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

Exposé

Embargo jusqu'au
19 novembre 2015, 18 h 30

Premier bilan de la politique monétaire en 2015

Apéritif «Marché monétaire»

Andréa M. Maechler*

Membre de la Direction générale
Banque nationale suisse
Genève, le 19 novembre 2015
© Banque nationale suisse, Zurich, 2015

* L'intervenante remercie Dirk Faltin, Marco Huwiler et Bettina Simioni pour leur contribution à la préparation de cet exposé, Vincent Crettol et Peter Kuster pour leurs commentaires, et les services linguistiques de la BNS pour leur assistance.

Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureuse de vous accueillir ce soir à notre traditionnel Apéritif «Marché monétaire». J'ai rejoint la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) en juillet dernier, et c'est un grand honneur pour moi de prononcer, dans ma ville natale, mon premier discours public.

Cette année a été riche en événements pour la politique monétaire suisse. Le 15 janvier, la BNS a pris deux décisions capitales: elle a supprimé le cours plancher et abaissé à nouveau dans la zone négative le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement. Ces mesures ont marqué un tournant dans sa politique monétaire. J'aimerais dresser ce soir un premier bilan de l'environnement dans lequel s'inscrit maintenant notre action.

Mon intervention s'articulera autour de trois parties. Premièrement, j'étudierai les instruments de politique monétaire mis en œuvre par la BNS depuis le 15 janvier et les conséquences de la suppression du cours plancher sur le franc. Dans une deuxième partie, j'évaluerai le fonctionnement du mécanisme de transmission du taux d'intérêt négatif aux différents segments des marchés financiers. Enfin, dans une troisième partie, j'esquisserai les perspectives de croissance et d'inflation dans notre pays.

Après mon intervention, mon collègue Dewet Moser abordera de manière plus détaillée l'application du taux d'intérêt négatif.

La politique monétaire en territoire inconnu

Le 15 janvier, la BNS a supprimé le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Dans le même temps, elle a annoncé qu'elle abaissait à nouveau le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement, pour le fixer à –0,75%. Ces décisions ont été motivées par des développements internationaux. Ainsi, au cours de l'année 2014, les opérateurs ont commencé à anticiper une augmentation des taux de la Réserve fédérale (Fed), et cela à un moment où la banque centrale européenne (BCE) indiquait qu'une nouvelle stimulation monétaire serait nécessaire dans la zone euro. Cette anticipation a entraîné un affaiblissement substantiel de l'euro vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Le cours plancher s'est alors trouvé soumis à une pression considérable. A la mi-janvier 2015, il était devenu évident qu'il ne pouvait plus être maintenu sur la durée. Si la BNS ne l'avait pas supprimé, elle aurait été contrainte d'acheter des volumes très importants de devises. Son bilan se serait accru rapidement et dans des proportions telles que cela aurait pu gravement affecter sa capacité à remplir son mandat constitutionnel à long terme.

Depuis le 15 janvier, notre politique monétaire s'appuie sur deux piliers pour atténuer les pressions à la hausse sur le franc et assurer la stabilité des prix à moyen terme. Le premier est le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS. Le second est la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes. Ces deux piliers se complètent et se renforcent mutuellement.

Le taux d’intérêt négatif

L’intérêt négatif est appliqué aux avoirs en comptes de virement détenus à la BNS par les banques et d’autres opérateurs sur les marchés financiers. Il est prélevé sur la part de ces avoirs qui excède un certain montant. Ce montant exonéré a été introduit afin de limiter la charge financière pour les banques. Il a été défini comme étant égal à 20 fois celui des réserves minimales obligatoires. La BNS a ainsi adopté une méthode explicitement inscrite dans la loi et pour laquelle il existe des règles claires. Pour les titulaires de comptes de virement qui ne sont pas soumis à l’obligation de détenir des réserves minimales, nous avons fixé le montant exonéré à au moins 10 millions de francs.

Concrètement, les banques détenant des avoirs importants par rapport à leur obligation légale sont plus fortement touchées par le taux d’intérêt négatif. Ainsi, comme pour toute mesure de politique monétaire, l’incidence du taux négatif n’est pas la même pour tous les opérateurs. Mais dans l’intérêt général de l’économie suisse, il est essentiel que cet instrument fonctionne correctement, c’est-à-dire qu’il s’applique de manière large et que le nombre d’exceptions soit aussi limité que possible.

Le taux d’intérêt négatif a pour objectif de réduire l’attractivité relative des placements en francs, afin de contrer les pressions à la hausse sur notre monnaie. Il vise d’abord les facteurs extérieurs qui influent les conditions monétaires en Suisse. Ce n’est donc pas un instrument de politique monétaire ordinaire. Il est rendu nécessaire par les taux d’intérêt extraordinairement bas et la fragilité de l’environnement international actuel. Traditionnellement, les taux d’intérêt sont plus bas dans notre pays que chez nos principaux partenaires commerciaux. Cet écart de taux est le reflet d’atouts dont bénéficie notre pays depuis longtemps, notamment sa stabilité politique, la solidité de ses institutions, la résilience de son économie et son secteur financier d’importance mondiale.

Le premier graphique présente les taux d’intérêt des obligations d’Etat allemandes et suisses à 10 ans. La zone orange représente l’écart de taux. Alors que la plupart des banques centrales s’efforçaient d’atténuer les effets de la crise financière mondiale, les taux d’intérêt à court terme se sont rapprochés de zéro dans de nombreuses économies avancées. Il faut noter ici que les taux étrangers en général, et les taux allemands en particulier, ont reculé plus fortement que les taux suisses. Par conséquent, l’écart de taux a pratiquement disparu, ce qui a augmenté l’attractivité relative des placements en francs. Si la BNS a abaissé dans la zone négative le taux appliqué aux avoirs en compte de virement, c’est pour ramener cet écart de taux à un niveau plus habituel.

La disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes

Un écart de taux plus important réduit donc l’attractivité relative du franc. Mais la volatilité peut s’accroître brusquement sur les marchés financiers, ce qui peut entraîner une forte progression de la demande de francs. C’est ici que la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes joue un rôle clé dans la stabilisation des marchés. Par

exemple, lorsque le gouvernement grec a annoncé cet été l'organisation d'un référendum sur le programme international d'aide, nous sommes intervenus sur le marché des changes, alors même que la volatilité et les incertitudes sur le plan international étaient à leur comble. Notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes est un pilier important de notre politique monétaire.

La taille de notre bilan est le reflet de nos mesures de politique monétaire. L'une des conséquences du gonflement de notre bilan est l'accroissement des fluctuations de nos résultats financiers. C'est ce que vous pouvez voir sur le graphique 2. Durant les trois premiers trimestres, la BNS a enregistré une perte provisoire de 34 milliards de francs. Celle-ci reflète principalement l'appréciation du franc qui a découlé de la suppression du cours plancher. Cependant, et tout particulièrement du fait de la volatilité de l'environnement international, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur le résultat de l'exercice 2015.

Je voudrais toutefois être claire. La BNS n'a pas pour objectif de générer et de distribuer des bénéfices, mais de mener une politique monétaire servant l'intérêt général du pays. Nos opérations de politique monétaire ont un impact direct sur notre bilan. Autrement dit, nous pouvons enregistrer des pertes importantes certaines années. Mais à long terme, nos résultats financiers devraient être positifs en raison de nos coûts de refinancement particulièrement bas, du fait que la BNS détient le monopole d'émission des billets et de création des avoirs à vue.

Le franc depuis la suppression du cours plancher

Les deux piliers sur lesquels s'appuie notre politique monétaire s'avèrent efficaces pour réduire l'attractivité de notre monnaie. Le franc s'est fortement apprécié juste après le 15 janvier, mais il a ensuite progressivement faibli face à l'euro, et ce malgré plusieurs périodes de volatilité renforcée sur les marchés financiers pendant l'été. Cependant, à son niveau actuel, le franc reste nettement surévalué. Par exemple, l'indice de cours de change réel effectif, c'est-à-dire le cours de change du franc par rapport à un panier de monnaies de nos principaux partenaires commerciaux, demeure supérieur d'environ 15% à sa moyenne de long terme. Fin 2014, il l'était encore de moins de 10%.

La situation sur le marché des changes ne s'est donc pas encore normalisée. Le graphique 3 montre que depuis la crise financière mondiale, les sorties de capitaux privés (en bleu) qui compensaient jusque-là les excédents structurels de notre balance des transactions courantes, ont été remplacés par des entrées nettes (en rouge clair). Ce phénomène est la conséquence de changements observés au niveau des préférences des investisseurs. En effet, malgré l'amélioration de la situation économique mondiale, de grandes incertitudes subsistent, et certains investisseurs se tournent donc davantage vers la sécurité relative que leur procure notre monnaie. Il est important de remarquer ici que ce constat s'applique également aux investisseurs suisses, y compris aux investisseurs institutionnels, qui ont rapatrié une partie de leurs actifs et retours sur investissements. Il est probable que le franc demeurera sous pression jusqu'à ce que les préférences des investisseurs se normalisent. Au deuxième trimestre 2015, il semble que l'on revienne vers des sorties nettes de capitaux. Il ne fait aucun doute que cette

évolution résulte de l'application du taux négatif. Mais il est encore trop tôt pour affirmer qu'une nouvelle tendance se dessine.

Transmission du taux d'intérêt négatif aux marchés financiers

J'en arrive à la deuxième partie de mon exposé, à savoir à la transmission du taux d'intérêt négatif aux différents segments du marché financier suisse.

Nous constatons que la transmission du taux d'intérêt négatif au marché monétaire et au marché des capitaux a très bien fonctionné. La structure par terme des taux d'intérêt s'est déplacée vers le bas sans entraîner de turbulences sur le marché. Vous pouvez le voir sur le graphique 4. Le Libor à trois mois en francs a d'abord fortement reculé, pour s'inscrire dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, qui est comprise entre –1,25% et –0,25%. Il s'est ensuite stabilisé dans la zone médiane de cette marge. Les autres taux du marché monétaire ont suivi, si bien que les écarts entre les différents taux sont demeurés quasiment inchangés.

Le taux d'intérêt négatif a été transmis du marché monétaire au marché des capitaux. Le rendement des obligations d'Etat s'est inscrit à la baisse pour toutes les maturités. La chute a été plus marquée pour les obligations à court terme. Le rendement des obligations de la Confédération est actuellement négatif jusqu'à une durée de 13 ans. Les taux des obligations du secteur privé ont également reculé, mais dans une moindre mesure; cela reflète la plus grande diversité de possibilités de placement dont disposent les investisseurs sur ce marché.

L'application du taux négatif a donc entraîné un recul généralisé des taux d'intérêt sur le marché monétaire et sur le marché des capitaux. En revanche, les taux hypothécaires ne se sont pas autant repliés. Les taux hypothécaires à long terme ont même légèrement progressé par rapport à leurs niveaux du début de l'année. Ce phénomène est dû au fait que les coûts de refinancement des banques n'ont pas reculé autant que les taux sur le marché monétaire. Par conséquent, les marges des banques ont subi des pressions[1]. Pour compenser en partie cet effet, certaines banques ont augmenté leurs taux hypothécaires. Ainsi, la crainte que le taux négatif puisse contribuer à stimuler la croissance des prêts hypothécaires s'avère pour l'instant infondée.

L'économie suisse dans un environnement difficile

J'ai abordé jusqu'ici les cours de change et les taux d'intérêt, c'est-à-dire les aspects relatifs au cadre monétaire en Suisse. J'en viens maintenant à la troisième partie de mon exposé, c'est-à-dire à l'économie réelle. La Suisse est une petite économie ouverte[2] sur laquelle les développements internationaux ont généralement un fort impact. Toutefois, notre économie s'est montrée étonnamment résiliente, tant durant la récession mondiale de 2009 que lors du

[1] Ces pressions concernent la marge au passif des banques, qui correspond à la différence entre la charge d'intérêts que représenteraient d'autres sources de financement d'une durée équivalente et les intérêts prélevés sur les dépôts.

[2] En 2014, notre économie était classée 20e sur 194 dans la base de données de la Banque mondiale. La part des exportations y est bien supérieure à la moyenne des pays de l'OCDE.

début de reprise qui a suivi. Plusieurs facteurs expliquent cette performance relativement bonne. D'abord, la Suisse n'a pas dû faire face à une correction du marché immobilier ni à un surendettement du secteur privé. Ensuite, la situation favorable sur le marché du travail et l'immigration sont toujours demeurées un soutien pour la consommation des ménages.

Le graphique 5 présente le produit intérieur brut (PIB) de différents pays. Pour chaque pays, l'indice 100 correspond au pic d'avant la crise. Actuellement, le PIB suisse s'inscrit pratiquement à l'indice 108. Comme on peut le voir, les Etats-Unis sont la seule économie avancée qui réalise une performance comparable. La croissance suisse s'est plutôt bien maintenue, même durant les années où l'économie a connu une appréciation brutale et forte du franc. La politique monétaire est un facteur important en la matière: elle a permis à la BNS d'absorber certains risques auxquels l'économie a été exposée durant les différentes phases de la crise.

Un autre facteur est la grande compétitivité de notre économie. Le graphique 6 montre que la Suisse est à nouveau classée en tête des économies les plus compétitives dans le dernier rapport du Forum économique mondial. L'ouverture des entreprises suisses aux avancées technologiques, la sophistication de leur modèle commercial et leur flexibilité font de notre pays l'un des plus compétitifs au monde.

Mais cela ne signifie certes pas que les ajustements soient indolores. Loin de là: les changements organisationnels ne sont jamais faciles, et les mesures de réduction des coûts sont souvent douloureuses, en particulier pour les employés. De plus, la résilience relative de la croissance du PIB en termes réels tient, dans une certaine mesure, à la disposition des entreprises à accepter une réduction de leurs marges bénéficiaires. Le graphique 7 présente les exportations en termes réels, c'est-à-dire en volume, et en termes nominaux, c'est-à-dire en valeur. Les exportations ont fortement décru en termes nominaux, mais se sont bien mieux maintenues en termes réels. En effet, à la suite de l'appréciation de notre monnaie, les prix des biens et services suisses ont fortement progressé pour les acheteurs étrangers. Les entreprises suisses ont réagi en réduisant leurs prix à l'exportation, ce qui a empêché une chute prononcée des volumes d'exportation. Cette pression sur les marges ressort également des enquêtes menées régulièrement auprès des entreprises suisses par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale.

Ces derniers mois, la demande s'est dégradée à l'échelle mondiale. La croissance a ralenti en particulier dans les économies émergentes, mais également dans certains pays producteurs de matières premières. En revanche, la reprise se poursuit, bien qu'à un rythme modéré, dans les principales économies avancées. Globalement, nous nous attendons à ce que l'économie mondiale croisse modérément dans les prochaines années. Cela devrait permettre de compenser partiellement le handicap que constitue la surévaluation du franc. En Suisse, après une contraction au premier trimestre, l'activité économique a connu un regain de vigueur au deuxième trimestre. Selon nos prévisions, le PIB devrait progresser de près de 1% cette année.

La stabilité des prix est assurée

Dans la dernière partie de mon intervention, j'aimerais présenter nos prévisions d'inflation. Tout au long de 2014, l'inflation mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation est restée en moyenne proche de zéro. En 2015, elle a chuté clairement dans la zone négative. Cette évolution s'explique par deux facteurs: la forte appréciation du franc depuis le 15 janvier et la baisse marquée des cours du pétrole l'année dernière. Ces facteurs sont temporaires. Par conséquent, ils ne constituent pas une menace pour la stabilité des prix à moyen terme dans notre pays.

L'appréciation du franc et le recul des prix de l'énergie résultent de développements internationaux et affectent les prix à la consommation en Suisse, principalement en réduisant l'inflation importée [3]. Le graphique 8 montre que la pression à la baisse sur l'inflation suisse peut être attribuée en majeure partie à ces développements. Cela dit, comme on peut le voir sur ce graphique, les composantes intérieures des prix ont également reculé. Cela tient à la souplesse des entreprises suisses, que j'ai déjà mentionnée. Les entreprises confrontées à la concurrence de produits importés ont baissé leurs prix afin de rester compétitives malgré l'appréciation du franc. Ces baisses de prix sont essentielles pour restaurer la compétitivité de l'économie suisse à moyen terme. Elles font partie du processus d'ajustement nécessaire pour faire face à la soudaine appréciation de notre monnaie. Il est indéniable que ce processus peut être douloureux pour certaines entreprises.

Cette année, nous prévoyons que le recul des prix à la consommation s'inscrira à environ –1,2% en moyenne. Nous estimons que l'inflation atteindra son niveau le plus bas ce trimestre. Pour 2016, nous tablons sur une inflation moyenne de −0,5%. Comme vous le voyez, l'inflation redeviendra positive début 2017. Ces prévisions reposent sur plusieurs hypothèses pour les trois prochaines années: un Libor à trois mois maintenu à –0,75%, un baril de Brent à 50 dollars des Etats-Unis et un affaiblissement du franc.

Nos prévisions confirment que la phase d'inflation négative que nous traversons ne va pas durer. Cela dit, même temporaire, une inflation négative n'est pas souhaitable. Mais il n'est pas toujours possible de prévenir ce phénomène, notamment lorsque notre monnaie s'apprécie fortement. Il est essentiel que les anticipations d'inflation restent inscrites dans la zone positive et que la politique monétaire puisse assurer la stabilité des prix à moyen terme. Actuellement, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme demeurent positives. Ce fait est confirmé par de nombreuses enquêtes et par les échanges qui ont eu lieu entre les délégués de la BNS et les représentants d'entreprises des différents secteurs. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à une persistance de l'inflation négative sur la durée, et encore moins à une spirale déflationniste.

[3] Jordan, T. (2015) «The impact of international spillovers on inflation dynamics and independent monetary policy: the Swiss experience», notes de discussions pour le 39e forum économique de Jackson Hole sur l'inflation et la politique monétaire, 28 août 2015.

Conclusion

Me voici parvenue à la fin de mon intervention. Au début de cette année, la BNS a pris des décisions de grande ampleur. Elle a supprimé le cours plancher et abaissé le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs en comptes de virement. Ces mesures étaient nécessaires afin d'assurer un cadre monétaire approprié pour l'économie suisse, mais aussi afin de préserver la capacité de la BNS de garantir la stabilité des prix à moyen terme.

Depuis la mi-janvier, la politique monétaire de la BNS repose sur deux piliers complémentaires: le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'un et l'autre permettent de contrer efficacement la pression à la hausse excessive sur notre monnaie et d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Cependant, je tiens à souligner ici qu'à son niveau actuel, le franc reste nettement surévalué.

Avec un taux d'intérêt de –0,75% sur les avoirs en comptes de virement, nous sommes allés loin par rapport à la plupart des autres pays. D'après nos observations, les différents segments des marchés financiers fonctionnent correctement même dans un contexte de taux négatif. Toutefois, le recul des taux hypothécaires n'a pas été aussi prononcé que celui des taux des marchés financiers. Par conséquent, les craintes selon lesquelles le taux négatif pourrait entraîner des déséquilibres sur le marché hypothécaire sont actuellement infondées.

Globalement, la situation économique reste difficile en Suisse. La BNS analyse cette situation en permanence. Nous publierons notre prochaine évaluation dans le cadre de notre examen trimestriel du 10 décembre. Nous estimons de manière générale que l'économie a retrouvé un rythme de reprise modéré mais solide. Toutefois, des risques considérables subsistent. Ces risques découlent notamment de la fragilité de l'environnement international et des développements sur le marché des changes. Actuellement, l'inflation est certes trop basse, mais les principaux facteurs qui tirent vers le bas le niveau des prix en Suisse sont de nature temporaire. Il est essentiel de noter que la stabilité des prix à moyen terme est assurée.

Je vous remercie de votre attention.

Premier bilan de la politique monétaire en 2015

Andréa M. Maechler
Membre de la Direction générale
Banque nationale suisse

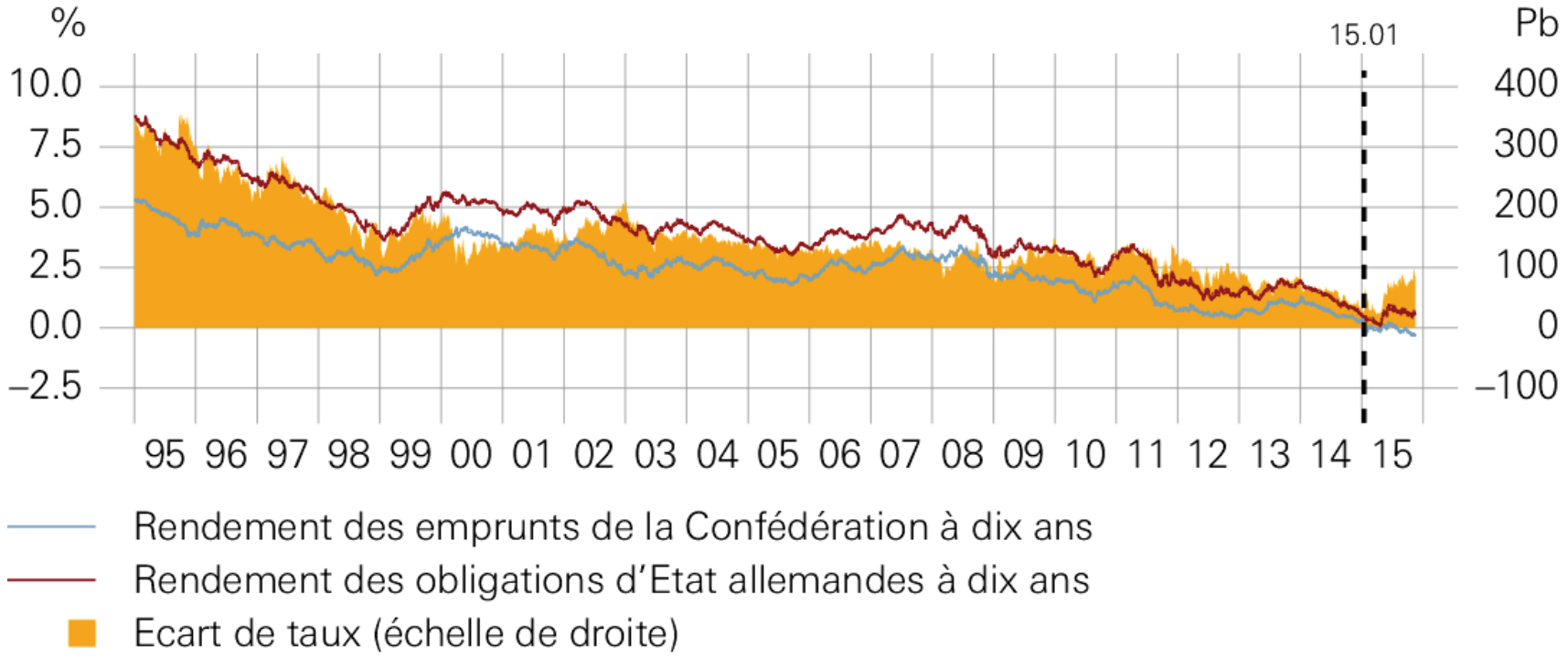
Apéritif «Marché monétaire»
Genève, le 19 novembre 2015

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

L'intérêt négatif a partiellement rétabli l'écart traditionnel entre taux suisses et taux étrangers

ECART DE TAUX

Ecart entre les taux allemands et suisses des obligations d'Etat à dix ans

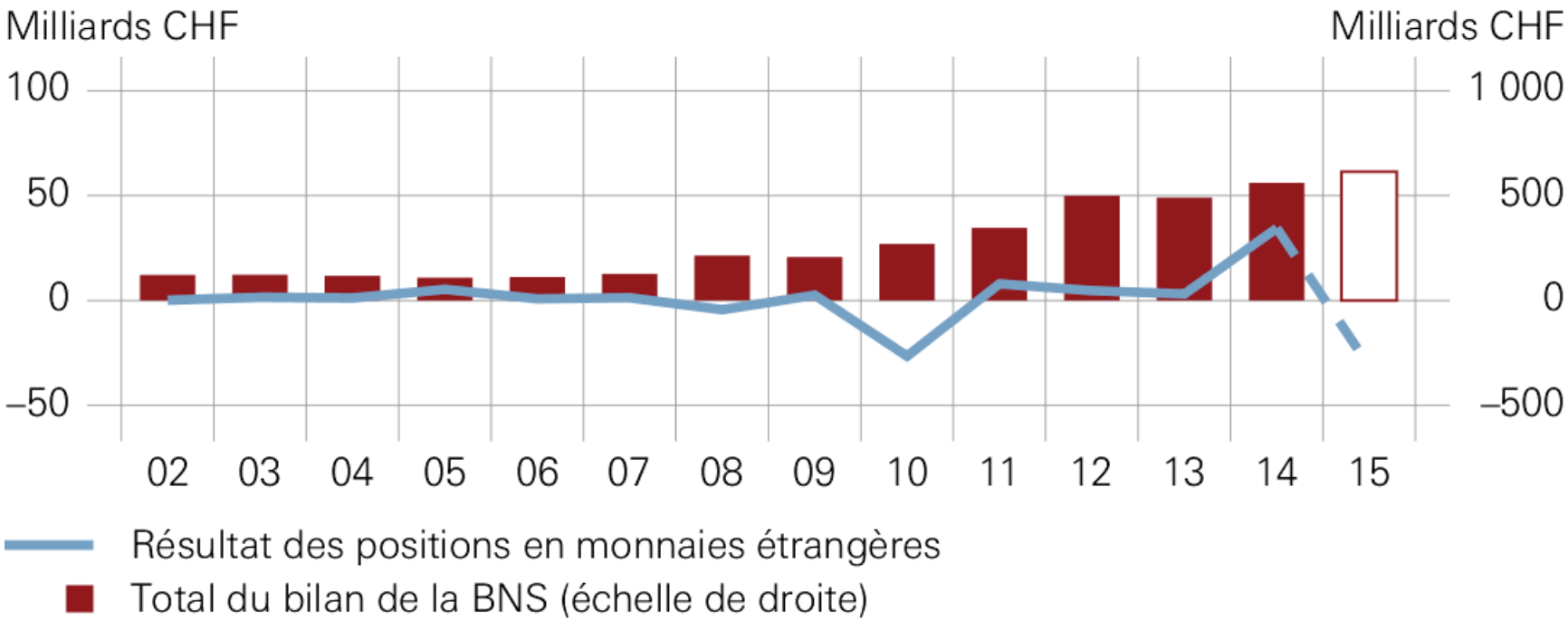


Sources: Bloomberg et BNS.

La volatilité des résultats de la BNS s’est accrue

TOTAL DU BILAN ET RÉSULTAT DE LA BNS

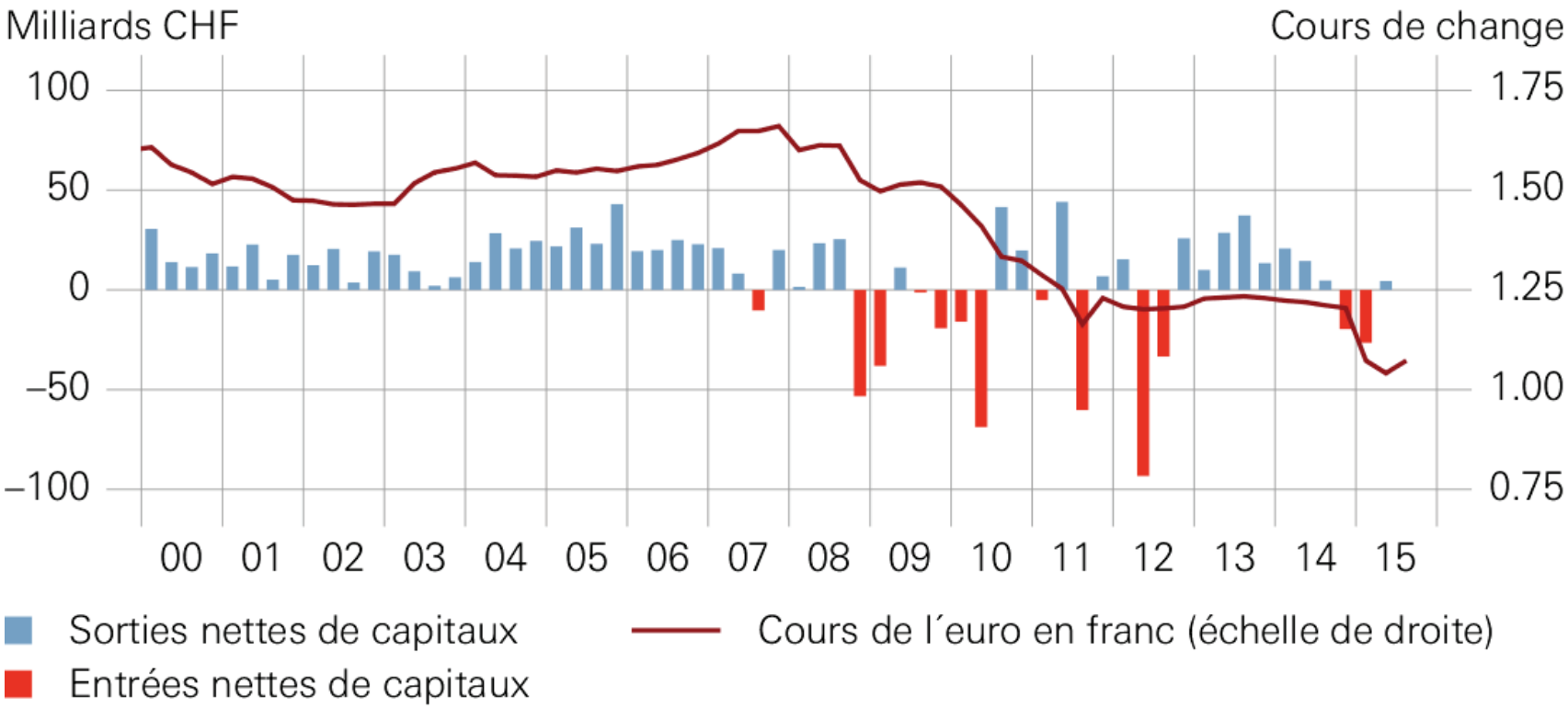
Les valeurs pour 2015 sont provisoires et ne comprennent que les trois premiers trimestres.



Source: BNS.

La fermeté du franc est le reflet des entrées nettes de capitaux privés

MOUVEMENTS NETS DE CAPITAUX ET COURS DE L´EURO EN FRANC

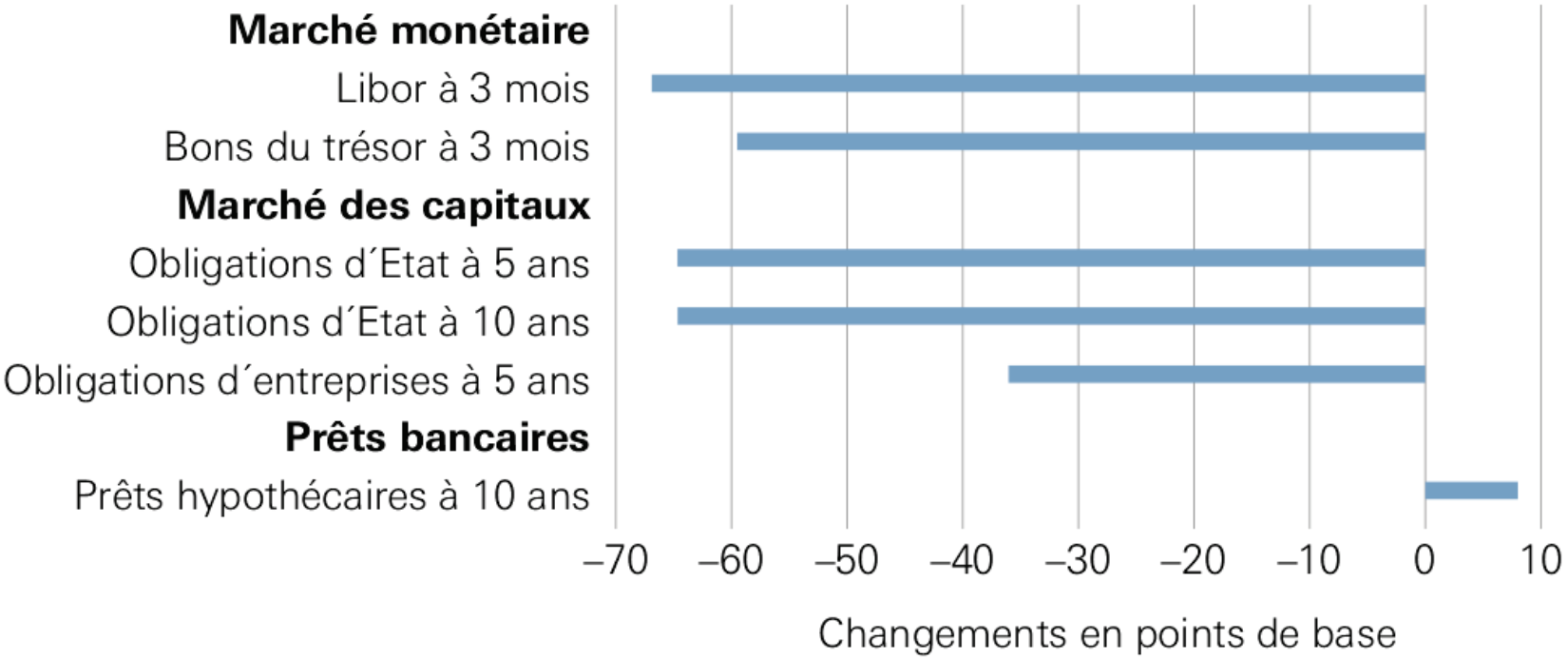


Sources: Bloomberg et BNS.

La transmission du taux négatif au marché monétaire et au marché des capitaux a très bien fonctionné

CHANGEMENTS ENREGISTRÉS DANS LES TAUX D'INTÉRÊT

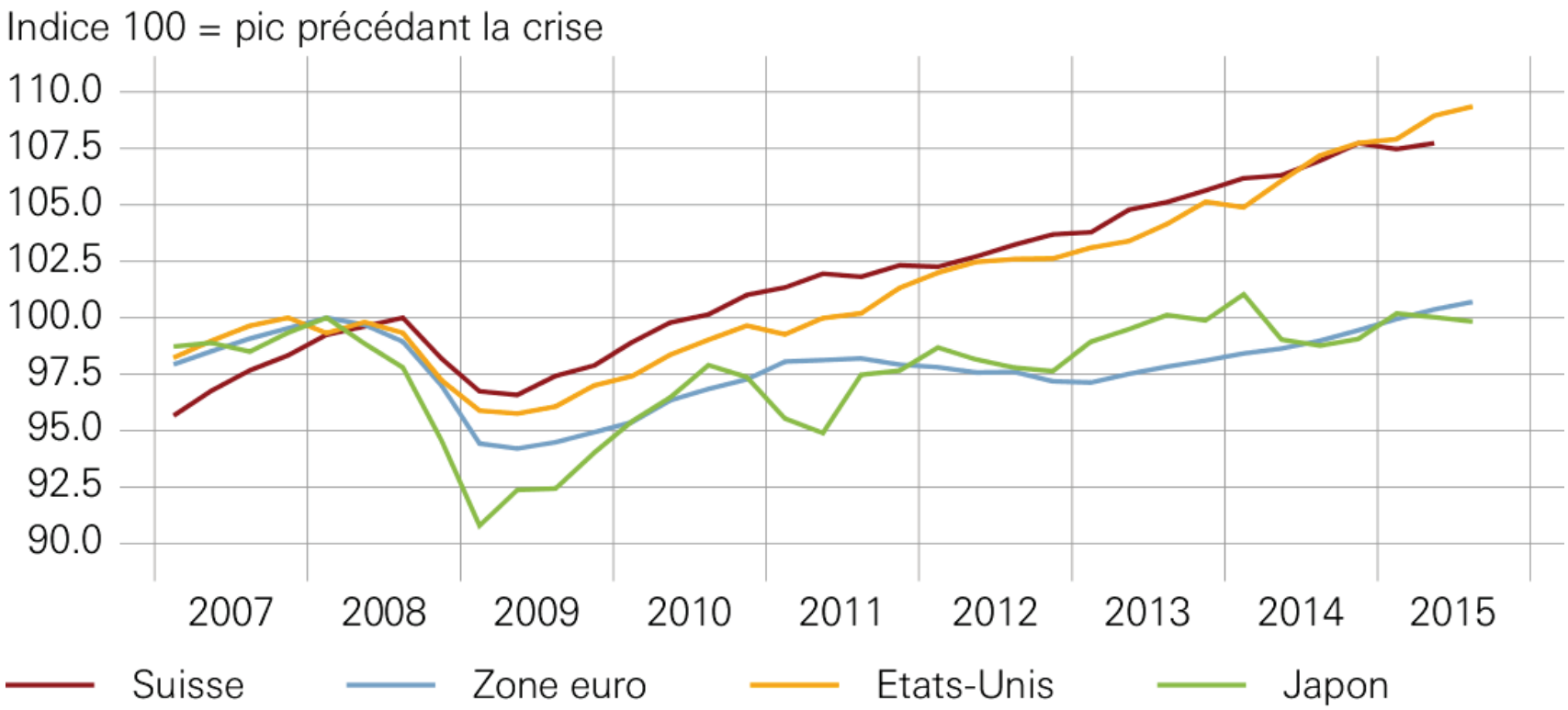
Depuis décembre 2014



Sources: Bloomberg et BNS.

L'environnement international est difficile mais la performance de l'économie suisse est relativement bonne

PIB EN TERMES RÉELS

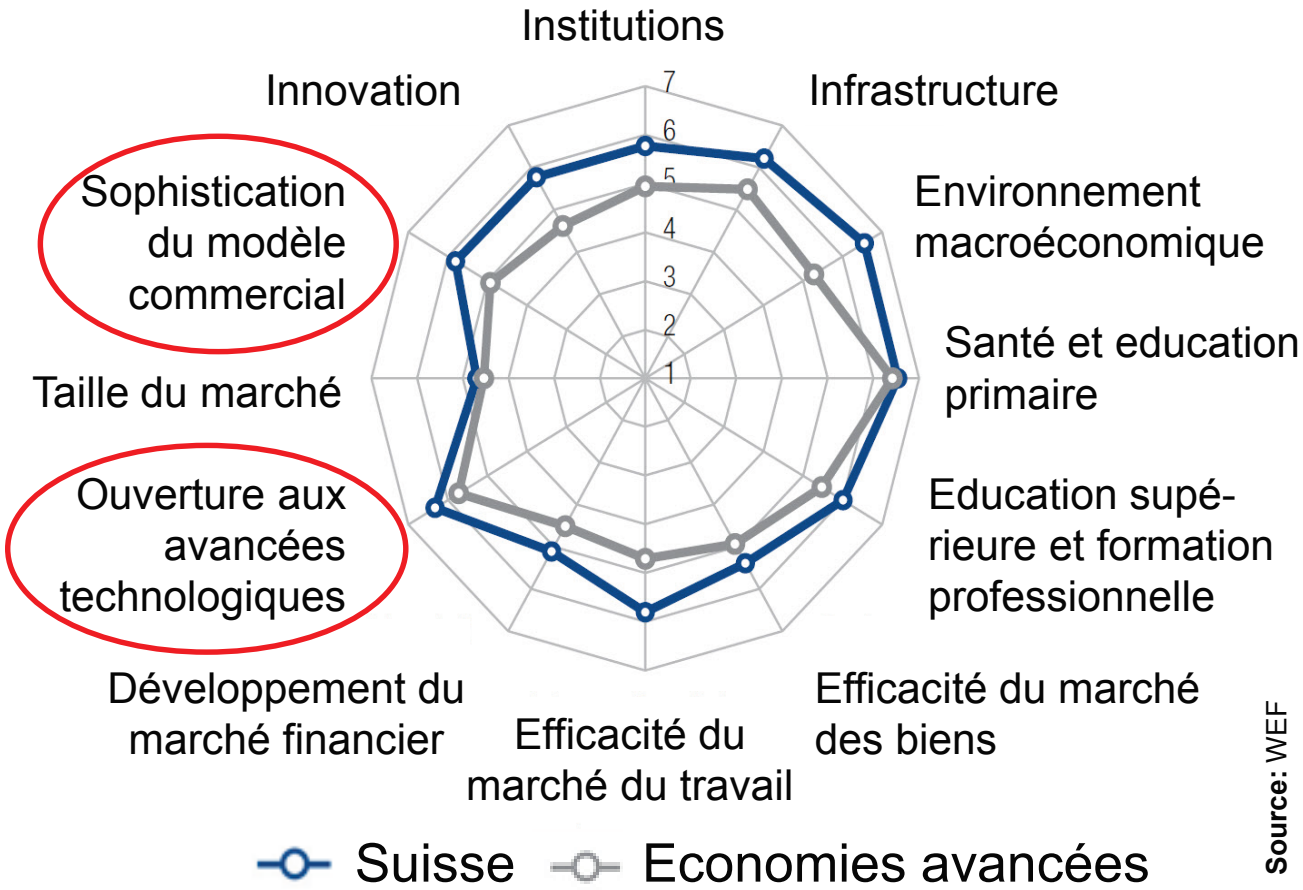


Sources: BNS et Datastream.

L'économie suisse est très compétitive

WEF GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT 2015-2016

Rang	Pays
1	Suisse
2	Singapour
3	Etats-Unis
4	Allemagne
5	Pays-Bas
6	Japon
7	Hong Kong
8	Finlande
9	Suède
10	Royaume-Uni

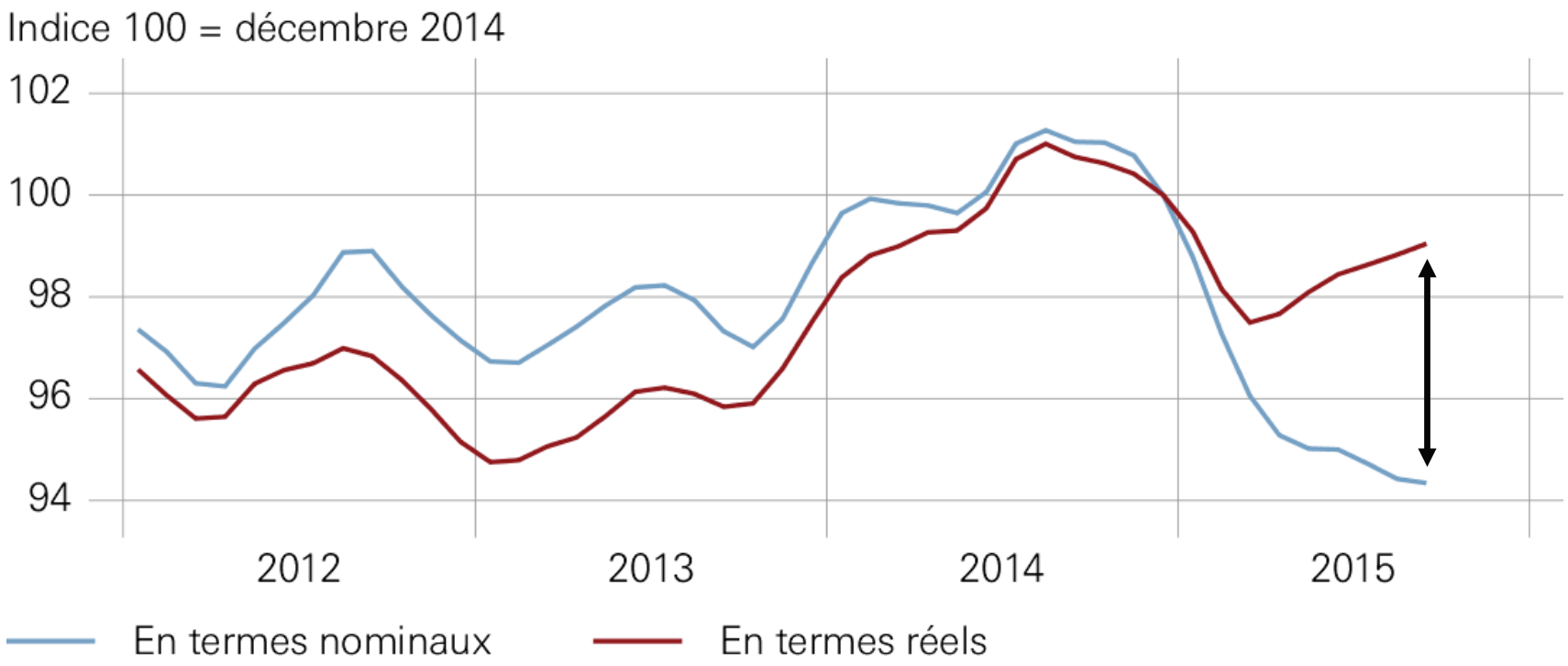


Source: WEF

Les exportateurs ont réduit leur marge afin de maintenir le volume des exportations en termes réels

EXPORTATIONS SUISSES DE BIENS

Décomposition tendance-cycle

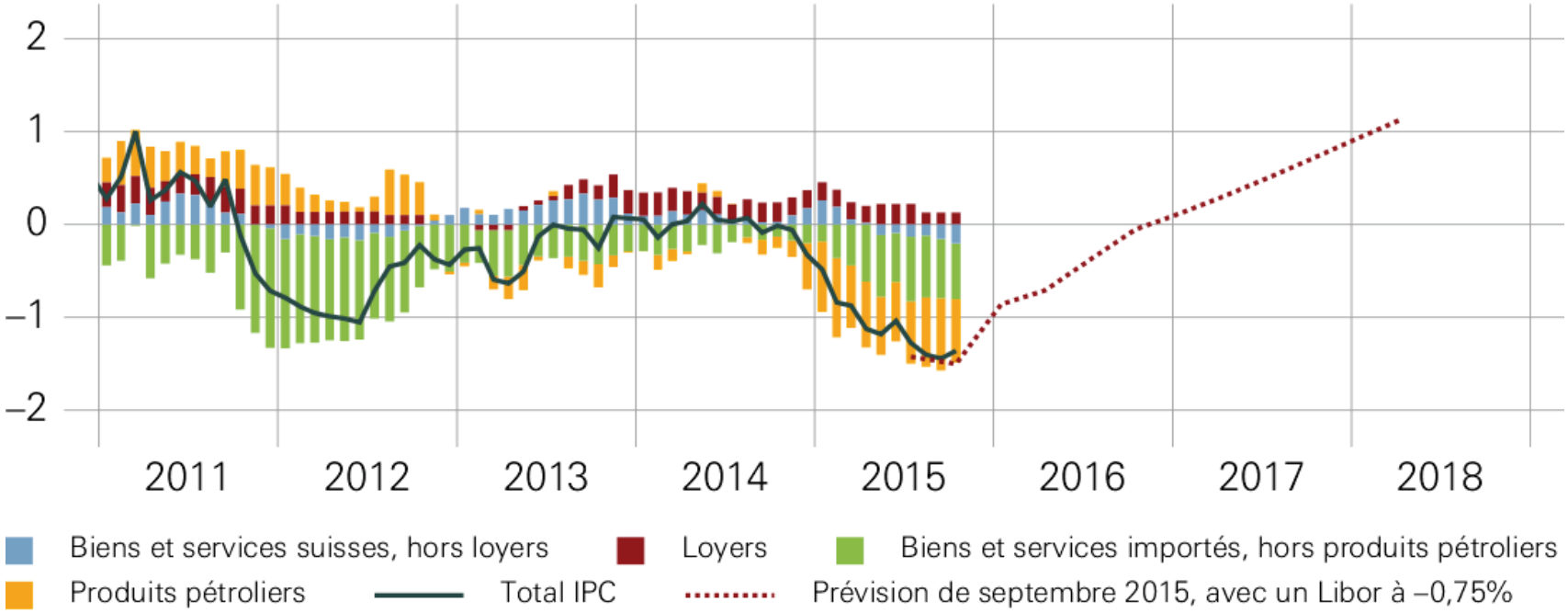


Sources: AFD et BNS.

La stabilité des prix est assurée à moyen terme

CONTRIBUTIONS AU RENCHÉRISSEMENT MESURÉ AU MOYEN DE L'IPC ET PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE

Contributions en points. Variation en % 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