d'intérêts entre l'un et l'autre groupe, qui ont souvent empêché les réformes.

Avez-vous un exemple de pays qui ait bien maîtrisé le problème ?

En Europe, quelques pays – l'Espagne, la Grèce et la France – ont réalisé des réformes structurelles. Celles-ci ne se font toutefois pas encore sentir ou n'ont pas encore déployé tous leurs effets au vu des problèmes à régler. Les gouvernements qui



ont le courage de s'attaquer à ces réformes structurelles peuvent être sanctionnés par les électeurs aux prochains scrutins et ne pas être réélus. Cela réduit évidemment toute envie d'agir. La politique à long terme exige cependant que les problèmes fondamentaux soient un jour résolus.

Où y a-t-il en Suisse nécessité d'intervenir en matière de réformes structurelles ?

Force est de constater que le cadre économique suisse est de bonne qualité. Par rapport à l'étranger, nous disposons d'un marché du travail flexible et d'une administration efficace. Je crois que ce sont des conditions favorables. Il faut, toutefois, être conscient de leur importance si l'on veut préserver le haut niveau des salaires et la prospérité. Cette dernière ne doit pas être considérée comme acquise. Face à la concurrence mondiale, il ne faut pas grand-chose pour perdre tout à coup son avance en matière de conditions-cadres.

Le rejet de la réforme de la fiscalité des entreprises III, l'incertitude des relations avec

l'Europe ou l'augmentation de la densité normative entrent-ils dans ce cadre ?

Toutes ces questions sont importantes. La Banque nationale suisse observe toutefois une position de retrait et n'intervient pas dans les détails du débat politique.

Les caisses de prévoyance sont fortement affectées par les taux d'intérêt négatifs et le vieillissement démographique. Que peuvent-elles faire pour tenir leurs engagements en matière de rendement ?

Fondamentalement, ce sont surtout les faibles rendements offerts par les placements qui causent des problèmes aux caisses de prévoyance. Si une période de disette ne dure que quelques années, la question n'est pas si grave. Par contre, si le niveau des taux d'intérêt reste durablement faible, la situation du système de prévoyance empire fortement, parce qu'il a été conçu pour des rendements nettement supérieurs. Il ne reste alors d'autre possibilité que d'adapter les taux de conversion ou les taux d'intérêt dits techniques,



ce qui aura des effets sur les cotisations et les prestations.

Est-il exact que les taux d'intérêt négatifs de la BNS coûtent chaque année plus d'un milliard de francs aux banques du pays ?

En 2016, les rendements sur les avoirs à vue de la banque nationale ont été de l'ordre de 1,5 milliard de francs. Malgré les taux d'intérêt négatifs, le système bancaire a plutôt bien surmonté les problèmes ces deux dernières années. De nombreuses banques ont été capables de s'adapter au nouveau contexte et leurs bénéfices n'ont pas décroché.

Le modèle d'affaires des banques est cependant menacé.

Pour les banques, la situation actuelle représente un immense défi. Les taux d'intérêt des crédits hypothécaires ont chuté plus fortement que ceux des placements à vue et de l'épargne. Il en résulte que la marge d'intérêts s'est resserrée. Jusqu'ici, la plupart des banques ont été capables de s'accommoder relativement bien de la situation. Elles ont par exemple accordé plus d'hypothèques à long terme, où les rendements sont encore un peu plus élevés que celui des hypothèques Libor. Ainsi, les recettes sont restées élevées. Les risques ont toutefois augmenté, parce qu'une hypothèque à taux fixe et à long terme peut se révéler calamiteuse pour la banque le jour où les taux d'intérêt remontent.

Comment cela peut-il affecter la stabilité financière de ces banques ?

Si, par exemple, les changements de taux d'intérêt devaient occasionner des pertes, il importe que le système bancaire soit bien capitalisé pour les absorber. Grâce à une réglementation raisonnable, les banques sont assez bien capitalisées en Suisse.

Investit-on déjà davantage dans des placements à risque ?

Prenons le marché immobilier suisse, qui est normalement très sensible. Il s'est fortement dé-

veloppé après le début de la crise financière. Le volume des hypothèques et les prix de l'immobilier étaient alors en nette augmentation. Depuis deux ou trois ans, cette croissance s'infléchit, mais progressivement. Dans quelques segments, les prix reculent même légèrement. Cela signifie que les mesures prises par les autorités, comme l'introduction du volant anticyclique de fonds propres, ont de l'effet. Les taux d'intérêt négatifs n'ont donc pas relancé le marché immobilier. Tant la croissance des hypothèques que les prix de l'habitat restent cependant à un niveau élevé.

Les taux d'intérêt sur les comptes d'épargne fondent et les frais augmentent. Constatez-vous que les gens retirent leurs économies et les thésaurisent davantage ?

Non, nous ne le constatons pas. Nous observons certes que la circulation d'argent liquide a augmenté, mais pas de façon disproportionnée. Cette hausse est liée au contexte : en règle générale, la peur des crises pousse l'épargnant à accroître ses réserves en liquide.

Les épargnants retirent-ils leur argent des banques ?

En tout cas pas à cause du taux d'intérêt négatif, car, comme je l'ai dit, quasiment aucune banque ne l'applique aux petits épargnants. En outre, retirer de l'argent liquide à la banque entraîne des risques élevés : les épargnants peuvent le perdre ou se le faire voler. Le rendement est alors fortement négatif, donc inférieur au taux zéro des banques. Autre élément important pour les épargnants : en Suisse, nous avons une inflation très faible, ce qui préserve fortement le pouvoir d'achat de leurs économies.

« Grâce à une réglementation raisonnable, les banques sont assez bien capitalisées en Suisse. »

Entretien: Susanne Blank,
Rédactrice en chef de *La Vie économique*