Exposé

Embargo jusqu'au
26 mars 2015 18 h 00

Les nouveaux défis de la politique monétaire après la suppression du cours plancher

Apéritif «Marché monétaire»

Fritz Zurbrügg

Membre de la Direction générale*
Banque nationale suisse
Zurich, le 26 mars 2015
© Banque nationale suisse, Zurich 2015 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Dirk Faltin pour sa précieuse contribution à la rédaction de cet exposé ainsi que Marco Huwiler et Peter Kuster pour leurs judicieux commentaires.

Madame, Monsieur,

Je vous souhaite la bienvenue au traditionnel Apéritif «Marché monétaire» à Zurich. Je me réjouis que vous soyez aussi nombreux à avoir répondu à notre invitation. Il y a un an, j'avais présenté à cette occasion la politique de placement de la Banque nationale suisse (BNS). Je n'avais alors évoqué que succinctement la politique monétaire et le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Cette année – et cela ne surprendra sans doute aucun d'entre vous –, la politique monétaire est clairement au centre de mon intervention.

Le 15 janvier de cette année, la Banque nationale a aboli le cours plancher. Cette décision a suscité un vif émoi de par le monde. Sur les marchés financiers, elle a provoqué de fortes variations des prix à court terme. Elle est également lourde de conséquences pour des pans entiers de l'économie suisse. Mais elle constitue également pour la Banque nationale un événement capital.

C'est pourquoi j'aimerais, aujourd'hui, vous présenter plus en détail les raisons qui nous ont amenés à prendre cette décision. J'aborderai également les conséquences pour les perspectives économiques et l'évolution des prix en Suisse. Mais permettez-moi, pour commencer, de revenir sur les circonstances qui ont mené à l'introduction du cours plancher en septembre 2011. Après mon intervention, mon collègue Dewet Moser exposera les derniers changements survenus dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

De la crise financière au cours plancher

La crise financière internationale a commencé il y a près de huit ans. En août 2007, le marché monétaire a enregistré de très fortes tensions. Les banques centrales des pays industrialisés ont réagi en abaissant leur taux de référence et en augmentant le volume des liquidités sur le marché interbancaire. La transformation progressive de la crise bancaire en crise économique et financière a fait bondir la demande de placements sûrs – et par conséquent aussi celle de francs suisses. Aussi notre monnaie a-t-elle subi depuis fin 2007 des pressions à la hausse (voir *graphique 1*). Après la faillite de Lehman Brothers à l'automne 2008, les banques centrales ont rapidement ramené leurs taux d'intérêt à court terme à des plus bas historiques. Début 2009, la BNS a ainsi abaissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0%-0,75%. Le taux des pensions de titres à une semaine, utilisé pour influer sur le Libor, était déjà proche de zéro fin 2008. La politique monétaire conventionnelle, c'est-à-dire le pilotage de l'économie par l'intermédiaire des taux d'intérêt à court terme, se heurtait donc à une limite.

Mais contrairement à ce que certains pouvaient craindre, la politique monétaire disposait d'autres instruments pour agir sur l'économie. Les banques centrales des pays industrialisés ont commencé à recourir de plus en plus à des instruments dits «non conventionnels». Dans le cas de la BNS, il s'agissait notamment des pensions de titres à plus long terme, du rachat d'obligations en francs de débiteurs suisses du secteur privé et d'interventions sur le marché des changes. Je tiens à rappeler ici qu'entre le début des années 1980 et l'année 2009, la BNS n'est que très rarement intervenue sur le marché des changes. Le cas échéant, ses

interventions portaient généralement sur des montants peu importants et étaient coordonnées avec les autres banques centrales du Groupe des Dix.

Tout cela a changé en mars 2009: alors que le taux d'intérêt à court terme s'était replié, s'inscrivant pratiquement à zéro, la BNS a commencé à acheter des devises. Elle entendait ainsi contrer la pression à la hausse sur le franc et prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires. Lorsque la crise de la dette dans la zone euro a enregistré une première aggravation, au printemps 2010, des achats de devises massifs ont été nécessaires. Ces derniers ont été interrompus temporairement en juin 2010, alors que l'économie se redressait.

Au premier semestre 2011, la situation dans la zone euro s'est à nouveau fortement dégradée. De nouveaux pays membres ont été emportés dans le tourbillon de la crise. Les perspectives conjoncturelles mondiales se sont dégradées et le conflit budgétaire aux Etats-Unis a encore accentué l'incertitude sur les marchés financiers. Le franc a alors été soumis à des pressions à la hausse considérables. En août 2011, le cours du franc en termes réels, pondéré par les exportations, dépassait parfois de 40% sa moyenne de long terme (*voir graphique 2*).

Afin de lutter contre cette fermeté exceptionnelle du franc, la Banque nationale a rétréci en août 2011 la marge de fluctuation du Libor à trois mois, la ramenant à 0%-0,25%. Elle visait alors un Libor à trois mois aussi proche que possible de zéro. En outre, elle a considérablement relevé le montant des avoirs en comptes de virement que les banques détiennent auprès d'elle[1]. Si ces mesures ont produit certains effets, l'incertitude persistante sur les marchés financiers et les perspectives durablement sombres dans la zone euro ont maintenu les pressions à la hausse sur le franc à un niveau élevé, et les ont même accentuées début septembre 2011. C'est pourquoi la Banque nationale a décidé de fixer une limite bien définie sur le marché des changes en introduisant un cours plancher pour l'euro. Le 6 septembre 2011, elle a annoncé qu'elle ne tolérerait plus de cours inférieur à 1,20 franc pour 1 euro sur le marché des changes.

Par cette mesure exceptionnelle, la BNS entendait contrer la grave menace qui pesait sur l'économie suisse ainsi que le risque de développements déflationnistes liés à la surévaluation extrême du franc. L'introduction du cours plancher a été une mesure extraordinaire, et par là même temporaire, prise dans une période caractérisée par des bouleversements profonds. Le franc est certes resté à un niveau élevé par la suite, mais les risques de déflation étaient écartés. En outre, le cours plancher a apporté aux entreprises suisses, notamment à celles actives dans l'exportation ou dans des branches soumises à la concurrence des importations, une certaine sécurité en matière de planification dans une situation très difficile.

1 En août 2011, la Banque nationale a annoncé qu'elle relèverait, en l'espace de quelques jours, le montant des avoirs en comptes de virement que les banques détiennent auprès d'elle, les portant de 30 milliards à 80 milliards de francs, afin d'augmenter substantiellement les liquidités sur le marché monétaire en francs. Peu après, elle a décidé de relever à nouveau considérablement les avoirs en comptes de virement, pour les faire passer d'abord à 120 milliards, puis à 200 milliards de francs.

Suppression du cours plancher

Le cours plancher a sans aucun doute notablement soutenu la Suisse dans des circonstances exceptionnelles. Cependant, le vieil adage des économistes, «There is no such thing as a free lunch», ou «Rien n'est vraiment gratuit», s'applique également à la politique monétaire. Lors de l'introduction du cours plancher, la Direction générale était tout à fait consciente que cette mesure comportait certains risques. Nous avons d'ailleurs toujours explicitement mentionné ces risques. Il fallait s'attendre à ce que l'application du cours plancher nécessite d'importants achats de devises et entraîne par conséquent l'accroissement des réserves de devises. La BNS doit fondamentalement être prête à supporter de tels risques s'ils sont nécessaires à l'accomplissement de son mandat légal et s'il est prévisible que cette prise de risque remplisse un objectif de politique monétaire.

Du 6 septembre 2011 au 15 janvier 2015, soit pendant plus de trois ans et quatre mois, nous avons fait prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. Quand la crise de la dette dans la zone euro a atteint son paroxysme en 2012, nous avons dû acheter des devises à hauteur de 188 milliards pour défendre le cours plancher. Nos réserves de devises sont ainsi progressivement passées de 50,5 milliards en 2007 à 432,2 milliards de francs fin 2012 (*voir graphique 3*). La BNS a ainsi clairement montré qu'elle était prête à prendre les risques bilanciels nécessaires à la mise en œuvre de sa politique monétaire. L'année passée, les actionnaires de la BNS, la Confédération et les cantons ont fait l'expérience que ces risques peuvent avoir des conséquences concrètes. Pour la première fois de son histoire, la Banque nationale a dû renoncer à verser un dividende et à distribuer une partie de son bénéfice au titre de l'exercice 2013. La chute du cours de l'or et des pertes de change avaient en effet conduit à un résultat annuel fortement négatif. Cette situation n'a certes guère suscité d'enthousiasme. Mais l'important est que les grandes lignes de la convention concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale n'ont pas été remises en question. En effet, la corrélation entre la taille du bilan et les risques de pertes a été largement comprise et acceptée.

Nous avons appliqué avec succès le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro pendant plusieurs années. En janvier 2015, nous sommes arrivés à la conclusion qu'il n'était plus possible de maintenir cette mesure durablement, et qu'elle n'était donc plus justifiée du point de vue de la politique monétaire. Quels éléments ont motivé une telle réévaluation de la situation? Revenons brièvement sur l'année 2014. Alors que les anticipations d'un relèvement des taux se renforçaient aux Etats-Unis, les signes d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire se multipliaient dans la zone euro. La monnaie unique s'est alors fortement affaiblie face au dollar des Etats-Unis. Ce fléchissement s'est répercuté sur la relation de change entre le franc et l'euro; la monnaie unique s'était du reste depuis longtemps rapprochée du cours plancher. C'est pourquoi le franc a, dans une large mesure, suivi l'évolution à la baisse de l'euro face au dollar. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre, nous étions encore convaincus que le cours plancher était l'instrument approprié pour garantir des conditions monétaires adéquates. Peu après, le rythme de la baisse de l'euro s'est toutefois considérablement accéléré, et les pressions à la

hausse sur le franc ont fortement augmenté. Il devenait évident que le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro ne pouvait plus être maintenu durablement. Pour faire prévaloir le cours plancher, la BNS aurait dû intervenir de plus en plus souvent et de manière prolongée sur le marché des changes.

Au vu du changement fondamental de la situation internationale, nous sommes arrivés à la conclusion que le maintien du cours plancher n'aurait été possible qu'au prix d'une extension incontrôlable du bilan de la BNS. Le total de ce dernier aurait même pu s'élever à un multiple du produit intérieur brut (PIB) de la Suisse. Les risques découlant d'un tel gonflement du bilan auraient été sans commune mesure avec le bénéfice que l'économie en aurait retiré. Cette expansion incontrôlable du bilan aurait, entre autres, fortement compromis la capacité d'action de la BNS et menacé l'accomplissement de son mandat à long terme. D'une part, elle aurait considérablement entravé les achats ultérieurs de devises et, d'autre part, la résorption de ces énormes quantités de liquidités serait devenue extrêmement difficile et coûteuse lors de la normalisation de la politique monétaire.

Communication de la suppression du cours plancher et choix du moment

La suppression du cours plancher a pris les marchés financiers au dépourvu. Les marchés des changes et des actions ont réagi d'autant plus violemment. A une époque où la transparence de la politique monétaire revêt une grande importance, la fin soudaine du cours plancher a suscité l'incompréhension de nombreux observateurs. La transparence n'est toutefois pas une fin en soi, mais fait partie intégrante de la politique monétaire. La politique monétaire conventionnelle opère par le canal des taux d'intérêt à court terme. Ces taux ont un impact sur les cours de change et les taux d'intérêt à long terme, et agissent, bien qu'avec un certain retard, sur la demande de biens et de services, ainsi que sur les salaires et les prix. En communiquant ses intentions de manière transparente et crédible, la Banque nationale peut influer sur les anticipations, notamment celles qui se forment sur les marchés financiers, et améliorer ainsi l'efficacité de sa politique monétaire.

Nous tenons fondamentalement à éviter que nos mesures de politique monétaire surprennent les acteurs et provoquent des variations importantes des prix sur les marchés financiers. Dans le contexte d'une politique conventionnelle de taux d'intérêt, le fait que les anticipations des intervenants sur les marchés financiers ne s'écartent pas trop des ajustements de taux mis en œuvre par la BNS constitue un avantage. En règle générale, une communication transparente est donc tout à fait compatible avec nos intentions de politique monétaire.

Mais toute règle souffre des exceptions. Le suppression du cours plancher en est une, en raison du lien direct de cette mesure avec le marché des changes. L'annonce ou même le moindre indice concernant une suppression imminente du cours plancher aurait provoqué des mouvements massifs de spéculation contre la BNS. Nous aurions alors pratiquement été obligés de «subventionner» ces mouvements spéculatifs en achetant des devises.

Les mêmes raisons expliquent par ailleurs pourquoi il n'était possible d'envisager ni une sortie progressive du cours plancher ni une transition «douce» vers une autre politique de

cours de change, par exemple le rattachement du franc à un panier de monnaies. Si nous avions agi de la sorte, les marchés financiers auraient douté de la détermination de la Banque nationale, ce qui aurait également ouvert la voie à la spéculation. La seule solution raisonnable était donc d'abolir le cours plancher complètement et sans information préalable.

Une fois la décision prise, nous nous sommes demandés à quel moment nous devions la communiquer. Nous avons choisi la matinée du 15 janvier pour que les acteurs sur les marchés puissent faire face à cette nouvelle situation, qui était sans aucun doute difficile, en partant d'un environnement de marché normal. En abolissant le cours plancher un jour de semaine, lorsque tous les acteurs sont présents sur les marchés, la Banque nationale entendait réduire au minimum le risque de pénaliser ou de favoriser certaines banques et leurs clients par rapport à d'autres. Au moment de la suppression, les instruments usuels d'accès au marché – plates-formes de négoce électroniques ou communications téléphoniques avec les principaux bureaux de change – pouvaient largement être utilisés, même si quelques restrictions ont évidemment été enregistrées immédiatement après l'annonce. Si la BNS avait communiqué la suppression du cours plancher un week-end, elle aurait provoqué des conditions de négoce peu claires lors de l'ouverture du marché des changes le dimanche soir, à l'heure suisse. Aux heures de négoce en Australie, le marché de cette région, qui enregistre normalement environ 1% des chiffres d'affaires du marché du franc, aurait été submergé par le volume des transactions. On peut donc facilement s'imaginer que les distorsions sur le marché australien auraient été encore plus grandes que celles survenues pendant la matinée du 15 janvier et qu'elles se seraient propagées sur les marchés financiers dans leur ensemble. Nous voulions précisément éviter une telle situation.

La politique monétaire après la suppression du cours plancher

Que signifie la suppression du cours plancher pour la politique monétaire de la Suisse? Je tiens tout d'abord à préciser que cette suppression ne signifie pas que la BNS se contentera désormais d'observer les développements sur le marché des changes. Au contraire, elle continuera de prendre en compte la situation sur ce marché pour définir sa politique monétaire. Aussi interviendra-t-elle si nécessaire sur le marché des changes en vue d'influer sur les conditions monétaires.

En revanche, avec la fin du cours plancher, la gestion des taux d'intérêt retrouve son importance. En décembre 2014, nous avons décidé d'introduire, pour la première fois de notre histoire, un taux d'intérêt négatif, de –0,25%, sur les avoirs en comptes de virement détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers. Le 15 janvier, c'est-à-dire le jour de la suppression du cours plancher, nous avons abaissé ce taux à –0,75%. Cette forte baisse doit amortir les effets de l'appréciation du franc et contrer par là même tout durcissement des conditions monétaires, en rendant la détention de francs plus onéreuse que celle d'autres monnaies.

Le taux négatif fait actuellement l'objet d'importants débats publics. Ce n'est guère surprenant: sous cette forme, il s'agit d'un instrument nouveau, qui n'est encore utilisé que

par un nombre restreint de banques centrales[2]. Outre la BNS, les banques centrales du Danemark et de Suède, de même que la Banque centrale européenne ont déjà fait usage de cet instrument. L'expérience en la matière est donc d'autant plus limitée.

Deux mois après son introduction, nous pouvons constater que la mesure produit des effets et suscite les réactions escomptées sur les marchés de l'argent et des capitaux. Depuis son annonce, le Libor à trois mois se situe dans la zone négative, atteignant un plus bas historique de –0,96%. Il évolue actuellement dans la zone médiane de la marge de fluctuation (*voir graphique 4*). Les taux d'intérêt à long terme ont également reculé, et le cours du franc s'est aussi, entre-temps, quelque peu éloigné des valeurs extrêmes qu'il affichait dans la période qui a immédiatement suivi l'annonce de la suppression du cours plancher. Pondéré par le commerce extérieur, le franc demeure encore plus de 10% au-dessus du niveau auquel il s'inscrivait en début d'année. Il est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait encore s'affaiblir au fil du temps.

Quand nous avons déterminé les modalités du nouvel instrument, nous avons dû fixer le taux de l'intérêt négatif, mais également le montant à partir duquel cet intérêt serait prélevé sur les avoirs en comptes de virement. Nous avons choisi d'asseoir notre décision sur une procédure solide du point de vue de la politique monétaire mais aussi du droit, ainsi que sur des règles claires. Aussi les montants exonérés sont-ils définis en fonction des réserves minimales que les banques ont l'obligation légale de détenir.

Il découle de la méthode adoptée que cette mesure touche davantage les banques qui détiennent, auprès de la Banque nationale, des avoirs en francs importants proportionnellement au total de leur bilan. Ce fait a donné lieu à diverses critiques. Certains ont par exemple affirmé que l'intérêt négatif entraîne une distorsion de la concurrence dans le secteur bancaire. Nous ne visons absolument pas un tel effet. L'introduction d'un taux d'intérêt négatif est une mesure de politique monétaire dont l'incidence, comme celle de tout autre ajustement de taux, peut différer en fonction des secteurs et des entreprises. L'objectif de l'intérêt négatif est de rendre moins attrayante la détention de volumes importants de liquidités en francs. Il est donc pertinent, du point de vue de la politique monétaire, de prélever un montant plus important sur les banques qui détiennent une quantité élevée de liquidités en francs proportionnellement au total de leur bilan.

Comme je l'ai indiqué, l'introduction d'un intérêt négatif sur les avoirs en comptes de virement à la BNS a aussi entraîné une baisse des taux d'intérêt à long terme en Suisse. Cela dit, nous connaissons depuis six années une phase caractérisée par des taux particulièrement bas. Les placements à long terme eux-mêmes ne génèrent pratiquement plus d'intérêts. Les Suisses sont un peuple d'épargnants, et nombre d'entre eux s'inquiètent du bas niveau des taux. Je peux tout à fait comprendre cette inquiétude. Toutefois, il nous faut garder à l'esprit que ce qui est déterminant pour les épargnants, ce n'est pas le taux nominal, mais le taux réel,

2 Un intérêt négatif avait déjà été appliqué, à plusieurs reprises, au cours des années 1970, sous la forme d'une commission prélevée sur les fonds étrangers déposés auprès des banques commerciales suisses. Mais aujourd'hui, l'intérêt négatif porte sur tous les avoirs en comptes de virement détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers.

c’est-à-dire déduction faite de l’inflation. L’inflation est très basse depuis quelque temps, et elle est même négative actuellement. Lorsque l’inflation est négative, le taux d’intérêt réel est supérieur au taux d’intérêt nominal. Comme le montre le *graphique 5*, nous avons déjà connu des périodes durant lesquelles les taux réels étaient encore plus bas qu’aujourd’hui.

Dans cette situation difficile pour l’économie suisse, l’important est que le taux d’intérêt négatif puisse déployer ses effets et contribuer à l’affaiblissement du franc. Par conséquent, il n’est pas dans l’intérêt général de notre pays que des opérateurs contournent cette mesure, soit en obtenant un régime dérogatoire, soit en détenant davantage de numéraire. Les développements enregistrés sur le marché des taux et le marché des changes ces dernières semaines montrent que nos mesures de politique monétaire produisent peu à peu leurs effets.

Perspectives économiques

En appliquant le cours plancher, la Banque nationale a assumé les risques et les efforts d’ajustement à la place de l’économie suisse. Elle a ainsi donné à cette dernière le temps nécessaire pour se préparer à faire face à un environnement caractérisé par un franc plus fort. Nous sommes conscients du fait que la suppression du cours plancher va entraîner des temps plus difficiles pour la Suisse. La fermeté du franc, et plus encore la rapidité de son appréciation, placent principalement les entreprises exportatrices et celles soumises à la concurrence des importations devant de grands défis.

En 2014, l’économie suisse a progressé de 2% par rapport à l’année précédente. Cet accroissement, qui se situe légèrement au-dessus de son potentiel de croissance à long terme, reflète la robustesse de notre économie. La suppression du cours plancher a provoqué une dégradation de la situation économique. C’est pourquoi nous nous attendons, cette année, à une progression bien plus lente de la performance de notre économie en termes réels, à savoir d’à peine 1%. Durant le premier semestre notamment, la conjoncture devrait faiblir sensiblement. Aussi faut-il s’attendre à court terme à une nette sous-utilisation des capacités de production et à une hausse modérée du chômage.

Cela dit, ce type de prévision est actuellement entaché de très grandes incertitudes, à la fois pour ce qui concerne l’évolution du cours du franc dans les prochains mois et l’environnement international. Aujourd’hui, l’économie des Etats-Unis apparaît bien plus robuste qu’en 2011. Dans la zone euro, les derniers chiffres de PIB semblent légèrement plus prometteurs, même si la situation reste difficile. Par ailleurs, le recul marqué des cours du pétrole soulage l’économie. Mais les risques ne sont pas négligeables. Il faut mentionner notamment le désaccord sur la dette entre la Grèce et les autres pays de la zone euro, ainsi que la crise en Ukraine.

A plus long terme, j’ai confiance dans l’économie suisse et dans sa capacité de faire face à la fermeté du franc. Dans le passé, le franc était déjà une monnaie forte qui avait tendance à s’apprécier. Une monnaie forte reflète la robustesse d’une économie. Mais dans le même temps, elle impose des contraintes considérables aux entreprises. Autrement dit, l’appréciation du franc renchérit les produits et les services pour les clients étrangers des entreprises suisses.

Pour maintenir leur compétitivité, ces dernières doivent compenser continuellement cet inconvénient en s'adaptant, en améliorant la qualité et en innovant. Si l'on examine les différentes variables qui mesurent la compétitivité et la capacité d'innover, on peut affirmer que les entreprises suisses ont obtenu, dans le passé, de bons résultats en la matière: la Suisse se situe régulièrement dans le peloton de tête (*voir graphique 6*).

Ces constats incitent à l'optimisme. Il nous faut néanmoins garder deux choses à l'esprit. D'abord, nous avons affaire à des moyennes, et les possibilités de s'adapter à la nouvelle situation monétaire sont très différentes d'une branche et d'une entreprise à l'autre. Aussi l'incidence de la fermeté du franc sera-t-elle très hétérogène[3]. Ensuite, l'ampleur de la récente appréciation du franc place l'économie suisse devant des défis exceptionnels, et nous ne devons pas sous-estimer cet aspect. Ce qui est certain, c'est que les entreprises devront continuer de faire preuve de créativité. Nous avons le plus grand respect vis-à-vis des efforts que les entreprises déploient dans cette voie, comme de la disposition de leurs collaboratrices et collaborateurs à contribuer aux processus d'ajustement nécessaires.

Perspectives d'inflation

J'en viens maintenant aux perspectives d'inflation. La BNS a pour mandat légal d'assurer à moyen terme la stabilité des prix en Suisse en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. La fin du cours plancher n'a rien changé à ce mandat, et nous continuerons d'œuvrer à son accomplissement.

L'année dernière, le renchérissement mesuré à l'aide de l'indice des prix à la consommation a été proche de zéro. Cette année, il passera clairement dans la zone négative. Deux facteurs expliquent principalement cette évolution: l'appréciation du franc intervenue depuis la suppression du cours plancher et le fort recul des cours du pétrole. Exprimés en francs, les cours du pétrole ont reculé d'environ 40% en 2014. L'expérience montre que cela conduit à une baisse de près d'un point de l'inflation mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation. La faiblesse du renchérissement est donc liée, pour une part considérable, au repli des cours du pétrole. Il est important de noter que l'appréciation du franc comme le recul des cours du pétrole ne produisent des effets qu'à court terme et ne menacent donc pas la stabilité des prix.

Pour l'année en cours, nous avons revu à la baisse notre prévision d'inflation, laquelle passe de –0,1% à –1,1%. Le renchérissement devrait atteindre un plus bas, de –1,2%, au troisième trimestre. Pour 2016, nous tablons sur un renchérissement de –0,5%. Comme vous le voyez sur le *graphique 7*, il faudra attendre début 2017 pour que l'inflation repasse en zone positive. Cette prévision repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu à –0,75% pendant les trois prochaines années, et sur un affaiblissement du franc.

3 Voir Bäuerle, G. et E. Steiner (2013): «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», SNB Working Papers n° 9, 2013, ou encore Drechsel, D. *et al.* (2015): «How are firms affected by exchange rate shocks? Evidence from survey based impulse responses», KOF Working Papers n° 371, janvier 2015.

Notre prévision fait apparaître que la phase de renchérissement négatif ne sera que temporaire. Selon la stratégie de politique monétaire de la BNS, nous atteindrons à moyen terme des taux d'inflation positifs inférieurs à 2%. De telles valeurs ne constituent pas une menace pour la stabilité des prix. L'important est que les anticipations d'inflation à moyen terme s'inscrivent dans les limites de cette dernière. Si ces anticipations ont fortement reculé dernièrement, elles demeurent dans la zone positive. Ce fait est confirmé par des enquêtes régulières réalisées par des tiers, ainsi que par les entretiens menés avec des représentants d'entreprises de toutes les branches par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale. Il n'y a donc lieu de redouter ni un renchérissement négatif durable ni une spirale déflationniste, c'est-à-dire une situation dans laquelle une tendance au repli conjoncturel et une baisse du niveau des prix se renforceraient mutuellement.

Conclusion

J'en arrive au terme de mon exposé. Le cours plancher a été introduit dans une période caractérisée par des bouleversements profonds sur les marchés financiers et dans l'économie mondiale. Il s'agissait d'une mesure extraordinaire et par là même temporaire. Durant plus de trois ans, le cours plancher a notablement soutenu l'économie suisse, en corrigeant partiellement la surévaluation extrême du franc. L'année dernière, les politiques monétaires menées dans les principales zones monétaires ont commencé à diverger fortement. Il en a découlé une dépréciation très marquée et très rapide de l'euro vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Maintenir durablement un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro devenait dès lors impossible sans intervenir à grande échelle et de manière croissante sur le marché des changes. De telles interventions auraient entraîné une augmentation incontrôlable du total de notre bilan et fortement restreint, à long terme, notre marge de manœuvre en matière de politique monétaire, menaçant par là même l'accomplissement de notre mandat légal.

Dans la situation internationale actuelle, le taux d'intérêt négatif et la possibilité d'intervenir, si nécessaire, sur le marché des changes nous permettront d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Dans la perspective actuelle également, la stabilité des prix n'est menacée ni à moyen ni à long terme. L'effet de l'appréciation du franc sur les prix à la consommation est provisoire, même s'il se peut que cet effet se fasse sentir quelque temps encore. A l'aune de l'évolution conjoncturelle, nous sommes conscients du fait qu'en raison de la suppression du cours plancher, l'économie suisse doit se préparer à des temps plus difficiles.

Mais nous avons confiance dans l'économie de notre pays et dans ses acteurs, que nous savons capables de relever ces défis et de s'adapter à un franc plus fort. Les dernières années ont notamment montré on ne peut plus clairement que nos entreprises possèdent une extraordinaire faculté d'adaptation. Le franc est nettement surévalué. Il devrait certes s'affaiblir avec le temps. Mais jusque-là, son appréciation substantielle et, surtout, très soudaine constitue un défi majeur. C'est pourquoi je le répète ici: mes collègues de la Direction générale de la Banque nationale et moi-même prenons toute la mesure de la difficulté des tâches que l'économie devra affronter.

Les nouveaux défis de la politique monétaire après la suppression du cours plancher

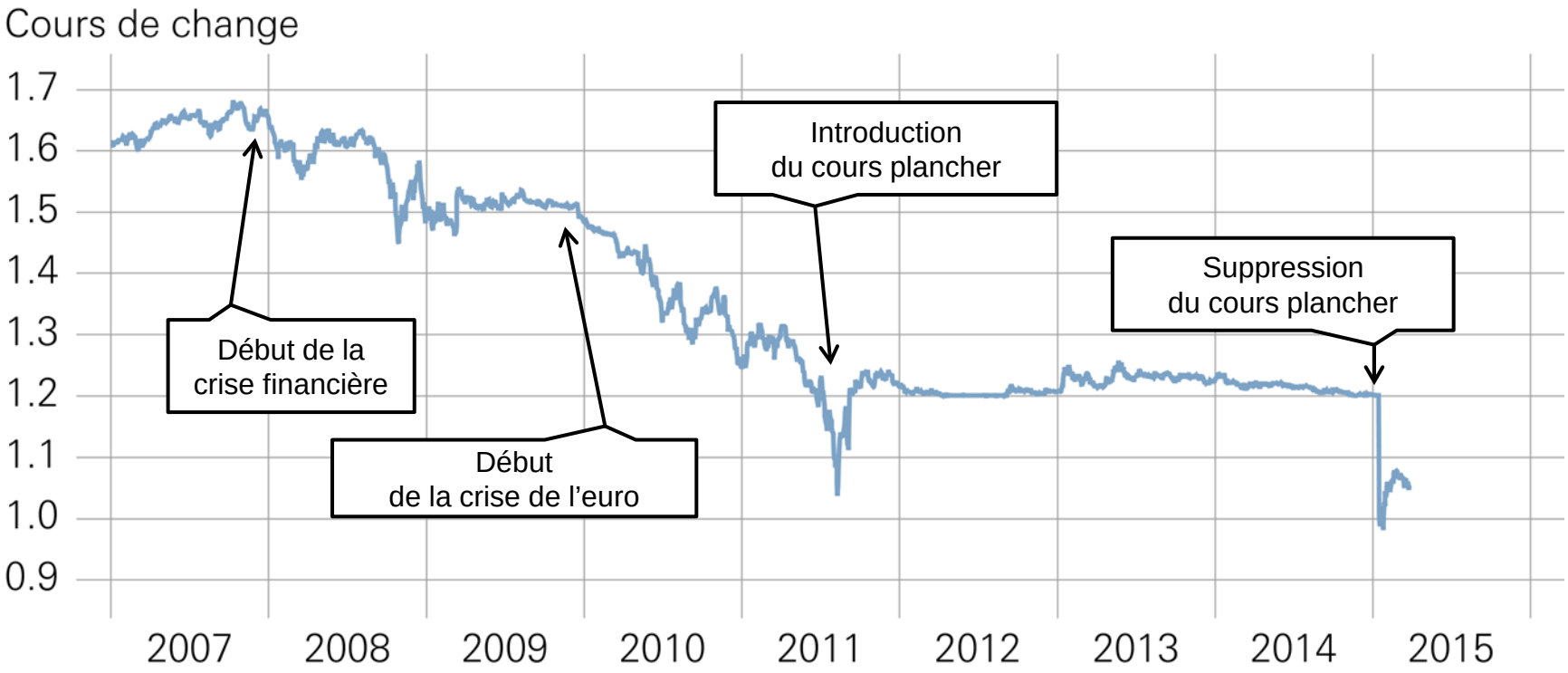
Fritz Zurbrügg
Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»
Zurich, le 26 mars 2015

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

Depuis le début de la crise financière, le franc s'est très fortement apprécié

EVOLUTION À LONG TERME DE LA RELATION DE CHANGE EUR/CHF

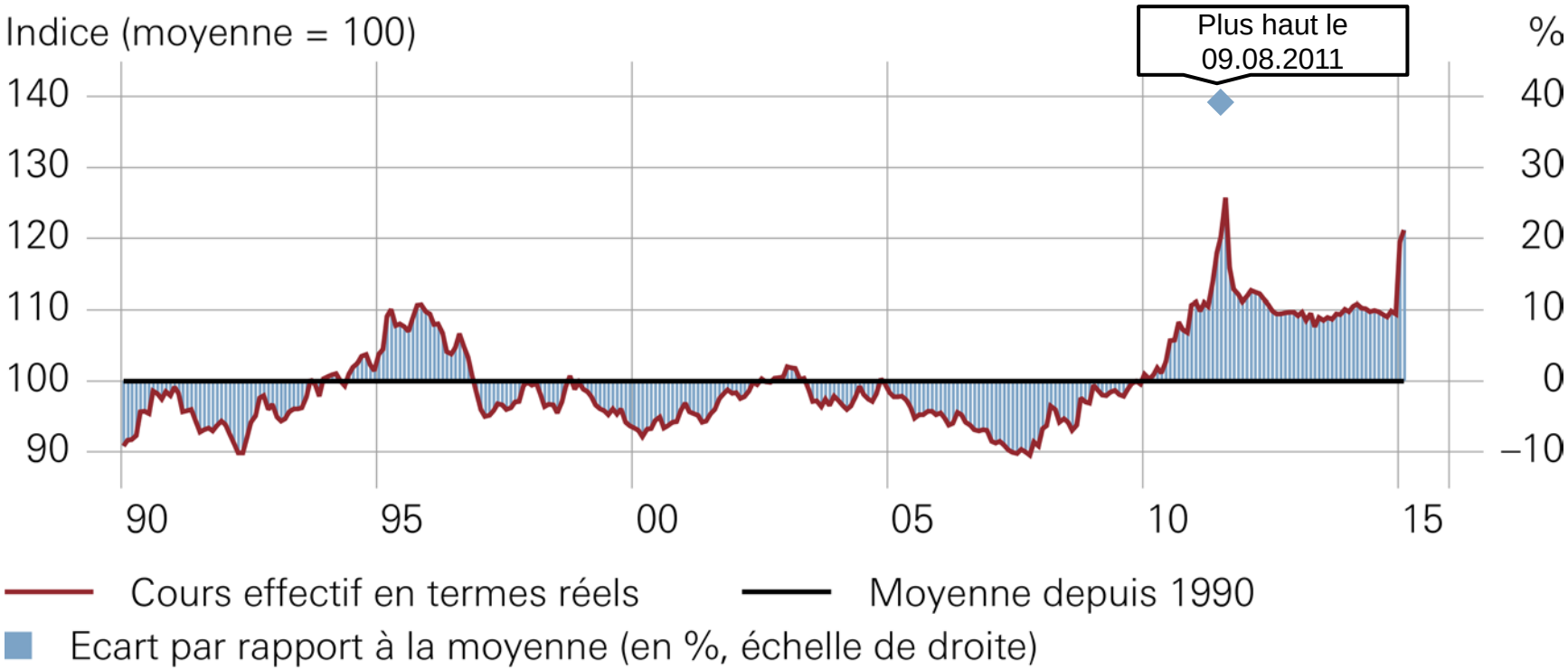


Sources: BNS, Bloomberg

Cours de change du franc pondéré par le commerce extérieur depuis 1990

COURS DE CHANGE EFFECTIF DU FRANC

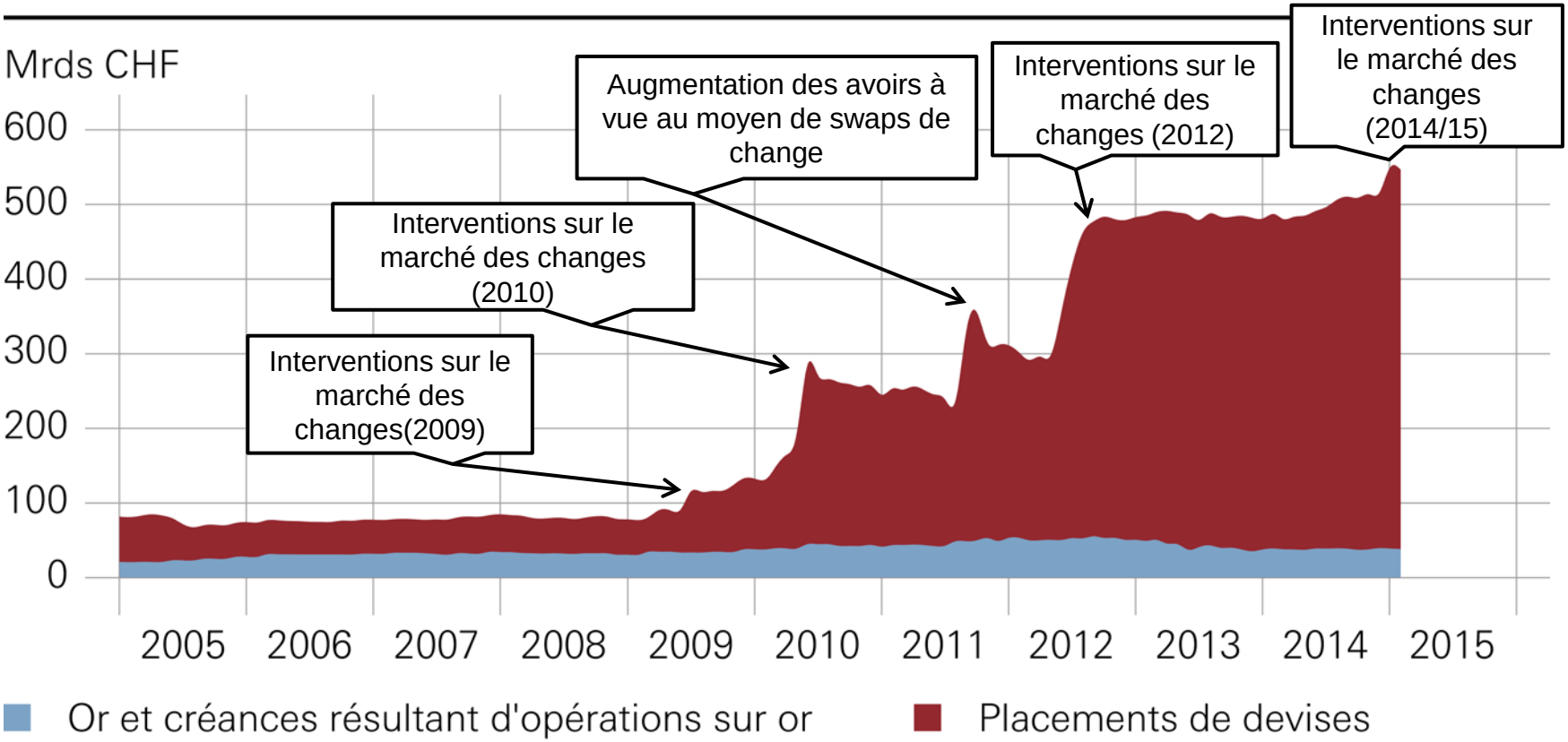
Pondéré par le commerce extérieur, en termes réels (27 pays)



Sources: BNS, BRI

La gestion de la crise a entraîné un fort accroissement des réserves monétaires

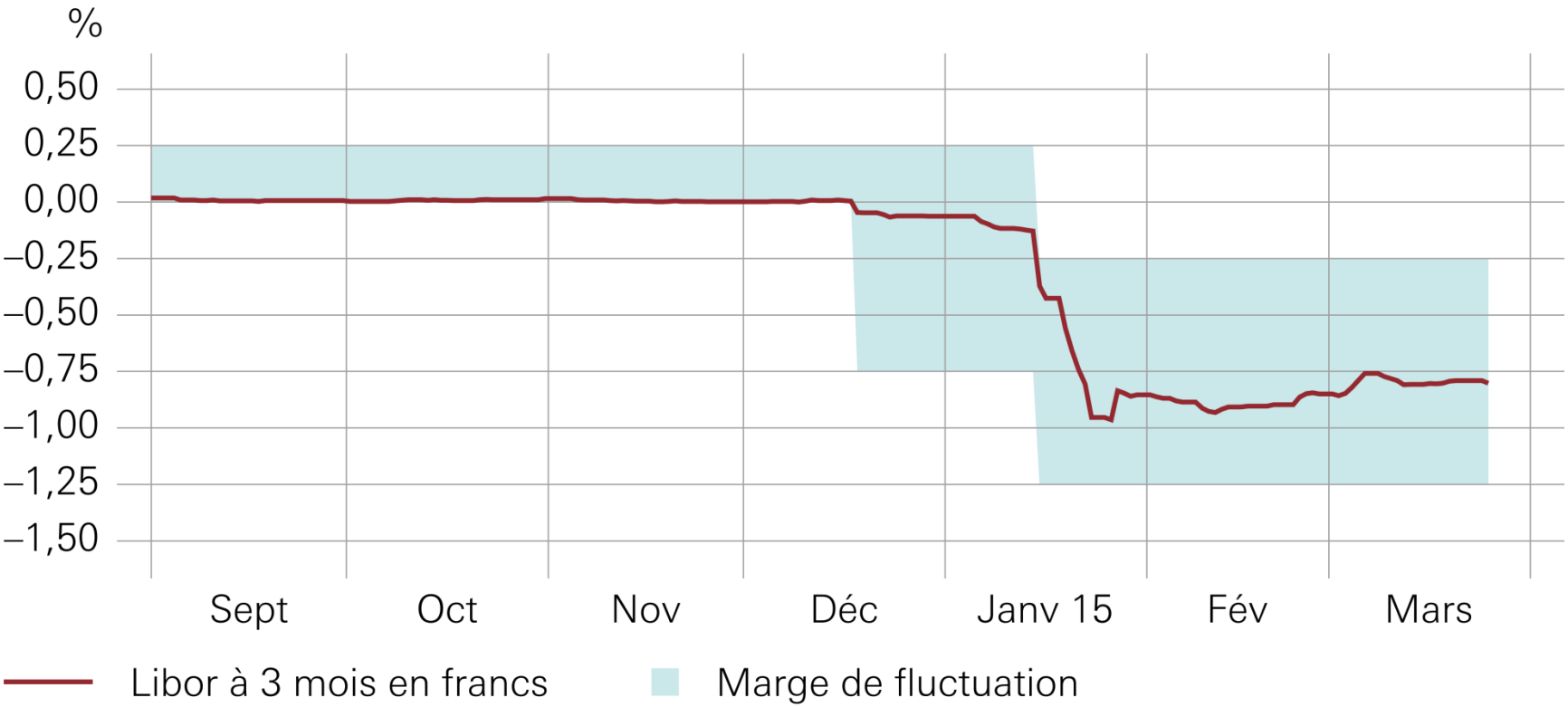
RÉSERVES MONÉTAIRES DE LA BNS



Source: BNS

Recul marqué des taux du marché monétaire depuis la suppression du cours plancher

LIBOR À 3 MOIS ET MARGE DE FLUCTUATION

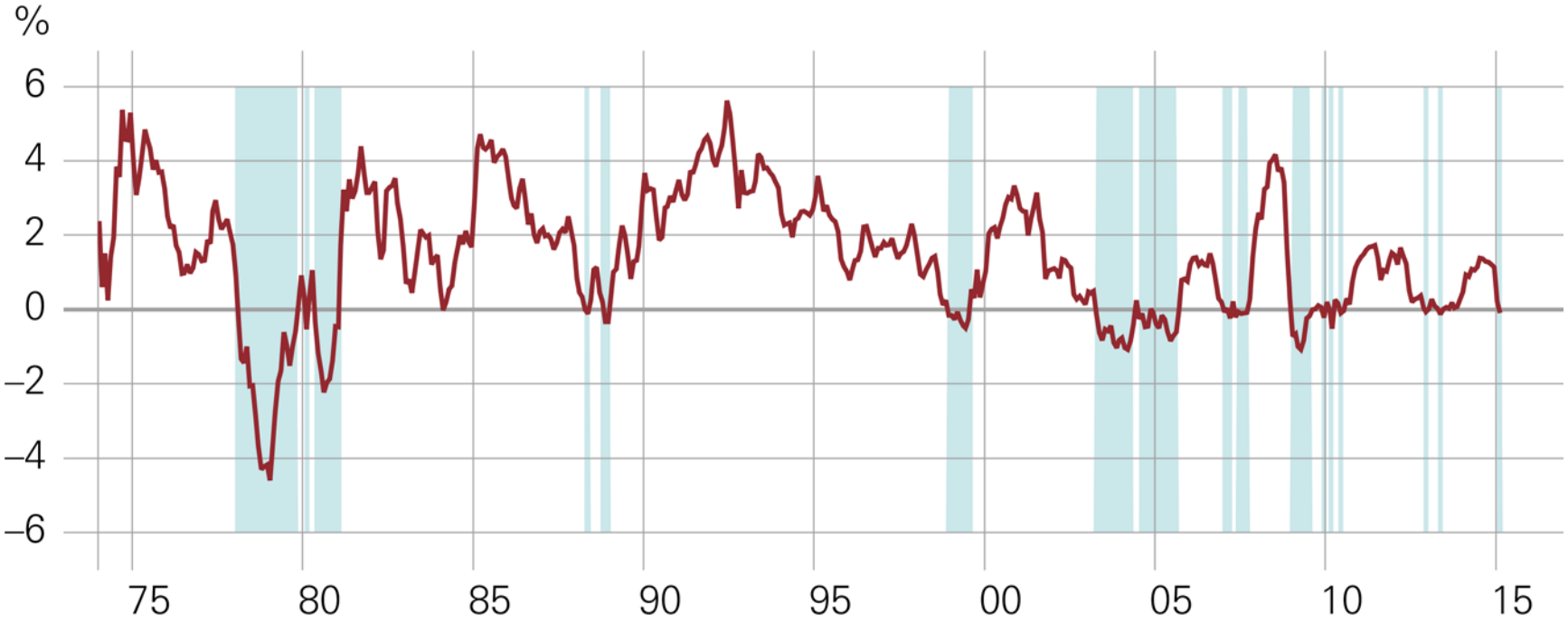


Sources: BNS, Bloomberg

Des taux d’intérêt réels bas ne sont pas rares sur le plan historique

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL

Sur la base du taux d'intérêt du marché monétaire à 12 mois



Source: BNS

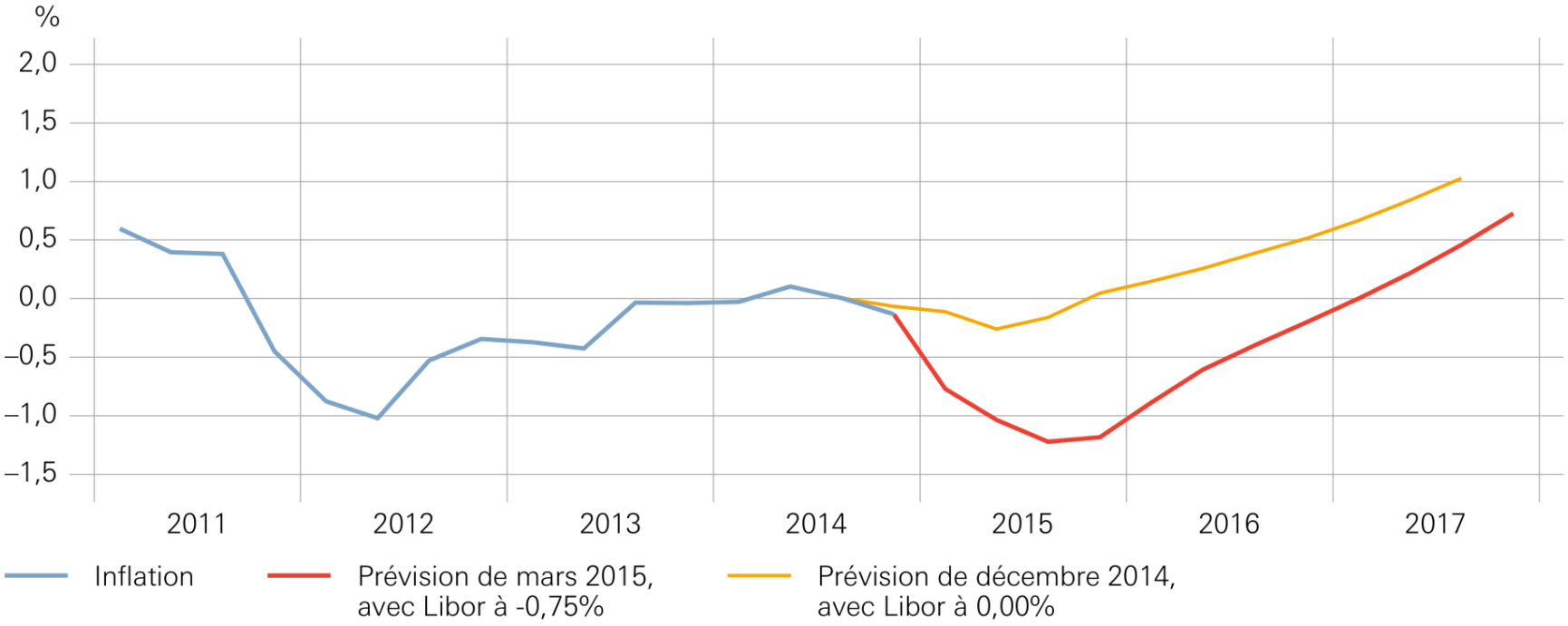
L'économie suisse dans le peloton de tête en termes de compétitivité et d'innovation

	Compétitivité		Innovation	
	Global Competitiveness Index (WEF GCI, 2014)	**World competitiveness ranking (IMD WCY, 2014)**	**Global Innovation Index (GII, 2014)**	**Innovation Union Scoreboard (IUS, 2014)**
1	**Suisse**	Etats-Unis	**Suisse**	**Suisse**
2	Singapour	**Suisse**	Royaume-Uni	Suède
3	Etats-Unis	Singapour	Suède	Allemagne
4	Finlande	Hong Kong	Finlande	Danemark
5	Allemagne	Suède	Pays-Bas	Finlande
6	Japon	Allemagne	Etats-Unis	Pays-Bas
7	Hong Kong	Canada	Singapour	Luxembourg
8	Pays-Bas	Emirats arabes unis	Danemark	Belgique
9	Royaume-Uni	Danemark	Luxembourg	Royaume-Uni
10	Suède	Norvège	Hong Kong	Irlande

Prévision d'inflation de la BNS

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2015

Variation en % de l'indice suisse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Source: BNS

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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