

Zurich, le 19 mars 2015
Thomas Jordan

Embargo jusqu'au
19 mars 2015, 10 heures

Remarques introductives de Thomas Jordan

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à notre conférence de presse de ce jour. Après la suppression du cours plancher, nous avons décidé d'organiser une conférence de presse extraordinaire dans le cadre de l'examen trimestriel de mars, en plus des conférences de presse semestrielles qui ont traditionnellement lieu en juin et en décembre. Pour commencer, je commenterai la décision de politique monétaire de la Direction générale et notre appréciation de la situation économique. Ensuite, mes collègues et moi-même nous tiendrons à votre disposition pour répondre à vos questions à l'issue de la conférence de presse.

Décision de politique monétaire

J'en viens donc tout d'abord à notre décision de politique monétaire.

La Banque nationale a décidé de laisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS est maintenu à $-0,75\%$, et les montants exonérés restent inchangés. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Le franc est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait continuer à s'affaiblir au fil du temps. La Banque nationale continuera de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et sur l'évolution conjoncturelle pour définir sa politique monétaire. Aussi interviendra-t-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

Depuis le dernier examen trimestriel, la situation a fortement changé, tant du côté des cours de change que des taux d'intérêt. Les conséquences en sont tangibles pour les perspectives d'inflation et de croissance en Suisse.

Conférence de presse

Perspectives économiques internationales

Permettez-moi de vous présenter notre appréciation de l'économie mondiale. La conjoncture internationale évolue pour l'essentiel conformément à nos attentes. La reprise de l'économie mondiale se poursuit.

Aux Etats-Unis, la croissance est restée supérieure à son niveau potentiel au quatrième trimestre 2014. La dynamique économique favorable s'y reflète également dans la progression robuste de l'emploi. Dans la zone euro, la conjoncture s'est quelque peu redressée, en raison surtout de la forte expansion enregistrée en Allemagne durant le trimestre. Au Japon aussi, la demande s'est accrue. Par contre, l'évolution conjoncturelle est demeurée hétérogène dans les principaux pays émergents. Le renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, s'est replié dans le monde entier du fait de la baisse des cours du pétrole. Dans nombre d'économies avancées, l'inflation est passée en dessous de zéro début 2015.

La croissance conjoncturelle mondiale devrait s'affermir progressivement au cours de l'année. Plusieurs facteurs soutiennent cette tendance. Ainsi, le recul marqué des cours du pétrole contribue à une reprise de la demande. De plus, la politique monétaire continue d'être très expansionniste dans les économies avancées. La zone euro, en particulier, devrait profiter d'un nouveau repli des taux d'intérêt ainsi que de la dépréciation sensible de la monnaie unique. Enfin, on a pu observer récemment un assouplissement des conditions, jusqu'ici très restrictives, appliquées par les banques européennes à l'octroi de prêts.

Malgré ces développements favorables, les perspectives restent incertaines pour l'économie mondiale. Dans l'ensemble, il existe toujours des risques importants, notamment en raison des incertitudes entourant les perspectives économiques de la Grèce, mais aussi du conflit en Ukraine.

Appréciation de la situation sur le marché des changes

J'en viens à présent à la situation sur le marché des changes. Durant les trimestres écoulés, celle-ci a principalement été marquée par la divergence entre l'évolution aux Etats-Unis et dans la zone euro. Les disparités entre les politiques menées dans les grandes zones monétaires continuent de s'accroître. Tandis que le début d'une normalisation de la politique monétaire est envisagée aux Etats-Unis, la Banque centrale européenne (BCE) a quant à elle commencé à procéder à un nouvel assouplissement marqué de sa politique monétaire dans le cadre du programme correspondant (Quantitative Easing Programm, QE).

Depuis les premiers signes annonçant un tel programme de la BCE au printemps 2014, l'euro a fortement faibli face au dollar des Etats-Unis. En mai 2014, 1 euro valait encore presque 1,40 dollar. Lors de l'examen trimestriel de décembre, il n'en valait plus que 1,25. Lorsque nous avons aboli le cours plancher le 15 janvier dernier, la monnaie unique était déjà tombée à 1,18 dollar; et actuellement, en mars, elle s'échange à 1,05 dollar. Rien que depuis l'examen de décembre, l'euro a ainsi perdu environ 15% face au dollar, et même 25% depuis mai 2014. Dans de telles conditions, il apparaît clairement qu'un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro n'était plus durable. Afin de le faire prévaloir, il avait déjà été nécessaire d'intervenir

Conférence de presse

pour des montants de plus en plus élevés sur le marché des changes durant les semaines qui ont précédé le 15 janvier.

La nouvelle dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar après cette date et depuis la décision d'assouplissement quantitatif prise peu de temps après par la BCE fait bien ressortir la pression énorme à laquelle il aurait fallu faire face si le cours plancher avait été maintenu. Reporter la suppression du cours plancher n'aurait été possible qu'au prix d'une augmentation incontrôlable de la somme du bilan. Celui-ci aurait pu s'accroître de plusieurs centaines de milliards de francs, jusqu'à atteindre éventuellement un multiple du produit intérieur brut (PIB) de la Suisse. Une telle expansion incontrôlable du bilan aurait fortement compromis la capacité d'action de la BNS à l'avenir et menacé l'accomplissement de son mandat à long terme. Etant donné que le cours plancher n'était plus durable, de nouvelles interventions auraient été inutiles, et les énormes pertes qui en auraient découlé n'auraient pas pu être justifiées.

Après la suppression du cours plancher, le franc s'est d'abord soudainement apprécié face à toutes les monnaies. Ce mouvement s'est quelque peu atténué au cours des dernières semaines. Dans l'ensemble, le franc est néanmoins toujours nettement surévalué, ce qui devrait se corriger avec le temps.

Nous avons pleinement conscience que la nouvelle situation place notre économie devant de grands défis. Pour autant, la situation actuelle de l'économie suisse n'est pas comparable avec celle qui prévalait avant l'introduction du cours plancher. A l'époque, l'économie mondiale subissait encore les conséquences immédiates de la crise financière, et le franc était fortement surévalué par rapport à toutes les monnaies. Aujourd'hui, l'environnement international se présente sous un jour beaucoup plus favorable.

Perspectives d'inflation et de croissance en Suisse

La nouvelle situation sur le marché des changes modifie aussi notre appréciation des perspectives d'inflation et de croissance en Suisse, que je souhaite maintenant commenter.

Les perspectives d'inflation se sont encore nettement affaiblies du fait de la suppression du cours plancher. Pour 2015, nous avons revu à la baisse notre prévision d'inflation, laquelle passe de $-0,1\%$ à $-1,1\%$. L'appréciation du franc enregistrée depuis la suppression du cours plancher et la forte baisse des cours du pétrole font temporairement descendre la courbe de l'inflation plus bas dans la zone négative. L'inflation s'inscrit à son niveau le plus faible, soit $-1,2\%$, au troisième trimestre 2015. Par la suite, les baisses de taux d'intérêt intervenues depuis le dernier examen de la situation font remonter la courbe d'inflation plus rapidement que dans la prévision de décembre. En 2016 toutefois, l'inflation s'inscrit encore à $-0,5\%$ et est donc inférieure de 0,8 point à la prévision de décembre. A partir de 2017 seulement, l'inflation repasse en zone positive pour s'établir à $0,4\%$. Cette prévision conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années, et sur un affaiblissement du franc.

Conférence de presse

La prévision d'inflation montre que la phase de renchérissement négatif est temporaire et qu'il n'y a pas lieu de s'attendre à ce qu'elle se prolonge, ni à ce qu'elle débouche sur une spirale déflationniste. Cette prévision coïncide avec les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes: en effet, ces anticipations ont certes nettement faibli, mais continuent de s'inscrire dans la zone positive à moyen terme.

La situation est devenue plus difficile pour l'économie suisse du fait des nouvelles conditions sur le marché des changes. Les entrepreneurs et les salariés ont toujours su trouver des solutions dans le passé pour faire face à la fermeté du franc, et l'économie a constamment fait preuve d'une très grande souplesse. Néanmoins, chaque appréciation de notre monnaie constitue un nouveau défi dont l'issue est incertaine. Aussi prenons-nous très au sérieux les tâches difficiles que l'économie devra affronter.

Permettez-moi de commenter à ce propos l'évolution conjoncturelle en Suisse.

Au quatrième trimestre 2014, la croissance enregistrée par l'économie suisse a de nouveau été plus forte que prévu. Du côté de la production, elle a reposé sur une assise relativement large, et a été soutenue avant tout par l'industrie manufacturière. La création de valeur s'est aussi nettement accrue dans le secteur bancaire et dans le secteur public. Du côté de la demande, la consommation et les investissements en biens d'équipement ont connu une évolution positive. Par contre, les exportations de biens et de services ont stagné.

En décembre dernier, la BNS tablait sur une croissance d'environ 2% pour 2015. Cette prévision a dû être révisée en raison de l'appréciation du franc enregistrée depuis mi-janvier. Durant le premier semestre notamment, la conjoncture devrait faiblir sensiblement. Pour l'ensemble de l'année, la Banque nationale ne table plus que sur une progression d'à peine 1% du produit intérieur brut (PIB) en termes réels. Compte tenu de cette évolution, il y a lieu de s'attendre à une nette sous-utilisation des capacités de production sur le court terme, et le chômage devrait augmenter modérément. La consolidation escomptée de la reprise à l'échelle mondiale jouera un rôle de soutien.

Taux d'intérêt négatif

J'en viens à présent au taux d'intérêt négatif.

En raison des baisses intervenues depuis le dernier examen trimestriel, la Banque nationale a pour la première fois de son histoire fait passer en zone négative un taux déterminant pour la politique monétaire. C'est là une situation nouvelle, qui a aussi été largement débattue dans l'opinion publique. Permettez-moi de souligner ici que l'abaissement en dessous de zéro du taux appliqué aux avoirs en comptes de virement est une mesure de politique monétaire qui est nécessaire. Le taux d'intérêt négatif rend les placements en francs moins attrayants, aussi bien pour les résidents que pour les non-résidents. Il crée ainsi des incitations en vue non seulement de réduire les afflux de fonds, mais aussi afin que l'excédent traditionnel de la balance des transactions courantes de la Suisse soit réinvesti à l'étranger. Le taux d'intérêt négatif contribue de la sorte à affaiblir notre monnaie.

Conférence de presse

Les baisses de taux ont déployé rapidement leurs effets. Conformément aux attentes, le taux d'intérêt négatif que la BNS prélève auprès des banques s'est transmis à l'ensemble des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux. Il convient toutefois de rappeler que le phénomène des taux bas ou négatifs ne se limite pas à la Suisse. En effet, le niveau des taux d'intérêt est très bas au niveau mondial et négatif dans quelques pays, notamment dans la zone euro. La Suisse ne peut se soustraire à cette évolution. L'écart de taux par rapport aux principales zones monétaires, qui était tombé pratiquement à zéro ces dernières années, s'est creusé à nouveau du fait de la baisse des taux en Suisse. Si l'on tient aussi compte du fait que le franc est nettement surévalué, il s'avère que les perspectives de rendement des placements en francs ont nettement diminué par rapport aux placements dans les autres monnaies.

Les taux d'intérêt négatifs font l'objet d'un large débat, notamment parce qu'ils peuvent désormais entraîner des coûts de détention de liquidités pour les investisseurs institutionnels, et en particulier les caisses de pensions. Cependant, il n'existe dans le contexte actuel aucune véritable alternative à la mesure que nous avons prise. Le taux d'intérêt négatif contribue à réduire la surévaluation de notre monnaie. Un franc encore plus fort affecterait, directement ou indirectement, l'ensemble des acteurs économiques, à savoir les entreprises, les ménages et le secteur public.

Les inquiétudes soulevées par le taux d'intérêt négatif ne doivent pas nous faire oublier qu'en cas d'inflation négative, les taux d'intérêt réels sont plus élevés que les taux d'intérêt nominaux. Dans le passé, le taux d'inflation a souvent été supérieur au taux d'intérêt nominal. Il y a donc déjà eu des époques où l'épargne rapportait même encore moins qu'aujourd'hui et où elle perdait même de sa valeur en termes réels.

Les tentatives visant à contourner le taux d'intérêt négatif, au moyen de dérogations ou de retraits de numéraire, ne servent pas l'intérêt général de la Suisse dans le contexte actuel, car elles vont à l'encontre des intentions de la politique monétaire. Il convient par ailleurs de garder à l'esprit que détenir des liquidités occasionne aussi des coûts élevés et comporte de grands risques. Nous maintiendrons pour le moment le niveau actuel du taux d'intérêt. Il continuera de soutenir l'affaiblissement du franc.

Conclusion

Permettez-moi pour conclure d'en revenir à notre décision du 15 janvier. Il n'existait pas de meilleure solution que la suppression du cours plancher et le nouvel abaissement du taux d'intérêt.

Comme je l'ai exposé, les relations de change au niveau international se sont profondément modifiées depuis l'introduction du cours plancher en septembre 2011. Compte tenu de cette évolution, le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro n'était plus durable. Son maintien aurait, à long terme, compromis la capacité d'action de la Banque nationale dans la conduite de sa politique monétaire et dans l'accomplissement de son mandat. A plus long terme, il aurait entraîné pour l'économie suisse des coûts sans commune mesure avec le bénéfice retiré.

Conférence de presse

Dans le contexte de taux d'intérêt bas qui prévaut à l'échelle internationale, la politique monétaire doit faire face à des défis majeurs. Le franc est dans l'ensemble nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à corriger au fil du temps la surévaluation de notre monnaie. La Banque nationale continuera de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et sur l'évolution conjoncturelle pour définir sa politique monétaire. Aussi interviendra-t-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

Je vous remercie de votre attention.