

**Exposé**

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

**Embargo**

24 avril 2015, 10 heures

---

## **La politique monétaire de la BNS après la suppression du cours plancher**

107<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 24 avril 2015

© Banque nationale suisse, Zurich (exposé donné en allemand)

Monsieur le président du Conseil de banque,  
Mesdames et Messieurs les actionnaires,  
chers invités, chers étudiantes et étudiants,

Depuis le 15 janvier, nous vivons dans un monde différent du point de vue de la Banque nationale suisse (BNS). Ce jour-là, compte tenu des profonds changements qu'avait subi l'environnement international déterminant pour la politique monétaire de la BNS, la Direction générale a décidé d'abolir le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Cette décision a d'importantes conséquences pour notre économie. Aussi a-t-elle provoqué de vives réactions, ce qui est compréhensible. Cependant, si nous avions maintenu le cours plancher pendant quelque temps encore, les conséquences pour notre pays auraient été bien plus graves.

Aujourd'hui, j'aimerais vous présenter en détail les raisons qui nous ont amenés à abolir le cours plancher. La Banque nationale tient beaucoup à expliquer ses décisions de politique monétaire. Elle satisfait ainsi à l'obligation qui lui est faite par la loi de rendre compte au Parlement de l'accomplissement de ses tâches. Par ailleurs, il est essentiel pour elle que le public, et en particulier les actionnaires de la BNS, comprennent sa politique monétaire.

Dans mon exposé, j'aborderai tout d'abord les questions fondamentales en rapport avec la suppression du cours plancher. Puis je vous présenterai notre analyse de la situation économique en Suisse et de l'évolution des prix. Ensuite, je vous donnerai quelques informations détaillées sur notre politique monétaire actuelle, dont les grands axes sont notre détermination à intervenir, si nécessaire, sur le marché des changes et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS. Aujourd'hui, j'examinerai donc également d'une manière approfondie le second de ces thèmes.

## **Motifs de la suppression du cours plancher**

Commençons par nous pencher sur les raisons qui nous ont amenés à abolir le cours plancher. Dans le courant de l'année 2014, il est devenu de plus en plus manifeste que les Etats-Unis ne tarderaient pas à abandonner leur politique monétaire très expansionniste. Dans la zone euro, par contre, les signes annonçant un nouvel assouplissement de la politique monétaire se multipliaient. Dans ce contexte, l'euro s'est nettement déprécié face au dollar des Etats-Unis. Le fait que les zones monétaires aient donné une orientation divergente à leur politique respective a doublement influé sur le franc: notre monnaie a, elle aussi, perdu du terrain vis-à-vis du dollar, mais elle s'est renforcée par rapport à l'euro, qui s'est peu à peu rapproché du cours plancher de 1,20 franc. Toutefois, la dépréciation de l'euro ne menaçait pas encore le cours plancher. Lors de l'examen de la situation de mi-décembre, nous avons décidé par conséquent de laisser inchangée notre politique monétaire.

Peu après, la crise économique s'est aggravée en Russie. La Banque nationale a dû procéder à des interventions massives sur le marché des changes afin de faire prévaloir le cours plancher. Ainsi, pour soutenir ce dernier, nous avons introduit un taux d'intérêt négatif sur les avoirs en comptes de virement à la BNS.

Dans un premier temps, la situation s'est détendue. Mais ce n'était que le calme précédant la tempête. Comme les anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro se précisaient, la monnaie unique s'est à nouveau considérablement affaiblie durant la première quinzaine de janvier 2015. Il en a résulté une forte accentuation des pressions sur le cours plancher. Alors qu'en 2012, l'orientation des politiques monétaires menées aux Etats-Unis et dans la zone euro était demeurée inchangée, il est apparu que cette fois-ci, le cours plancher ne pourrait être maintenu qu'au moyen d'interventions continues sur les marchés des changes pour des montants de plus en plus élevés. En d'autres termes, il n'était plus possible de faire prévaloir sur la durée le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro.

Continuer de le maintenir aurait entraîné un accroissement incontrôlable de nos réserves de devises et, partant, de notre bilan, qui aurait pu atteindre un multiple du produit intérieur brut (PIB) de la Suisse. Les risques découlant d'un tel gonflement auraient été sans commune mesure avec le bénéfice que l'économie suisse aurait tiré du maintien du cours plancher. Surtout, cette situation aurait fortement compromis la capacité d'action de la BNS et aurait sérieusement entravé la mise en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire. Enfin, elle aurait menacé l'accomplissement de notre mandat à long terme. En effet, la résorption de tels volumes de liquidités aurait entraîné de graves problèmes lors de la normalisation de la politique monétaire.

A l'occasion de chaque examen de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a analysé le coût et l'utilité du maintien du cours plancher. Le 15 janvier 2015, la Direction générale est parvenue à la conclusion que cette mesure n'était plus justifiée du point de vue de la politique monétaire. Si la BNS avait ignoré les changements survenus sur le plan international, elle aurait risqué de perdre sa crédibilité. Continuer de défendre le cours plancher sans nous préoccuper de la pérennité de notre politique monétaire ni des coûts que celle-ci pouvait générer aurait été irresponsable.

Ce constat fait, il a fallu agir avec détermination. Attendre plus longtemps aurait exacerbé les pressions sur le cours plancher en raison des tentatives de spéculation. Une suppression ultérieure aurait entraîné des turbulences tout aussi fortes sur les marchés financiers, des conséquences plus graves pour l'économie suisse et des pertes plus importantes au bilan de la BNS.

Mesdames et Messieurs, la décision du 15 janvier, de grande ampleur, n'a pas été facile à prendre pour mes collègues de la Direction générale et moi-même. Nous savions que la suppression du cours plancher influencerait considérablement sur les perspectives économiques et sur les perspectives d'inflation. Cependant, en notre qualité de membres de la Direction générale de la Banque nationale, nous devons être prêts à prendre également des décisions pouvant avoir des effets négatifs à court terme. Nous sommes convaincus du fait que repousser une décision somme toute inéluctable aurait causé des coûts beaucoup plus élevés à long terme.

## **Bilan du cours plancher**

Comme je l'ai déjà dit, le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro est demeuré l'instrument central de la politique monétaire de la Banque nationale pendant près de trois ans et demi. J'aimerais donc revenir sur la période qui a précédé l'introduction du cours plancher et en dresser un bref bilan. A l'été 2011, les perspectives de l'économie mondiale, qui ne se remettait que lentement de la récession la plus profonde depuis les années 1930, se sont à nouveau détériorées. De plus, la crise de la dette s'aggravait encore en Europe, et aux Etats-Unis, le Congrès était depuis quelque temps en proie à des tiraillements au sujet du relèvement du plafond de la dette. Dans ces circonstances, l'incertitude a rapidement augmenté sur les marchés financiers, et la demande de francs suisses a crû de manière marquée. Notre monnaie s'est appréciée très fortement vis-à-vis de toutes les monnaies importantes, et donc également vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. En août 2011, le franc était extrêmement surévalué selon tous les critères déterminants. Dans un premier temps, la BNS a accru les liquidités sur le marché monétaire dans une mesure sans précédent. Cette expansion des liquidités n'a toutefois eu qu'un effet passager sur les cours de change. Le 6 septembre 2011, nous avons par conséquent pris la décision d'introduire le cours plancher comme mesure exceptionnelle et temporaire.

Le cours plancher a permis de corriger partiellement la surévaluation extrême du franc. La BNS a ainsi contré la grave menace pesant sur l'économie suisse et écarté le risque de développements déflationnistes. Le cours plancher a rendu de précieux services à l'économie suisse. Il l'a aidée à surmonter les fortes turbulences et lui a donné le temps de s'adapter, en partie du moins, aux nouvelles conditions. La production et l'emploi se sont redressés plus rapidement que dans beaucoup d'autres pays. Ces deux dernières années, la croissance moyenne du PIB s'est établie à environ 2%. Aujourd'hui, l'économie suisse se porte mieux qu'en 2011.

## **Nouveau contexte pour l'économie: évaluation et perspectives**

Quelle est l'appréciation que nous portons actuellement sur les perspectives économiques compte tenu du nouveau contexte? Avant la suppression du cours plancher, la Banque nationale tablait sur une croissance d'environ 2% pour 2015. A présent, nous escomptons une progression du PIB d'un peu moins de 1%. Du fait de la suppression du cours plancher, l'économie suisse doit faire face à des temps plus difficiles. Dans l'ensemble, le franc est de nouveau nettement surévalué. Le défi que représente l'appréciation forte et surtout brusque du franc est considérable. Notre économie a certes régulièrement prouvé qu'elle était capable de s'adapter et d'innover. Elle est en mesure de faire face à une hausse progressive du cours de change réel sur une période prolongée. Mais les effets potentiels de la nouvelle appréciation considérable du franc ne doivent en aucun cas être sous-estimés. Nous éprouvons un profond respect pour les entrepreneurs et leurs employés qui doivent relever les défis qui en découlent. Plus que jamais, l'économie suisse doit s'appuyer sur ses atouts structurels et sur sa

flexibilité. Elle devrait ainsi être à même de préserver sa compétitivité et, partant, la prospérité de notre pays.

La croissance de l'économie dépend non seulement des cours de change, mais aussi de l'évolution conjoncturelle mondiale. Les perspectives sont meilleures aujourd'hui qu'elles ne l'étaient en 2011. Aux Etats-Unis, l'économie est plus solide. Dans la zone euro, les données les plus récentes sur la conjoncture suscitent quelque espoir. Cependant, le conflit en Ukraine et la dette de la Grèce représentent toujours des risques considérables.

La nouvelle situation sur le marché des changes a en outre pesé sur la prévision d'inflation conditionnelle de la BNS, qui est en net recul. Pour 2015, nous nous attendons à un renchérissement de  $-1,1\%$ . En effet, l'appréciation du franc provoque une baisse des prix à l'importation, et la chute des cours du pétrole a clairement fait passer le renchérissement des produits énergétiques dans la zone négative. Ces deux effets ne concernent toutefois que le court terme. Selon notre prévision d'inflation, la phase de renchérissement négatif sera temporaire. Nous ne nous attendons pas à ce qu'elle se prolonge, ni à ce qu'elle débouche sur une spirale déflationniste.

Pourtant, ni l'inflation ni l'économie ne connaissent une évolution optimale. Certes, nous préférions que le renchérissement soit légèrement positif, et la croissance de l'économie, un peu plus forte. Mais les conditions internationales ont changé, et nous ne pouvons influencer sur leur évolution. Nous devons donc nous résigner à affronter une période difficile.

## **La politique monétaire de la Banque nationale**

Si la suppression du cours plancher marque pour la Banque nationale le retour à la gestion des taux, elle n'est pas pour autant synonyme d'un retour à la normale. En décembre dernier, nous avons introduit un intérêt 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, le jour même de la suppression du cours plancher, nous avons abaissé ce taux pour l'inscrire à  $-0,75\%$ . Cette mesure renchérit fortement la détention de francs par rapport à celle d'autres monnaies. Elle doit amortir progressivement les effets de la suppression du cours plancher et prévenir tout durcissement des conditions monétaires.

La suppression du cours plancher ne signifie pas que la Banque nationale cessera désormais de s'intéresser aux développements sur le marché des changes. Au contraire, nous continuerons de prendre en compte la situation sur ce marché pour définir notre politique monétaire. 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 semaines suivantes. Mais comme le montre l'évolution récente, le franc peut provisoirement se renforcer dans cette phase d'incertitudes accrues découlant de la dette de la Grèce. Nous observons ces développements et leurs éventuelles incidences pour la Suisse avec la plus grande vigilance. Si nécessaire, nous continuerons d'intervenir sur le marché des changes afin

d'influer sur les conditions monétaires. Le franc est nettement surévalué dans l'ensemble. Il devrait s'affaiblir avec le temps.

## **Bas niveau des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et conséquences pour la Suisse**

Les banques centrales doivent affronter des défis considérables, et ce non seulement en Suisse. Depuis le début de la crise financière, les politiques monétaires ont été partout fortement assouplies. Il en a résulté des taux d'intérêt mondialement très bas, voire, depuis peu, négatifs. Le phénomène des taux bas ou négatifs ne se limite donc pas à la Suisse: il est mondial, et notre pays ne peut pas y échapper. Une petite économie ouverte comme la Suisse est étroitement liée aux autres pays par les flux financiers et commerciaux. La Banque nationale doit tenir compte de ce contexte dans l'élaboration de sa politique monétaire.

Traditionnellement, les taux sont plus faibles en Suisse qu'ailleurs, car notre pays se caractérise depuis longtemps par une inflation faible et une grande stabilité politique. Cette situation permet à notre économie de bénéficier d'un coût du capital faible, ce qui se manifeste notamment par une infrastructure performante et une productivité du travail élevée.

A la suite de la crise financière, les taux d'intérêt se sont repliés moins fortement en Suisse qu'à l'étranger. Vers la fin de l'année dernière, il en a résulté une quasi-annulation de l'écart de taux entre les placements en monnaies étrangères et les placements en francs, ce qui a rendu le franc encore plus attrayant, tant pour les investisseurs étrangers que pour les investisseurs suisses. En effet, la pression à la hausse sur le franc découle de la demande non seulement d'investisseurs étrangers, mais également de résidents suisses qui investissent moins à l'étranger ou transfèrent en Suisse des actifs qu'ils détenaient à l'étranger.

Permettez-moi d'illustrer mon propos. La balance des transactions courantes de la Suisse est depuis longtemps excédentaire. Autrement dit, notre pays exporte davantage de biens et de services qu'il n'en importe. Cet excédent de notre balance des transactions courantes nous a permis de constituer progressivement d'importants actifs à l'étranger, qui produisent des revenus considérables. Ces actifs étaient majoritairement placés en devises, notamment en raison des rendements plus intéressants<sup>1</sup>. Notre pays devait alors «réexporter» les recettes nettes tirées des excédents de la balance des transactions courantes en achetant des titres d'émetteurs non-résidents ou en effectuant des investissements à l'étranger. Jusqu'à la crise financière, les entrées de capitaux résultant de l'excédent de la balance des transactions courantes étaient à peu près égales aux sorties découlant de l'exportation de capitaux par le secteur privé suisse.

La situation a radicalement changé avec la crise financière. La propension au risque a fortement reculé en Suisse. Le secteur privé se montre très réticent à placer à l'étranger le

---

<sup>1</sup> Fin 2012, les actifs à l'étranger de la Suisse s'élevaient à environ 3 500 milliards de francs, dont 85% étaient placés en devises.

produit résultant de l'excédent de la balance des transactions courantes et il transfère même en Suisse une partie des actifs qu'il détenait à l'étranger. Cela a conduit à un fort accroissement de la demande de francs qui émane du secteur privé. Les achats de devises élevés de la Banque nationale au cours des dernières années ont permis d'endiguer partiellement la pression à la hausse qui en a découlé sur le franc.

On ne peut par conséquent imputer aux seuls investisseurs étrangers cette pression au renforcement de notre monnaie. Autrement dit, il y a lieu de rendre les placements en francs moins attrayants pour tous les investisseurs. Comme je viens de l'expliquer, une distinction des investisseurs selon qu'ils sont résidents ou non-résidents n'est pas opportune du point de vue de la politique monétaire. Comme les taux d'intérêt à l'étranger sont proches de zéro, nous devons abaisser les taux suisses dans la zone négative si nous souhaitons rétablir, au moins partiellement, l'écart de taux auquel le marché est habitué.

### **Réponse aux critiques à l'encontre du taux d'intérêt négatif**

Je vais maintenant revenir plus précisément sur le taux d'intérêt négatif. Celui-ci permet de rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, de limiter les entrées nettes de capitaux. Par conséquent, la pression à la hausse sur notre monnaie diminue et les conditions monétaires s'assouplissent.

Nous avons conscience que le bas niveau des taux d'intérêt génère de grandes difficultés pour les investisseurs, et tout spécialement pour les caisses de pensions. Cette situation restreint les possibilités de placement acceptables. Elle rend la tâche ardue pour les institutions qui sont tenues, par la loi ou par contrat, de réaliser un rendement défini. Le bas niveau des taux devrait n'être qu'un phénomène temporaire dû aux graves troubles économiques qui résultent de la crise financière. Nous estimons que la reprise va se poursuivre, et que les taux d'intérêt vont de nouveau progresser à l'échelle mondiale. Les Etats-Unis en affichent les premiers signes. Une chose est toutefois indéniable: si nous voulons prévenir tout risque de ruée sur le franc, il ne faut pas que les taux suisses soient supérieurs à ceux des autres pays.

Certains prétendent que le taux d'intérêt négatif est contre-nature et prive l'économie d'un indicateur important. Mais cela n'est pas vrai. Le taux d'intérêt récompense la renonciation à consommer. Les fonds ainsi épargnés deviennent disponibles pour des investissements qui, à leur tour, doivent générer un rendement permettant de payer les intérêts. Toutefois, dans les périodes de grande incertitude, le taux de l'épargne progresse, et les entreprises restreignent leurs investissements du fait de l'incertitude ou en raison de la faiblesse des rendements attendus. L'augmentation du taux d'épargne et le recul des investissements font baisser le taux d'intérêt, qui peut, dans les cas extrêmes, passer dans la zone négative. Les taux d'intérêt bas ou négatifs traduisent le déséquilibre, à l'échelle mondiale, entre le niveau très élevé de l'épargne et la demande relativement faible d'investissements. Dès que la reprise sera suffisamment consolidée sur le plan international, les taux progresseront à nouveau.

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. La Suisse se trouve actuellement dans une telle situation. Lorsque l'inflation est inférieure au taux d'intérêt nominal, il en résulte malgré tout une augmentation du pouvoir d'achat, même si le rendement d'un placement est nul en termes 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 encore moins qu'aujourd'hui et où elle perdait même de sa valeur en termes réels.

## Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'en arrive à la fin de mon exposé. Comme vous l'aurez compris, la situation internationale reste très difficile, tant pour l'économie de notre pays que pour la politique monétaire de la Banque nationale. Les taux sont très bas depuis longtemps dans le monde entier. La crise financière continue de faire sentir ses effets, qui freinent la conjoncture à l'échelle de la planète. Dans le même temps, la forte surévaluation du franc confronte notre économie à des défis majeurs.

Permettez-moi malgré tout de formuler ici deux prévisions. Premièrement, je pense que notre économie surmontera également cette situation insatisfaisante. Secondement, j'estime que le taux d'intérêt négatif ne va pas devenir la norme. La reprise mondiale et le retour d'une croissance plus soutenue dans la zone euro mettront un terme à cette situation. Mais en attendant, l'intérêt négatif remplit en Suisse une fonction très importante: il amortit la pression à la hausse sur le franc et soutient par là même notre économie.

Ainsi, huit ans après le début de la crise financière, la Banque nationale reste mise à rude épreuve. Pour mener à bien notre mission, nous devons toujours pouvoir compter sur l'engagement infailible de nos collaboratrices et de nos collaborateurs. En mon nom et au nom de mes collègues Jean-Pierre Danthine et Fritz Zurbrügg, je tiens à les remercier ici pour leur travail remarquable. Nous remercions également nos actionnaires de leur fidélité vis-à-vis de la BNS. Enfin, nous adressons nos remerciements à toutes les personnes ici présentes, et tout spécialement à nos jeunes invités, pour le grand intérêt qu'ils portent à l'activité de la Banque nationale.

Merci de votre attention.