

**Exposé**

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

**Embargo**

25 avril 2014, 10 heures

---

**Commentaires sur la politique monétaire suisse**  
106<sup>e</sup> Assemblée générale ordinaire des actionnaires  
de la Banque nationale suisse

**Thomas J. Jordan**

Président de la Direction générale  
Banque nationale suisse  
Berne, le 25 avril 2014

© Banque nationale suisse (exposé donné en allemand)

Monsieur le Président du Conseil de banque,  
Mesdames et Messieurs les actionnaires,  
chers invités,

La Banque nationale suisse (BNS) a pour mission d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Les décisions de politique monétaire nécessaires à l'accomplissement de ce mandat ont une incidence directe sur la taille et la composition de notre bilan. En raison de l'actuelle taille de ce dernier et de la nature de nos placements, il faut s'attendre à ce que les résultats annuels continuent de fluctuer fortement dans l'avenir proche.

Depuis l'été 2007, l'économie mondiale traverse une série de crises. Elle s'est même parfois trouvée littéralement au bord du précipice. De grands dangers ont par conséquent aussi pesé sur l'économie suisse. Afin d'accomplir notre mandat légal, nous avons dû élargir la palette des instruments avec lesquels nous opérons et prendre des mesures non conventionnelles. La mesure la plus exceptionnelle a été assurément l'introduction et la défense du cours plancher vis-à-vis de l'euro. Mais la création de SNB StabFund, le fonds de stabilisation destiné à reprendre des actifs illiquides d'UBS, a également constitué une mesure spéciale. Si nous avons pu clore ce chapitre avec succès en 2013, le cours plancher demeure par contre aujourd'hui encore l'élément central de notre politique monétaire. Et le fait que, depuis l'automne 2012, nous ne soyons plus contraints d'acheter des devises pour le faire prévaloir n'y change rien.

Aujourd'hui, j'aimerais vous exposer les raisons du maintien de ce cours plancher. A cette fin, je reviendrai tout d'abord brièvement sur la conjoncture internationale en 2013. Puis je vous présenterai les perspectives de l'économie mondiale et de la conjoncture en Suisse, avant de passer, sur la base de ces informations, à nos prévisions dans le domaine de la stabilité des prix. Comme vous le savez, nous estimons que le développement actuel des marchés hypothécaire et immobilier en Suisse représente un risque pour la stabilité du système financier. Je saisisrai donc l'occasion de cette Assemblée pour vous faire part de nos réflexions à ce sujet. Enfin, j'achèverai mon exposé par deux exemples illustrant le lien entre les décisions de politique monétaire et notre bilan.

### **Evolution de la conjoncture internationale en 2013**

Permettez-moi de revenir sur 2013. L'année écoulée a, d'une part, été marquée par un léger regain de confiance, dû principalement à l'apaisement de la crise financière et de la dette en Europe. Cette détente devrait avoir largement permis à l'Europe de s'acheminer vers la sortie de la récession. Dans le même temps, la croissance économique s'est consolidée aux Etats-Unis, et la conjoncture a connu un essor marqué au Japon. Mais, d'autre part, les inquiétudes relatives à plusieurs économies émergentes se sont accrues. Avant tout l'annonce par la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed), la banque centrale américaine, de son intention de réduire ses achats de titres a conduit à un durcissement des conditions de financement pour certains pays émergents présentant des problèmes structurels.

Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale s'est révélée faible et hétérogène en 2013. En outre, elle est demeurée empreinte d'incertitudes. La situation s'améliorera-t-elle en 2014? Sans doute en partie seulement. Certes, nous estimons que le pire devrait être derrière nous. Mais les défis restent considérables. Je vais maintenant commenter un peu plus en détail la situation économique internationale.

## **Perspectives de l'économie mondiale en 2014**

En 2014, l'économie mondiale devrait progresser plus fortement que l'année passée. Néanmoins, de grands écarts vont subsister entre les régions. Alors que l'on prévoit une croissance plutôt robuste aux Etats-Unis, seule une reprise modeste et inégale se profile dans la zone euro. Dans les principales économies émergentes, le dynamisme conjoncturel devrait être un peu plus marqué qu'en 2013, même si ces pays ne pourront renouer avec leurs taux de croissance antérieurs. Nous nous attendons du reste à un essor seulement modéré de l'économie mondiale. D'importants risques de dégradation continuent cependant de peser sur la reprise, principalement en raison de la crise de la dette en Europe.

Peut-être vous demandez-vous si la crise de la dette n'est pas déjà surmontée. Les risques extrêmes ont certes pu être écartés: les programmes de réforme engagés dans certains pays de la zone euro, les progrès réalisés en vue de la création d'une union bancaire et les mesures prises par la Banque centrale européenne (BCE) ont clairement contribué à l'apaisement. Mais la crise n'est pas encore résolue, ce qui, au fond, ne devrait guère surprendre. Car pour cela, des réformes structurelles s'imposent.

Il convient de louer les efforts déployés jusqu'ici en ce sens dans les pays concernés de la zone euro et, en tant qu'observateur extérieur, de s'abstenir de toute recommandation. Néanmoins, un large consensus existe sur la nécessité de mettre en œuvre de manière cohérente des réformes structurelles supplémentaires en vue d'accroître le potentiel de croissance dans les pays concernés, et de leur permettre de réduire sensiblement et de manière durable le chômage et l'endettement élevés. De plus amples efforts sont tout aussi indispensables dans le secteur bancaire. C'est pourquoi l'examen des banques auquel doit procéder la BCE est d'une importance cruciale. Seul un secteur bancaire sain sera en mesure d'approvisionner l'économie en crédits dans une mesure suffisante.

Mais il subsiste également des risques en dehors de la zone euro: des tensions politiques dans plusieurs régions et des faiblesses structurelles dans d'importantes économies émergentes pourraient entraver le redressement économique.

Les incertitudes relatives au cap futur de la politique monétaire dans les principales zones monétaires pourraient, elles aussi, engendrer des turbulences. Dans ce domaine notamment, les divergences pourraient s'accroître. La politique monétaire devrait certes demeurer globalement très expansionniste dans les pays industrialisés, compte tenu de la sous-utilisation des capacités de production et de la faiblesse de l'inflation. Mais alors que la Fed prépare un retour progressif à la normale, la BCE envisage de nouvelles mesures

d'assouplissement de sa politique monétaire. Par contre, dans certains pays émergents, un autre relèvement des taux d'intérêt pourrait s'avérer nécessaire pour éviter une nouvelle dépréciation de la monnaie et enrayer l'inflation élevée.

Comme vous pouvez aisément le constater d'après ce qui précède, les risques pesant sur la croissance économique n'ont malheureusement pas diminué. Certes, la crise européenne a perdu de sa virulence, mais elle n'est pas encore résolue. En outre, de nouvelles incertitudes sont venues se greffer sur ces différents facteurs, et le franc se maintient toujours à un niveau élevé. Dans l'ensemble, l'environnement demeure extrêmement difficile pour l'économie suisse et pour notre politique monétaire.

### **Perspectives pour la Suisse en 2014**

Passons à l'évolution conjoncturelle en Suisse. En 2013, notre économie a plutôt bien résisté, et ce grâce avant tout à une demande intérieure stable. Nous prévoyons que ce dynamisme se poursuivra en 2014, toujours porté par la demande provenant de notre pays, mais aussi, de plus en plus, par celle de l'étranger. Ainsi, la conjoncture internationale fournit des impulsions positives dont devraient notamment bénéficier les branches exportatrices. En conséquence, le taux d'utilisation des capacités de production devrait augmenter, et la situation financière des entreprises, continuer de s'améliorer. Dans ce contexte, il faut s'attendre à une reprise des investissements et, au cours des prochains mois, à une légère baisse du chômage.

Ce scénario globalement positif reste cependant soumis aux risques externes que je viens d'évoquer. De surcroît, l'acceptation en février dernier de l'initiative populaire contre l'immigration de masse constitue pour l'économie un facteur d'incertitude supplémentaire. Nous ne savons pas encore comment cette initiative sera mise en œuvre concrètement ni quelles en seront les répercussions sur nos relations avec l'Union européenne. Il est donc encore impossible, actuellement, de quantifier avec fiabilité l'impact économique de cette décision du souverain. Pour cette raison, nous n'en tenons pas compte dans notre prévision. La Banque nationale continue de tabler sur une croissance économique d'environ 2% en 2014.

### **Renchérissement en Suisse et politique monétaire de la Banque nationale**

La croissance plus soutenue que nous prévoyons permettra progressivement une meilleure utilisation des capacités de production. La sous-utilisation actuelle continue de freiner la croissance des prix à la consommation en Suisse. Le recul du renchérissement à l'étranger et le léger renforcement du franc exercent un effet similaire, en atténuant la hausse des prix des biens importés. La prévision d'inflation de la BNS montre ainsi qu'il n'y a pas de risques d'inflation dans un avenir proche. En 2014, le renchérissement ne devrait s'établir qu'à 0%.

L'environnement international demeure, quant à lui, empreint de fortes incertitudes. Aussi le danger subsiste-t-il que le franc, perçu comme une valeur refuge, fasse soudain à nouveau l'objet de pressions à la hausse. Les taux d'intérêt à court terme sont proches de zéro. C'est pourquoi le cours plancher constitue l'instrument approprié pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires. Une appréciation du franc entraînerait en effet une nouvelle baisse des prix à l'importation et raviverait la menace de déflation. Pour cette raison, la Banque nationale maintient le cours plancher de 1,20 franc pour un euro. Nous sommes prêts à acheter des devises en quantité illimitée si cela s'avère nécessaire pour faire prévaloir ce dernier et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. Je tiens à rappeler ici que le cours plancher ne constitue pas un arrimage du franc à l'euro. En effet, le franc peut flotter librement au-dessus de ce cours plancher. Comme je l'ai indiqué, notre monnaie se situe à un niveau élevé et devrait s'affaiblir avec le temps.

Les taux d'intérêt, quant à eux, restent faibles depuis plusieurs années, en raison de l'environnement économique. Toutefois, une phase prolongée de taux bas risque de favoriser le développement de déséquilibres. Et de fait, nous assistons à une telle évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier en Suisse. Je vais donc vous présenter maintenant notre évaluation en la matière.

### **Marchés hypothécaire et immobilier; volant anticyclique de fonds propres**

En Suisse, les marchés hypothécaire et de l'immobilier résidentiel se caractérisent depuis longtemps par une forte croissance qui a conduit à des déséquilibres. Nous estimons que ces derniers ont, depuis quelque temps déjà, atteint une ampleur qui représente un risque pour la stabilité du système bancaire de notre pays et, partant, pour l'ensemble de l'économie suisse.

On pourrait donc se demander pourquoi la BNS n'augmente pas simplement les taux d'intérêt, afin de ralentir l'activité sur les marchés hypothécaire et immobilier. Si un relèvement des taux d'intérêt aurait bien cet effet, il risquerait aussi de provoquer des pressions à la hausse sur le franc, menaçant par là même, dans les conditions actuelles, la stabilité des prix. Il est donc impossible de recourir à cet instrument. Dans ce contexte, la BNS a demandé début 2013 au Conseil fédéral, après consultation de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), d'activer pour la première fois le volant anticyclique sectoriel de fonds propres et de le fixer à 1% des prêts hypothécaires, pondérés en fonction des risques, finançant les objets d'habitation situés en Suisse. Le Conseil fédéral a donné suite à cette demande. Ainsi, depuis septembre dernier, les banques doivent détenir davantage de fonds propres pour couvrir les prêts hypothécaires servant à financer l'immobilier résidentiel en Suisse.

S'il a été possible de freiner quelque peu l'essor des marchés hypothécaire et immobilier en 2013, les mesures introduites jusqu'au début de 2013, telles que l'activation du volant anticyclique de fonds propres ou les mesures prises par la branche elle-même, n'ont pas

empêché une nouvelle accentuation des déséquilibres: le volume des prêts hypothécaires a continué de progresser bien plus fortement que le revenu national. Ainsi, en Suisse, l'endettement a crû plus rapidement que la capacité d'y faire face avec ce revenu. Cette évolution est particulièrement préoccupante dans la mesure où le rapport entre les prêts hypothécaires et le revenu national a atteint un sommet inédit, tant dans une perspective historique qu'en comparaison internationale. Alors que les taux d'intérêt demeuraient bas et que les banques présentaient une propension au risque toujours élevée, il restait en outre fort à craindre que les déséquilibres continuent de s'accroître en l'absence de mesures supplémentaires.

Aussi le Conseil fédéral a-t-il décidé, fin janvier 2014, de porter, à la demande de la BNS, le volant anticyclique de 1% à 2% des positions pondérées en fonction des risques garanties par des gages immobiliers sur des objets d'habitation situés en Suisse. Ces exigences devront être satisfaites d'ici au 30 juin 2014. Dans sa demande, la BNS a non seulement invoqué les risques cycliques, mais elle a aussi de nouveau mentionné les risques élevés en matière d'octroi de prêts hypothécaires, notamment eu égard à la capacité financière des emprunteurs.

Trois mois sont maintenant passés depuis l'annonce du relèvement du volant anticyclique de fonds propres. Sur la base des données disponibles pour le premier trimestre 2014, nous pensons qu'il est trop tôt pour baisser la garde: les prix immobiliers ont continué leur progression, pendant cette période, à un rythme similaire à celui de l'année précédente; le ralentissement observé en 2013 ne s'est donc pas poursuivi. Mais il nous manque encore des données importantes pour avoir une vue d'ensemble. Il est donc trop tôt pour se livrer à une évaluation définitive de l'évolution récente.

Nous continuerons, à l'avenir également, à suivre attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier. Toute décision concernant d'éventuelles nouvelles mesures devra être prise à la lumière des éléments observés. D'une part, la BNS examine ainsi régulièrement s'il est nécessaire d'adapter le volant anticyclique de fonds propres. Selon l'évolution, une telle adaptation pourrait avoir lieu vers le haut ou vers le bas. D'autre part, les autorités travaillent à la concrétisation de mesures visant à contrer de manière ciblée les risques liés à la capacité financière des emprunteurs.

## **Politique monétaire et bilan de la BNS: la souplesse, un facteur essentiel**

Le volant anticyclique de fonds propres est un instrument pour lequel la BNS joue un rôle important car elle peut en demander l'activation, la modification ou la désactivation. Cet instrument n'a toutefois pas d'incidence sur notre bilan. Par contre, nos décisions de politique monétaire ainsi que d'autres mesures visant à stabiliser le système financier se répercutent sur la taille et la composition de notre bilan. Aussi est-il impératif, pour l'efficacité de notre politique monétaire et de nos mesures de stabilité financière, que nous puissions bénéficier d'une certaine souplesse pour le gérer. C'est pourquoi la loi ne contient aucune prescription ni sur la taille ni sur la composition de notre bilan.

Cette souplesse nous a aidés de manière déterminante à conserver notre capacité d'action pendant la crise, et ce même dans des conditions très difficiles. Elle nous a permis de remplir notre mandat, à savoir garantir la stabilité des prix, tout en contribuant à la stabilité du système financier.

J'aimerais maintenant vous présenter deux exemples illustrant la souplesse dont nous disposons dans la gestion de notre bilan. Je commencerai par la création de SNB StabFund, le fonds de stabilisation dont il a été question dans l'actualité récente. Cette entreprise a vu le jour en 2008 et a été menée à terme avec succès l'année dernière.

De quoi s'agissait-il? Comme vous vous en souvenez, en octobre 2008, UBS, l'une des deux grandes banques suisses, traversait de graves difficultés. La stabilité financière était menacée, si bien qu'il n'était pas possible d'éviter une intervention des autorités. C'est dans ce contexte que le Conseil fédéral, la Commission fédérale des banques (aujourd'hui la FINMA) et la Banque nationale ont adopté des mesures visant à stabiliser UBS et, partant, à renforcer le système financier suisse. L'élément central était la création du fonds de stabilisation, destiné à racheter des actifs illiquides d'UBS pour près de 40 milliards de dollars des Etats-Unis. La Banque nationale a fourni 90% du financement de cette opération en accordant au fonds de stabilisation un prêt avec intérêts. UBS, quant à elle, a mis à disposition de SNB StabFund des fonds propres à hauteur de 10% des actifs repris<sup>1</sup>. La Confédération, enfin, a souscrit un emprunt à conversion obligatoire de 6 milliards de francs, en vue de consolider la dotation en fonds propres d'UBS<sup>2</sup>.

Le transfert des actifs illiquides d'UBS au fonds de stabilisation s'est achevé en avril 2009. Il a été suivi par les phases de gestion et de liquidation du portefeuille. Le principal objectif était le remboursement intégral du prêt accordé par la Banque nationale. Les ventes réalisées, le remboursement du capital et le paiement des intérêts ont effectivement permis d'atteindre progressivement ce but. A la mi-août 2013, le prêt était entièrement remboursé. Et en novembre, UBS a finalement racheté SNB StabFund en versant à la BNS la part des fonds propres fixée contractuellement. Les actifs du fonds étaient alors entièrement liquides.

L'histoire du fonds de stabilisation est celle d'un défi exceptionnel et de grande envergure qui a été relevé avec succès. Pour renforcer le système financier, la Banque nationale s'était déclarée prête, à l'automne 2008, à financer la reprise d'actifs par le fonds de stabilisation pour une valeur de 60 milliards de dollars des Etats-Unis. Pour que cette entreprise réussisse, il était capital que nous puissions disposer librement de notre bilan. L'ensemble des mesures mises en œuvre a permis à UBS de regagner la confiance des investisseurs et des épargnants.

---

<sup>1</sup> Des actifs illiquides ont été repris pour un total de 38,7 milliards de dollars des Etats-Unis. Pour financer cette opération, la BNS a accordé au fonds un prêt pour un montant de 25,8 milliards, et UBS a contribué à hauteur de 10% du prix d'achat, soit 3,9 milliards, sous la forme du prix d'achat de l'option lui permettant de racheter le fonds de stabilisation ultérieurement. La différence entre les fonds versés dans le fonds de stabilisation et le montant total des actifs repris se composait d'engagements conditionnels qui ne nécessitaient, à l'époque, pas de financement.

<sup>2</sup> En 2009, la Confédération a revendu à des investisseurs institutionnels, en réalisant un bénéfice, les actions issues de la conversion de cet emprunt, mettant ainsi fin à son engagement.

Le second exemple que je souhaite évoquer ici est l'introduction du cours plancher en septembre 2011. Cette mesure visait à corriger la surévaluation extrême du franc qui découlait de développements inopportuns sur le marché des changes, afin de prévenir toute évolution déflationniste. J'ai déjà expliqué pour quelles raisons cet instrument demeure indispensable et pourquoi nous sommes prêts à le faire prévaloir sans restrictions. Une mesure comme le cours plancher ne peut réussir que si la crédibilité de la banque centrale qui en prend l'initiative est absolument hors de doute, c'est-à-dire s'il est clair pour les opérateurs que cette banque centrale n'hésitera pas à la défendre. Si les paroles peuvent produire des effets sur les marchés financiers, encore faut-il qu'elles soient suivies par des actes, en cas de besoin. Pour ce qui concerne le cours plancher, ces actes sont, si nécessaire, des interventions illimitées sur le marché des changes. En 2012, nous avons dû procéder à d'importants achats de devises afin de faire prévaloir le cours plancher, et notre bilan s'est, en conséquence, fortement accru. Si des restrictions légales s'étaient appliquées à notre bilan, nous n'aurions pas pu annoncer et faire prévaloir une telle mesure de manière crédible. Les marchés financiers auraient mis en doute notre volonté et notre détermination.

## **Conclusion**

Mesdames et Messieurs, j'en arrive à la fin de mon exposé. Sept ans après le début de la crise financière, l'environnement reste très difficile, tant pour notre économie que pour notre politique monétaire. Avec des taux d'intérêt proches de zéro et un franc qui se maintient à un niveau élevé, le cours plancher demeure l'instrument central de la politique monétaire de la Banque nationale.

Nos décisions de politique monétaire ont entraîné une extension de notre bilan. La taille de ce dernier et les incertitudes sur les marchés des capitaux laissent présager, dans un avenir proche, des résultats volatils. C'est pourquoi nous ne sommes pas en mesure de vous communiquer de prévision sur les résultats annuels à venir de la Banque nationale.

Nous sommes bien conscients du fait que, pour plus d'un actionnaire, l'absence de dividende n'est pas une bonne nouvelle. Mais comme vous le savez, la Constitution et la loi confèrent à la Banque nationale la mission de servir l'intérêt général du pays. La Banque nationale a pour objectif premier d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Elle doit axer sa politique monétaire uniquement sur cet objectif, et non sur la réalisation de bénéfices. Je tiens donc ici à vous remercier, Mesdames et Messieurs les actionnaires, également au nom de mes collègues Jean-Pierre Danthine et Fritz Zurbrügg, de votre fidèle soutien, de votre intérêt pour l'activité de la Banque nationale, et de votre compréhension. La Direction générale remercie également les collaboratrices et collaborateurs de la BNS pour leur engagement indéfectible envers notre institution. Je vous remercie tous de votre attention.