

# Le franc fort et le rôle de la politique monétaire

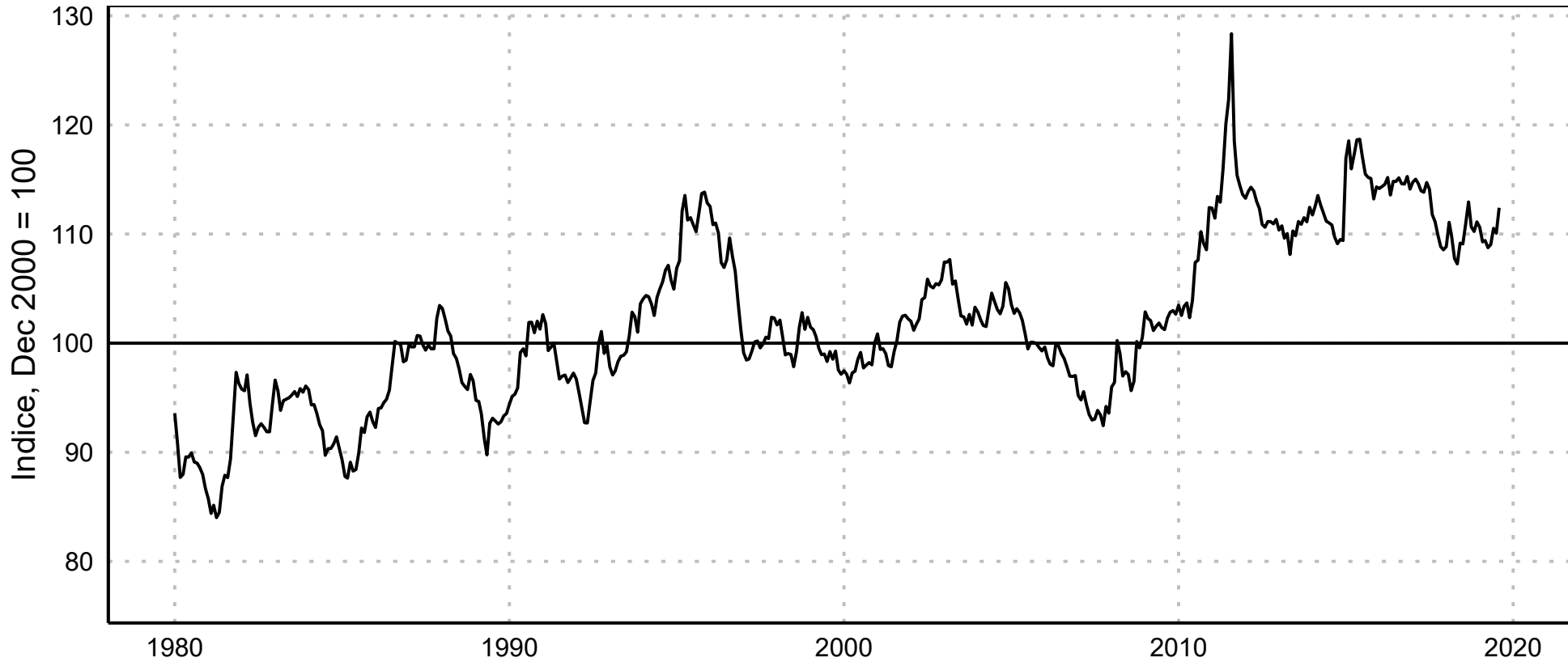
Daniel Kaufmann

Université de Neuchâtel & KOF Centre de recherches conjoncturelles

CVCI, Lausanne, 26 septembre 2019

# Appréciation forte et permanente depuis 2010

Taux de change effectif réel, basé sur l'IPC (1980-2019)



# Le courant normal

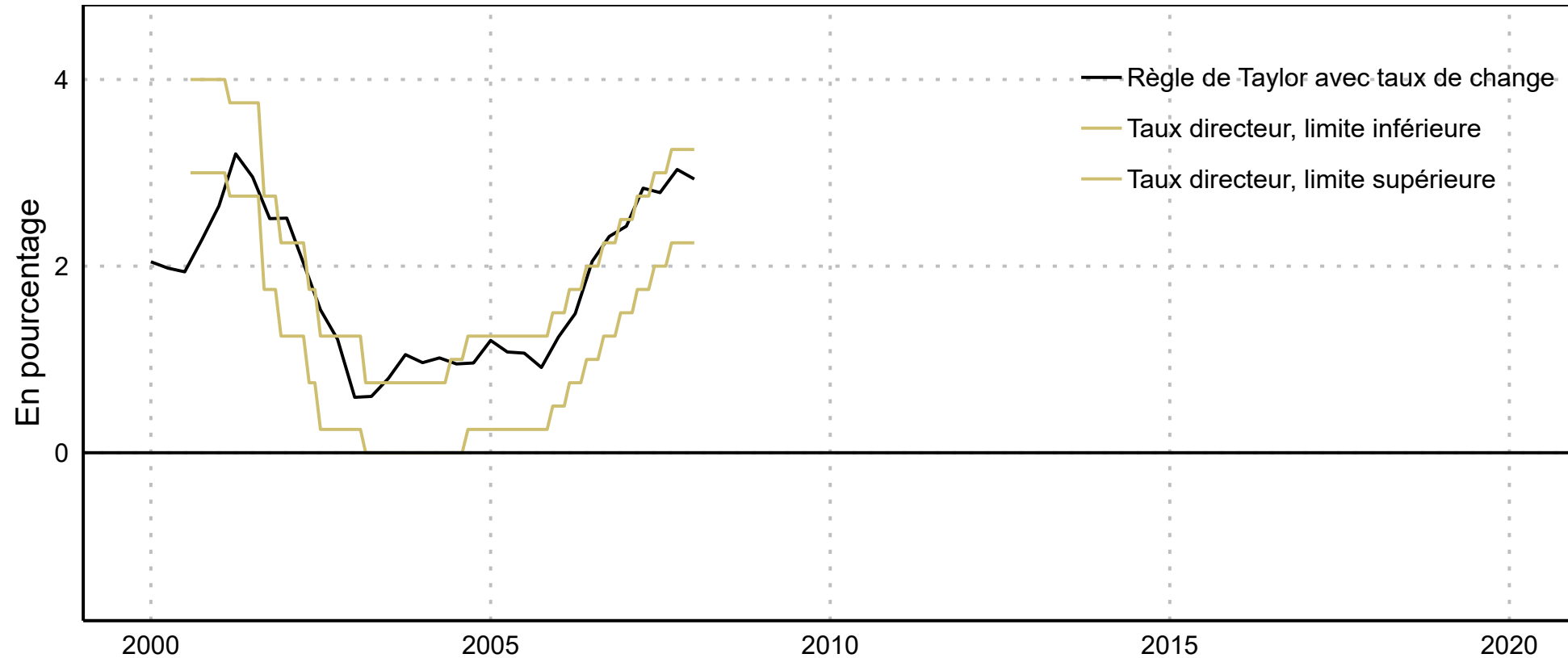
- Le franc Suisse joue un rôle de valeur refuge, c.-à-d., s'apprécie pendant des crises
- Si le franc Suisse s'apprécie fortement, la BNS normalement réduit le taux directeur
- Les taux d'intérêts à court terme baissent par rapport aux pays étrangers
- Cela rend le franc Suisse moins attractif pour les investisseurs et affaiblit le taux de change
- La réaction de la BNS est un «stabilisateur automatique» du taux de change

**Règle de Taylor:** Bonne description du comportement et du mandat de la BNS

$Taux\ dir. = 1.7 + 1.1 \times Inflation + 0.2 \times Activité\ réelle - 0.1 \times Taux\ de\ change$

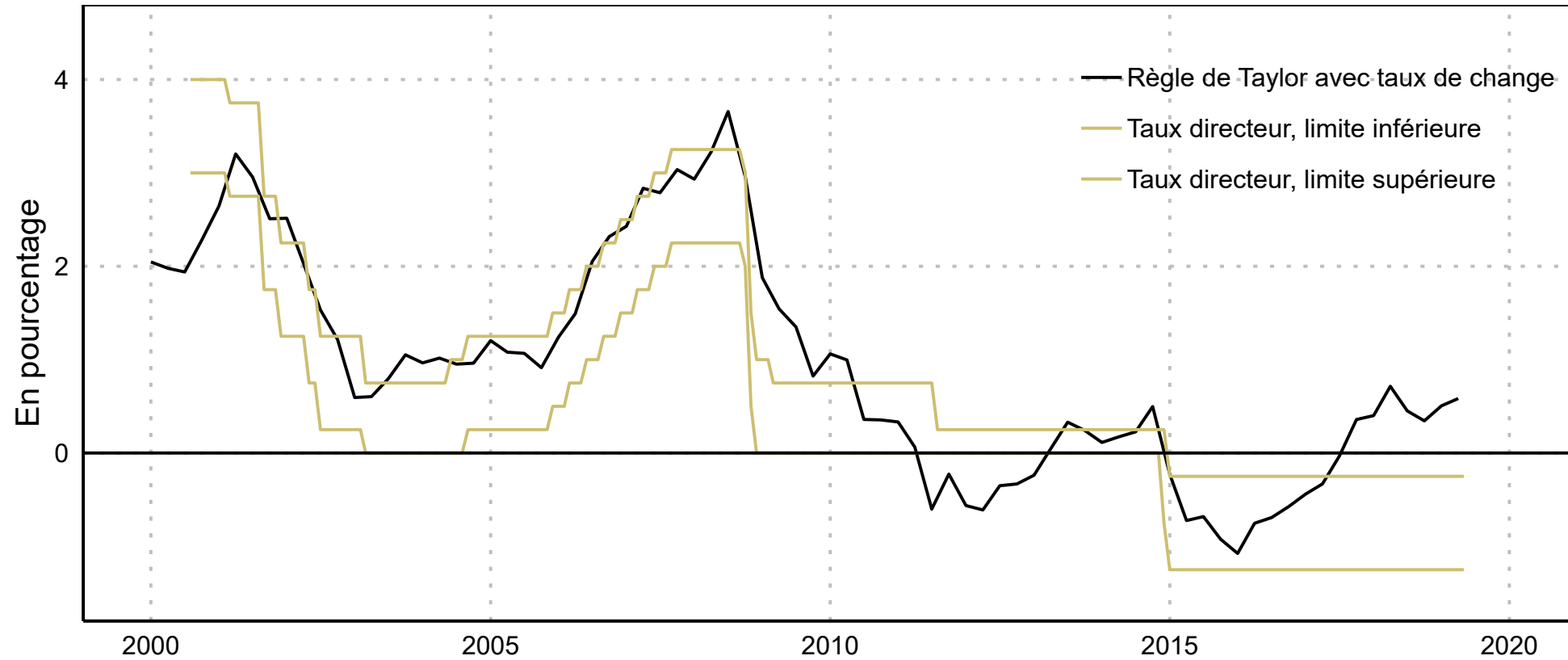
# Le courant normal

Taux directeur et règle de Taylor (2000-2008)



# Le «nouveau normal»

Taux directeur et règle de Taylor (2000-2018)



# Le «nouveau normal»

- Réaction du taux directeur affaiblie (2 changements depuis 2010)
- Contrainte du «plancher zéro» (contrainte psychologique, économique, politique)
  - Le niveau minimal des taux d'intérêts à court terme inconnu, mais probablement plus bas que -0.75%
  - Taux directeur négatif peut-être nocif (p. ex. pour les banques commerciales)
  - La réputation de la BNS peut-être entachée (p. ex. à cause des répercussions négatives pour les épargnants ou les caisses de pension)

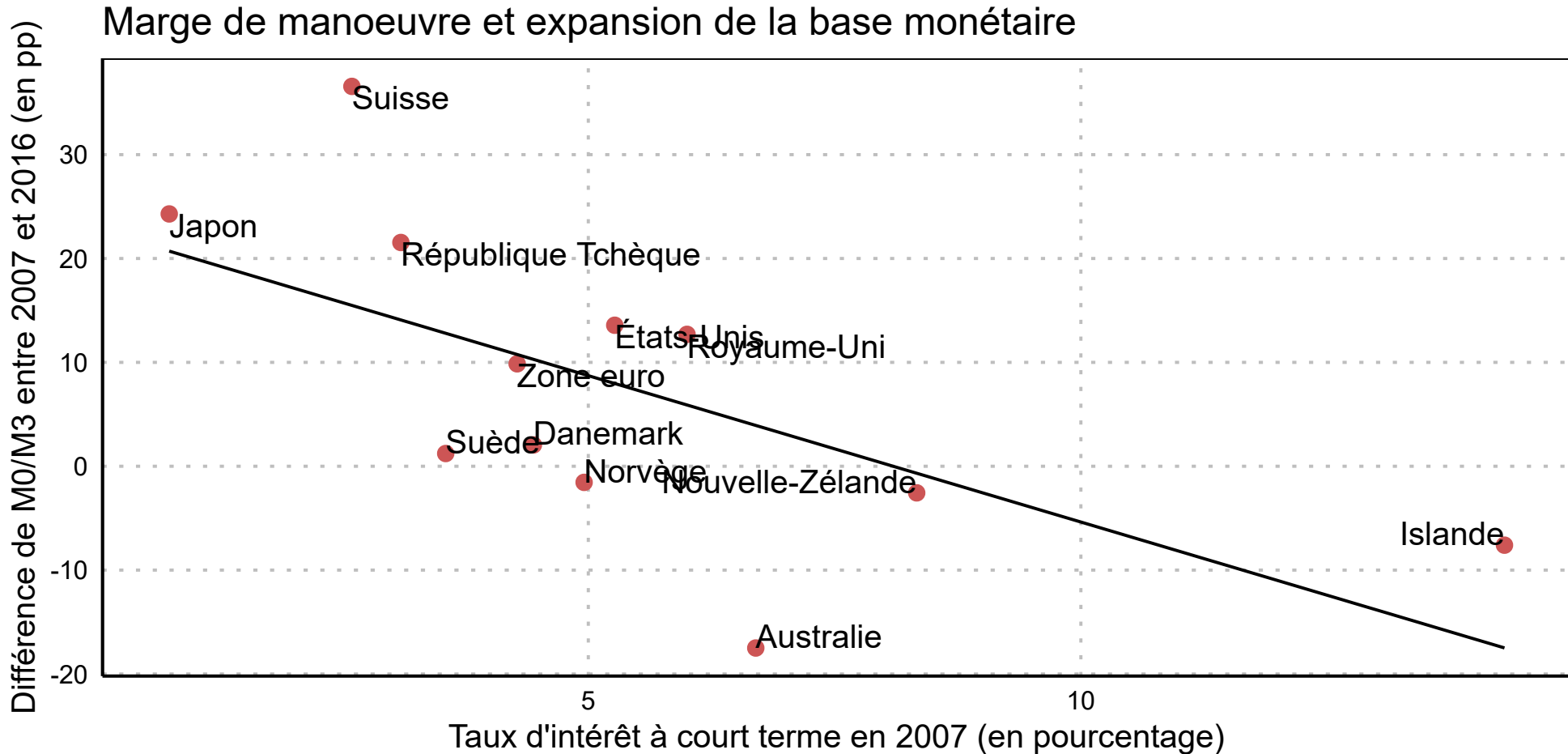
**Contrainte asymétrique:** Une diminution du taux directeur est moins probable qu'une augmentation; une appréciation forte et permanente devient plus probable.

# Politique monétaire non-traditionnelle

- A cause du plancher zéro, le taux de change Suisse ne revient pas ou très lentement à son niveau initial après une appréciation
- Donc, la BNS utilise des instruments non-traditionnels
  - Achats d'obligations d'entreprises (rare)
  - Achats de titres en devises étrangères
- Cela cause une expansion de la base monétaire et du bilan
- D'autres banques centrales font face à des problèmes similaires

**Conséquence pour le bilan:** A cause du plancher zéro, la taille des bilans des banques centrales est liée à la marge de manœuvre, c.-à-d., au niveau des taux directeurs avant la crise.

# Politique monétaire non-traditionnelle



Source: FMI, OCDE, BNS, BoE, calculs propres. M0 correspond à la base monétaire, M3 à un agrégat monétaire large.

# Raisons pour le «nouveau normal»

Les recherches mentionnent les raisons suivantes pour expliquer les taux d'intérêts bas:

- **Globales**

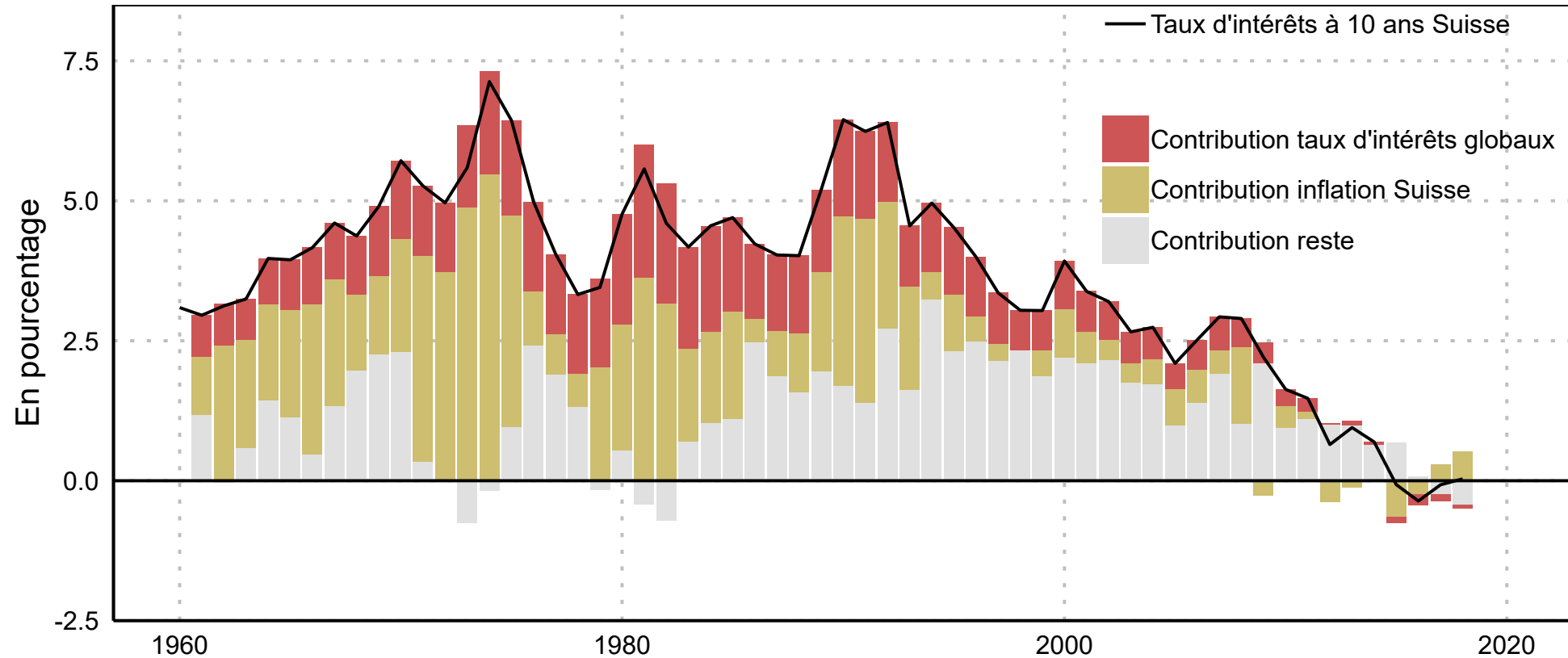
- Démographie
- Épargnes globales
- Préférences pour des actifs sûrs
- Croissance de la productivité basse
- Politique monétaire
- Stagnation séculaire

- **Suisses**

- Valeur refuge à cause de la stabilité politique
- Définition de la stabilité des prix bas (entre 0%-2%)

# Raisons pour le «nouveau normal»

Taux d'intérêt à long terme Suisse (1960-2019)



Source: OCDE, OFS, calculs propres. Pays inclus dans les taux d'intérêts globaux: Suisse, E.-U., R.-U., Allemagne, France, et Canada.

# Conclusions

- Les banques centrales des pays industrialisés font face à des taux d'intérêts bas
- La crise financière et la politique monétaire ne sont pas les seules raisons
- En Suisse l'inflation basse a contribué aux taux d'intérêts bas
- Marge de manœuvre limitée en cas de récession
- Problématique, parce que la BNS ne peut plus utiliser le taux directeur pour contrecarrer une appréciation
- Par conséquent, la probabilité d'une appréciation forte et permanente augmente
- Une solution: achats de titres étrangers, expansion du bilan
- Alternatives?

# Je vous remercie de votre attention!



[daniel.kaufmann@unine.ch](mailto:daniel.kaufmann@unine.ch)



[@KaufmannDani](https://twitter.com/KaufmannDani)



[macro-and-more.blogspot.com](http://macro-and-more.blogspot.com)



[www.dankaufmann.com](http://www.dankaufmann.com)

# Literature

Baltensperger, E. et P. Kugler (2016), *Histoire de la force du franc*,  
<https://dievolkswirtschaft.ch/fr/2016/09/histoire-de-la-force-du-franc/>

Bean et al. (2016), *Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates*, [https://voxeu.org/sites/default/files/file/Geneva17\\_28sept.pdf](https://voxeu.org/sites/default/files/file/Geneva17_28sept.pdf)

Bäurle, G. et D. Kaufmann (2016), *Measuring exchange rate, price, and output dynamics at the effective lower bound*,  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/obes.12260>

Bech, M. L. et A. Malkhozov (2016), *How have central banks implemented negative policy rates?*, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf)

Bernanke, B. S. (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit*,  
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

# Literature

Canetg, F. (2019), *Leitzins-Limbo: Die Nationalbank kann noch viel tiefer*,  
[https://www.swissinfo.ch/ger/geldpolitik\\_leitzins-limbo--die-nationalbank-kann-noch-viel-tiefer/45209874](https://www.swissinfo.ch/ger/geldpolitik_leitzins-limbo--die-nationalbank-kann-noch-viel-tiefer/45209874)

Del Negro, M., D. Giannone, M. Giannoni, A. Tambalotti (2018), *Global trends in interest rates*, <https://voxeu.org/article/global-trends-interest-rates>

Kaufmann, D. (2019), *Nominal stability over two centuries*,  
<https://sjes.springeropen.com/articles/10.1186/s41937-019-0033-7>

Kaufmann, D. et S. Schmid (2018), *Warum sind die Zinsen so tief?*,  
<https://www.republik.ch/2018/09/17/warum-sind-die-zinsen-so-tief>

Kaufmann, D. et S. Schmid (2018), *Was kann Geldpolitik überhaupt ausrichten?*,  
<https://www.republik.ch/2018/10/15/was-kann-geldpolitik-ueberhaupt-ausrichten>

# Literature

Kaufmann, D. et S. Schmid (2018), *Passt der geldpolitische Auftrag der SNB?*,  
<https://www.republik.ch/2018/10/22/passt-der-geldpolitische-auftrag-der-snb>

Ranaldo, A. et P. Söderlind (2010), *Safe haven currencies*,  
<https://academic.oup.com/rof/article/14/3/385/1592162>

Summers, L. H. (2014), *Reflections on the new 'Secular Stagnation hypothesis'*,  
<https://voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation>