

## Conférence

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



**Embargo** jusqu'au  
26 avril 2013, 10 h 00



Exposé de Thomas J. Jordan,  
président de la Direction générale,  
à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse  
du 26 avril 2013

Banque nationale suisse  
26 avril 2013  
© Copyright Banque nationale suisse

Monsieur le président du Conseil de banque,  
Mesdames et Messieurs les actionnaires,  
Chers invités,

La crise financière et de la dette en Europe a continué de marquer l'actualité en 2012. Aussi la Banque nationale suisse (BNS) a-t-elle dû répondre à de nombreux défis dans la définition de sa politique monétaire. La crise en Europe s'est aggravée durant le printemps et l'été, exerçant de fortes pressions à la hausse sur le franc.

Nous avons dû contenir ces pressions. Une revalorisation du franc aurait en effet entraîné un durcissement inopportun des conditions monétaires, dans un contexte économique déjà tendu à l'échelle mondiale, ce qui aurait menacé la stabilité des prix en Suisse et risqué de peser fortement sur notre économie.

La Banque nationale a fait prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec une détermination d'autant plus grande. Nous avons dû, par moments, intervenir activement sur le marché des changes. Les achats substantiels de devises ont influé en conséquence sur le bilan de la Banque nationale.

Dans ce contexte, mes propos porteront tout d'abord sur les développements et les défis les plus importants, du point de vue de la politique monétaire, qui ont jalonné l'année 2012. J'en profiterai pour vous présenter également notre appréciation de la situation pour 2013. La seconde partie de mon exposé sera consacrée à la part de l'or dans les réserves monétaires de la Banque nationale.

Permettez-moi donc de commencer par évoquer les principaux développements du point de vue de la politique monétaire.

### **Principaux développements en 2012 et 2013 du point de vue de la politique monétaire**

Voilà bien vingt mois que nous avons introduit le cours plancher pour l'euro. Les circonstances étaient alors exceptionnelles. Durant l'été 2011, la revalorisation du franc avait atteint une telle ampleur qu'il nous fallait agir. La Banque nationale a pour tâche d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Comme les taux d'intérêt à court terme étaient déjà proches de zéro, et que les possibilités offertes par la politique monétaire conventionnelle étaient épuisées, nous n'aurions plus été en mesure d'accomplir notre mandat légal sans l'introduction du cours plancher. Grâce à cette mesure, la Banque

nationale a pu enrayer une évolution qui menaçait la stabilité des prix et l'économie suisse. Le cours plancher a par ailleurs offert au marché des changes un repère fiable et aux entreprises, une sécurité dans leur planification.

En 2012, le contexte est resté difficile pour notre économie, et ce malgré le cours plancher. La croissance de l'économie mondiale a continué de faiblir, principalement sous l'effet de la dégradation conjoncturelle dans les économies émergentes et de la récession dans la zone euro. Car si la crise financière et de la dette en Europe pèse principalement sur l'économie de la zone euro, elle entrave également la croissance dans les autres zones économiques.

La crise s'est aggravée au printemps et en été 2012 avec la recrudescence des craintes relatives à l'éventuelle sortie d'un ou de plusieurs pays de l'union monétaire. Les coûts de financement ont augmenté dans ces Etats, et une forte incertitude a gagné les acteurs économiques. Du fait de son rôle de monnaie refuge, le franc a alors subi de fortes pressions à la hausse. En particulier durant la période la plus critique, entre mai et août, d'importants achats de devises ont été nécessaires en vue de faire prévaloir le cours plancher. Aussi la Banque nationale a-t-elle, en 2012, acquis des devises pour un montant total de 188 milliards de francs.

Nous avons pris très tôt les dispositions nécessaires à la défense du cours plancher. Depuis l'introduction de ce dernier, nous surveillons sans interruption le marché des changes, depuis son ouverture le dimanche soir à Sydney jusqu'à sa fermeture le vendredi soir à New York. Pour obtenir l'effet requis sur le cours de change, nous pouvons conclure des opérations sur devises avec de nombreuses contreparties en Suisse et à l'étranger. Notre réseau de contreparties, qui compte bien plus de cent banques à l'échelle mondiale, nous permet en effet de couvrir entièrement le marché interbancaire déterminant pour ces opérations.

Les achats de devises effectués en 2012 ont conduit à une augmentation substantielle de nos positions en monnaies étrangères. Dans le même temps, les risques financiers se sont eux aussi fortement accrus dans notre bilan. Ces achats de devises étaient toutefois indispensables. Une revalorisation du franc aurait en effet entraîné un durcissement inopportun des conditions monétaires, ce qui aurait menacé la stabilité des prix et pesé fortement sur l'économie. C'est pourquoi nous sommes fermement convaincus que, dans ce contexte, il n'y avait pas d'autre solution que de faire prévaloir le cours plancher.

L'inflation est certes demeurée négative en 2012. Mais à compter du milieu de l'année, les taux de renchérissement négatifs se sont rapprochés de zéro. Notre dernière prévision d'inflation montre d'ailleurs qu'il n'existe aucun danger d'inflation ni de déflation dans un avenir proche. L'affaiblissement de la croissance à l'échelle mondiale n'est pas resté sans effet sur la conjoncture en Suisse, qui a perdu de sa vigueur en 2012. Toutefois, le PIB a augmenté de 1%, en moyenne et sur l'ensemble de l'année, contre 1,9% en 2011. Globalement, le cours plancher a largement contribué à ce que la stabilité des prix soit assurée et à ce que notre économie se porte bien, comparée à celles d'autres pays, dans un environnement difficile.

L'année 2013 place elle aussi l'économie suisse, et à plus forte raison la Banque nationale, devant des défis majeurs. La situation comporte, il est vrai, quelques lueurs d'espoir. Ainsi, selon les indicateurs conjoncturels des Etats-Unis et d'économies émergentes, le redressement de l'économie mondiale a repris le pas. Quant à la crise de la dette, diverses mesures décidées à l'échelle européenne ont amené une détente. En particulier l'annonce, par la Banque centrale européenne (BCE), d'achats illimités, mais à certaines conditions, de titres de dette publique émanant de pays endettés de la zone euro, a contribué à apaiser les marchés financiers. Si ce programme d'achat de titres ne peut résoudre la crise à lui seul, il a du moins clairement atténué le risque d'événements extrêmes, tels que la sortie d'un ou de plusieurs pays de la zone euro. De plus, il offre aux gouvernements davantage de temps pour mettre en œuvre leurs mesures de consolidation budgétaire et leurs réformes structurelles. Les pays concernés ont déjà accompli des progrès tangibles dans cette direction.

Toutefois, il est encore assurément trop tôt pour baisser la garde. La situation économique mondiale demeure fragile, et la sortie de la crise en Europe se présente longue et ardue. Dans différents pays – également hors d'Europe –, les perspectives de croissance à moyen terme et la viabilité des finances publiques continuent de susciter nombre d'interrogations. Quand bien même nous escomptons une reprise progressive de l'économie mondiale et une croissance économique comprise entre 1% et 1,5% en 2013, de grandes incertitudes subsistent. Même au cours actuel, le franc se situe toujours à un niveau élevé. Nous considérons que les risques d'une dégradation conjoncturelle restent importants pour l'économie suisse en raison de la situation internationale fragile.

Il est notamment impossible d'exclure le danger que le franc subisse soudain de nouvelles pressions à la hausse. Le cours plancher est un instrument important, qui permet d'éviter un

durcissement indésirable des conditions monétaires. Aussi la Banque nationale continuera-t-elle de le faire prévaloir avec toute la détermination requise. A cette fin, elle achètera, si nécessaire, des devises en quantité illimitée et est prête à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

### **Part de l'or dans les réserves monétaires de la Banque nationale suisse**

Permettez-moi maintenant d'aborder le sujet de la part de l'or dans les réserves monétaires de la Banque nationale.

Comme vous l'avez appris dans les médias la semaine dernière, l'initiative populaire sur l'or a formellement abouti. Ses exigences sont au nombre de trois: premièrement, la Banque nationale suisse doit détenir au moins 20% de ses actifs sous forme d'or; deuxièmement, les réserves d'or de la Banque nationale doivent être inaliénables; troisièmement, elles doivent être intégralement stockées en Suisse.

En règle générale, la Banque nationale ne s'exprime pas sur les initiatives politiques.

Cependant, l'initiative sur l'or concerne très directement la Banque nationale et sa capacité d'action. Nous souhaitons donc saisir l'occasion de la présente Assemblée générale afin de prendre position, pour la première fois, sur les exigences de l'initiative.

Les auteurs de l'initiative considèrent que d'importantes réserves d'or garantissent la stabilité monétaire. Ils craignent que le franc ne se déprécie et que la stabilité des prix ne soit menacée si la part de l'or dans le bilan de la Banque nationale n'est pas suffisamment élevée. Ils redoutent que les réserves d'or de la Banque nationale ne soient pas en sécurité à l'étranger, ni disponibles en cas de situation critique.

Nous partageons les objectifs cités par les auteurs de l'initiative, à savoir garantir la stabilité monétaire et la stabilité des prix, et préserver tant la capacité d'action que l'indépendance de la Banque nationale. Cependant, les mesures proposées à cette fin ne sont nullement appropriées, mais plutôt contre-productives: elles reposent sur des malentendus quant à l'importance de l'or pour la politique monétaire et restreindraient la capacité d'action de la Banque nationale dans ce domaine d'une manière qui contredit les objectifs visés. En d'autres termes, ces mesures constitueraient, dans certaines circonstances, une entrave décisive à l'accomplissement du mandat de la Banque nationale en matière de politique monétaire et un

désavantage pour la Suisse. Aussi estimons-nous qu'il est de notre devoir de mettre en garde suffisamment tôt contre les inconvénients majeurs de cette initiative.

Cela étant, la Banque nationale souhaite établir un dialogue sur les questions liées à l'initiative. Permettez-moi donc de formuler quelques remarques à ce sujet.

La Banque nationale a pour mission d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Les opérations de politique monétaire nécessaires à l'accomplissement de cette tâche ont une incidence directe sur le bilan de la Banque nationale. Pour que cette dernière soit toujours en mesure de remplir son mandat, elle doit pouvoir disposer, dans la conduite de la politique monétaire, d'une capacité d'action que ne viennent pas entraver des prescriptions rigides concernant la composition de son bilan, comme ce serait le cas si l'on imposait à la Banque nationale de détenir au moins 20% de ses actifs sous forme d'or et de ne pas pouvoir vendre ses réserves d'or.

La crise récente a montré précisément à quel point il importe que la Banque nationale dispose d'une certaine souplesse pour pouvoir accroître son bilan. A l'avenir, elle devra en bénéficier également pour le réduire, si nécessaire. Or cette souplesse serait fortement remise en question par les exigences de l'initiative.

Au cas où l'initiative serait adoptée, la situation actuelle contraindrait la Banque nationale à acheter de grandes quantités d'or pour satisfaire à l'objectif minimal requis de 20% pour la part d'or dans ses actifs. Cet or ne pourrait être revendu ultérieurement, même si la Banque nationale devait de nouveau réduire son bilan en vue d'assurer la stabilité des prix. Dans un cas extrême, l'actif du bilan de la Banque nationale finirait, au fil des ans, par se composer essentiellement de réserves d'or inaliénables. La Banque nationale ne pourrait plus gérer le niveau des taux d'intérêt et les agrégats monétaires que par le passif de son bilan, à savoir en émettant ses propres titres de créance productifs d'intérêts. Cette situation aurait d'importantes conséquences financières: à l'actif, la BNS ne disposerait plus de rentrées d'intérêts et n'aurait plus la possibilité de réaliser des plus-values sur l'or à cause de l'interdiction de vente. Au passif, elle pourrait être amenée à devoir servir des intérêts élevés sur ses propres titres de créance. Par conséquent, la BNS risquerait de se retrouver dans une situation qui l'obligerait à financer ses dépenses courantes uniquement par la création de monnaie.

Les exigences radicales de l'initiative sur l'or influeraient aussi inévitablement sur l'orientation de notre politique monétaire. Lors de ses décisions dans ce domaine, la Banque nationale devrait en effet tenir compte des conséquences à long terme des achats d'or requis sur sa capacité d'action et sur la structure de son bilan. En outre, des décisions de politique monétaire susceptibles d'impliquer, dans certains cas, une extension substantielle du bilan ne paraîtraient guère crédibles aux acteurs du marché. Ces circonstances nuiraient, à leur tour, à la politique monétaire, qui ne pourrait plus pleinement déployer ses effets. Ainsi, il eût été quasiment impossible, dans de telles conditions, de prendre des décisions telles que l'introduction du cours plancher ou la stabilisation d'UBS. Il ne serait donc pas dans l'intérêt de la Suisse de restreindre la capacité d'action de la Banque nationale.

Néanmoins, l'or est sans conteste une composante très importante des actifs de la Banque nationale. Non qu'il soit un gage de stabilité des prix. Dans notre système monétaire actuel, il n'existe aucun rapport direct entre la part de l'or dans le bilan de la BNS et la stabilité des prix. Ainsi, l'objectif de stabilité des prix a été mieux atteint ces dernières années qu'à d'autres périodes durant lesquelles la part de l'or dans notre bilan était plus élevée. Une part importante d'or dans le bilan ne garantit donc pas la stabilité des prix.

Si l'or offre un avantage à la Banque nationale et à la Suisse, c'est pour une autre raison: dans le cadre d'une bonne diversification des réserves monétaires, une certaine part d'or peut contribuer à réduire le risque au bilan. Aussi n'avons-nous jamais exclu la possibilité d'acheter à nouveau de l'or dans l'avenir. Cependant, l'or fait aussi partie des catégories de placements les plus volatils et, partant, les plus risqués. Une part d'or élevée dans les actifs de la Banque nationale accentuerait le risque au bilan; subsidiairement, un accroissement de cette part pourrait finir par entraîner une diminution du bénéfice distribué à la Confédération et aux cantons. Car l'or, contrairement aux autres placements de devises, ne génère pas de revenus sous forme d'intérêts ou de dividendes, et il ne serait pas possible de réaliser des plus-values sur l'or à cause de l'interdiction de vente.

Ancrer l'inaliénabilité des réserves d'or dans la Constitution, comme le réclame l'initiative, soulèverait en outre la question suivante: un actif immobilisé de cette nature peut-il encore remplir le rôle de réserves monétaires, rôle qui consiste précisément à être disponibles rapidement et sans restriction en cas de besoin? Cette disponibilité dans une situation de crise

est également importante quand – comme aujourd'hui – il n'est nullement question de vendre de l'or.

La disponibilité des réserves d'or est aussi déterminante pour leur emplacement. Permettez-moi d'en venir ici à la troisième exigence de l'initiative, selon laquelle la totalité des réserves d'or devrait être stockée en Suisse.

Le stockage décentralisé en Suisse et à l'étranger correspond aux principes de base d'une gestion avisée et satisfait à l'exigence de pouvoir assurer la continuité de l'exploitation même dans des circonstances difficiles. Il garantit que la Banque nationale pourra recourir à ses réserves d'or, notamment en période de crise. Les conditions dans lesquelles les réserves d'or sont stockées à l'étranger répondent aux mêmes critères que ceux prévalant en Suisse. Nos banques centrales partenaires stockent des lingots clairement identifiables comme étant ceux de la Banque nationale. Chaque lingot entreposé à l'étranger est inventorié grâce à un numéro d'identification et reste la propriété de la Banque nationale. La disponibilité de nos réserves d'or est ainsi garantie entièrement et à tout moment.

A l'instar de nombreuses autres banques centrales, la Banque nationale n'a pas communiqué les emplacements de ces réserves jusqu'ici. Elle réexamine régulièrement la répartition géographique de ses réserves d'or et l'adapte, si nécessaire. En traitant de manière confidentielle les lieux de stockage de leurs réserves d'or, les banques centrales répondent en premier lieu à des impératifs de sécurité. Mais elles entendent également éviter les discussions publiques que pourrait susciter le transfert de stocks d'or d'un endroit à l'autre.

La Banque nationale a toutefois pleinement conscience que le besoin de transparence s'est accru ces dernières années au sein de la population suisse. Aussi avons-nous décidé de vous informer de manière plus complète sur ce thème. C'est pour nous l'unique moyen de rectifier les informations et suppositions erronées qui ont circulé à plusieurs reprises sur l'emplacement de nos réserves d'or.

Environ 70% des 1 040 tonnes d'or détenues par la Banque nationale – soit la majeure partie – sont stockées en Suisse. Les 30% restants sont répartis entre deux pays. Quelque 20% des réserves d'or sont entreposées auprès de la banque centrale d'Angleterre, et près de 10% auprès de la banque centrale du Canada. Depuis plus de dix ans, la Banque nationale stocke ses réserves d'or exclusivement dans ces pays. Le choix de ces derniers répond à une série de



critères clairement définis: d'une part, une diversification géographique appropriée pour le stockage de l'or et un bon accès au marché doivent être assurés. D'autre part, les pays concernés doivent bénéficier d'une grande stabilité politique et économique, et garantir aux banques centrales la protection de l'immunité pour leurs placements.

Les conditions de stockage des réserves d'or n'ont aucune incidence directe sur la politique monétaire, contrairement aux deux autres exigences de l'initiative sur l'or. Nous estimons néanmoins que les principes de diversification des risques et les nécessités d'une gestion avisée parlent toujours en faveur du stockage décentralisé de nos réserves d'or en Suisse et à l'étranger.

### **Conclusion**

Mesdames et Messieurs, pour permettre à la Banque nationale de continuer à remplir son mandat légal à l'avenir également, il importe de préserver sa capacité d'action en matière de politique monétaire. Compte tenu de l'environnement exigeant dans lequel nous allons être appelés à œuvrer cette année encore, il nous faudra pouvoir compter une nouvelle fois sur un large soutien. A ce titre, j'aimerais vous remercier, Mesdames et Messieurs les actionnaires, de votre fidélité et du vif intérêt que vous portez aux activités de la Banque nationale. Au nom de mes collègues de la Direction générale, je tiens aussi à remercier les collaboratrices et collaborateurs de la Banque nationale pour leur engagement indéfectible envers notre institution.

Merci à tous de votre attention.