

Embargo jusqu'au
8 octobre 2020, 11 h 30

Qu'est-ce qu'une monnaie solide?

Economic Conference, Progress Foundation

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Zurich, le 8 octobre 2020

© Banque nationale suisse, Zurich, 2020 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Romain Baeriswyl et Peter Kuster pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet exposé. Ses remerciements s'adressent également à Simone Auer, à Petra Gerlach, à Carlos Lenz et à Alexander Perruchoud pour leurs précieux commentaires, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.

Mesdames et Messieurs,

Le titre de la manifestation de ce jour ne saurait être plus clair: approvisionner l'économie en monnaie solide est un défi constant. Je suis donc très heureux de pouvoir approfondir cette thématique aujourd'hui avec vous. En tant que président de la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS), je représente en effet une institution qui, depuis sa fondation il y a 113 ans, a pour mission de procurer une monnaie solide à notre pays. Une monnaie solide est essentielle pour une société caractérisée par la division du travail et les échanges de biens et de services; les expériences faites avec les divers ordres monétaires qui se sont succédé au fil des siècles n'ont jamais manqué de le rappeler. Aujourd'hui, pratiquement toutes les transactions économiques requièrent l'utilisation de la monnaie. Un système monétaire solide est une condition nécessaire pour une économie moderne, des échanges commerciaux efficaces et une stabilité sociale pérenne.

Etant donné le rôle central de la monnaie, il est important que les développements qui y sont liés animent régulièrement le débat public. En organisant une conférence dédiée exclusivement à la solidité de la monnaie, vous apportez une contribution majeure à la discussion. Une monnaie solide est un bien fragile et, de ce fait, souvent menacé. Depuis la crise financière mondiale, la crainte que notre monnaie perde de sa solidité s'est toutefois répandue dans de larges pans de la population. D'un côté, cela est compréhensible. Les mesures prises par les banques centrales pour combattre la crise se sont traduites par une expansion extraordinaire de la masse monétaire, et les taux d'intérêt s'inscrivent au plus bas. Dans le passé, il s'agissait souvent de signaux précurseurs d'inflation et, par là même, d'une dépréciation monétaire. D'un autre côté, les faits parlent d'eux-mêmes: la valeur de l'argent n'a jamais été aussi stable que ces vingt dernières années (graphique 1). Par leur politique monétaire expansionniste, les banques centrales n'ont rien fait d'autre que répondre à la demande très soutenue de monnaie de banque centrale. Cette forte demande représente en fait une preuve tangible de confiance envers les banques centrales.

Le fait que l'inflation soit maîtrisée depuis si longtemps explique peut-être aussi que des idées provenant de tout autres cercles aient gagné en popularité. Les tenants de la théorie monétaire moderne préconisent des banques centrales au service du financement de l'Etat. Selon eux, des banques centrales indépendantes sont une fâcheuse relique du passé, et le besoin de financement de l'Etat devrait largement déterminer la politique monétaire. L'expérience a toutefois montré que, tôt ou tard, il en résulterait un fiasco économique.

Comme vous le voyez, les avis sont très partagés et les faits font l'objet d'interprétations diamétralement opposées. Dans mon exposé d'aujourd'hui, je vais essayer d'éclairer la situation du point de vue de la banque centrale de la Suisse. J'aimerais pour cela livrer quelques réflexions de base sur les propriétés d'une monnaie solide et sur les différents types de monnaie, avant d'examiner si, dans le contexte de notre politique monétaire actuelle, le franc peut encore être considéré comme une monnaie solide.

Une monnaie solide est une monnaie stable

Prenons tout d'abord un peu de recul et voyons ce que l'on entend exactement par «monnaie». La monnaie est un moyen d'échange accepté de tous. Elle remplit deux autres fonctions essentielles: elle sert d'unité de compte et de réserve de valeur.

Par sa fonction d'unité de compte, la monnaie permet de comparer des transactions économiques. Elle sert aussi à exprimer la valeur nominale de créances et d'engagements financiers. Comme unité de compte définissant la valeur, la monnaie joue un rôle essentiel dans pratiquement tous les domaines de la vie, que ce soit dans le monde du travail, dans le secteur de la santé ou dans la prévoyance vieillesse.

Pour que l'argent soit un moyen d'échange accepté de tous, il doit permettre d'acheter des biens ou des services non seulement aujourd'hui, mais aussi demain et après-demain. C'est la raison pour laquelle la monnaie peut également servir de réserve de valeur. Toutefois, la monnaie n'est pas le seul moyen, et souvent pas le plus avantageux, pour conserver son patrimoine et le faire fructifier. Elle offre certes sécurité et flexibilité, mais ne génère guère de revenus, contrairement aux placements financiers à risques.

Quand peut-on qualifier une monnaie de solide? Ma réponse ne vous surprendra certainement pas: la monnaie est solide dès lors qu'elle remplit au mieux ses fonctions. Pour cela, sa valeur doit rester stable. Sur la durée, seule une monnaie stable est acceptée de tous comme moyen d'échange. Une monnaie stable permet en tant qu'unité de compte d'effectuer plus facilement des prévisions et des calculs. De plus, une monnaie stable se prête à servir de réserve de valeur. L'importance d'une monnaie stable ne s'arrête toutefois pas aux trois fonctions précises que je viens d'évoquer. Une monnaie solide contribue à la conservation de la valeur réelle des créances financières établies en termes nominaux. C'est ordinairement le cas pour les avoirs d'épargne, les obligations, les contrats de travail ou les rentes. Une monnaie solide est ainsi source de sécurité et de confiance, deux conditions essentielles pour la paix sociale et la cohésion de la société.

Une monnaie est donc solide dès lors qu'elle ne s'apprécie et ne se déprécie pas, en d'autres termes en l'absence d'inflation et de déflation. Mais comment mesurer l'évolution de la valeur de la monnaie au fil du temps? Il faut pour cela se référer à l'évolution de son pouvoir d'achat. C'est pourquoi il est judicieux de mesurer la valeur de la monnaie à l'aide du panier de biens et de services d'un consommateur-type; en Suisse, c'est l'indice suisse des prix à la consommation qui sert de référence¹. La valeur de la monnaie dépend donc du prix de transaction de biens et de services, et son évolution est mesurée par le prix du panier-type au fil du temps.

¹ Dans sa stratégie de politique monétaire, la BNS définit la stabilité des prix comme une hausse de l'indice suisse des prix à la consommation inférieure à 2% par an. La déflation, c'est-à-dire une baisse durable du niveau des prix, est également contraire à l'objectif de stabilité des prix. Avec cette définition, la BNS tient compte du fait qu'elle ne peut pas contrôler l'inflation avec précision et que l'indice tend à surestimer légèrement l'inflation.

Monnaie de banque centrale et dépôts bancaires

Après avoir analysé les propriétés d'une monnaie solide, penchons-nous à présent sur les deux types de monnaie interchangeable qui circulent en parallèle dans le système monétaire actuel: la monnaie de banque centrale, ou base monétaire, et les dépôts bancaires, c'est-à-dire la monnaie scripturale des banques². La monnaie de banque centrale, ou base monétaire, regroupe, d'une part, dans le cas de la Suisse, les billets de banque émis par la BNS et, de l'autre, les avoirs à vue que les intervenants sur les marchés financiers – essentiellement les banques – détiennent en comptes de virement à la BNS.

La loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement stipule que les billets de banque émis par la BNS sont un moyen de paiement ayant cours légal en Suisse et que l'unité monétaire suisse est le franc, lequel se divise en cent centimes³. La monnaie de banque centrale et son unité de compte forment donc le pilier de notre système monétaire. La monnaie émise par la BNS définit la valeur et les propriétés du franc, et représente de ce fait la base de la monnaie bancaire.

En revanche, un dépôt bancaire n'a pas cours légal. Il s'agit dans ce cas d'une créance privée vis-à-vis d'une banque, dont la contre-valeur est échangeable sur demande en monnaie de banque centrale – c'est-à-dire en billets de banque dans le cas du secteur non bancaire. Les agents économiques sont disposés à détenir des dépôts bancaires en lieu et place de monnaie de banque centrale pour autant qu'ils aient confiance en la capacité de paiement de la banque et que les dépôts bancaires leur offrent une plus-value par rapport à la monnaie de banque centrale. Les dépôts bancaires facilitent notamment le règlement des transactions; la plupart d'entre nous ne trouveraient probablement pas très pratique de recevoir leur salaire ou de payer leur loyer en espèces. Les dépôts bancaires offrent également une protection contre le vol et, puisqu'ils sont en règle générale rémunérés, ils représentent aussi souvent un meilleur instrument de réserve de valeur que la monnaie de banque centrale. Ils comportent toutefois un certain risque de crédit.

En Suisse, plus de 90 % de la monnaie détenue par les ménages et les entreprises en francs sont des dépôts bancaires, et moins de 10 %, des billets de banque. En conséquence, il ne suffit pas que la monnaie de banque centrale soit solide. Les dépôts bancaires doivent l'être tout autant.

² En Suisse, le peuple a rejeté il y a un peu plus de deux ans l'initiative Monnaie pleine, et donc le passage à un système reposant uniquement sur la monnaie de banque centrale. Avant la votation, la BNS avait également attiré l'attention sur les désavantages d'un tel changement. Voir notamment Jordan, Thomas J. (2018), «Comment la banque centrale et le secteur bancaire créent de la monnaie», exposé présenté à la Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft, Zurich, 16 janvier, et Jordan, Thomas J. (2018), «En quoi un régime de monnaie pleine nuirait à la Suisse», exposé présenté au Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen de l'Université de Saint-Gall, 3 mai.

³ A côté de la monnaie de banque centrale, les pièces émises par la Confédération sont aussi considérées comme moyens de paiement ayant cours légal.

Quand peut-on qualifier une monnaie de banque centrale de solide?

Examinons d'abord la monnaie qui constitue la base du système, à savoir la monnaie de banque centrale. Aujourd'hui, celle-ci est de la monnaie fiduciaire⁴. Par définition, elle n'est pas convertible en métaux précieux, ce qui rend son émission totalement flexible⁵. Les avantages d'un tel système sont nombreux. La banque centrale peut adapter l'offre à la demande et maintenir par là même la valeur de la monnaie au cours du temps⁶. Une telle flexibilité permet à la banque centrale de contribuer largement à atténuer les crises: en mettant à disposition davantage de monnaie, elle peut éviter des pénuries de liquidités dans le système financier. Cette flexibilité était quasiment impossible dans le système de l'étalon-or. L'obligation de convertibilité en or rendait en effet l'offre de monnaie de banque centrale largement rigide, ce qui avait considérablement aggravé les crises bancaires récurrentes⁷. Malgré le prestige associé à l'or, le système monétaire d'alors n'était pas du tout stable, et beaucoup d'épargnants perdirent leurs économies lors de crises bancaires.

Par ailleurs, l'histoire fournit aussi de nombreux exemples de monnaies fiduciaires manifestement instables, car sujettes à une forte inflation et à une dévaluation rapide, avec des conséquences parfois désastreuses sur les plans économique, politique et social. Ainsi donc, la flexibilité qui caractérise le système de monnaie fiduciaire est à la fois sa force et sa faiblesse. Si elle est utilisée à bon escient, c'est-à-dire dans le but de maintenir la stabilité de la valeur de la monnaie, la flexibilité contribue à la stabilité du développement économique et à la solidité du système bancaire. En revanche, elle devient dangereuse si elle est instrumentalisée à des fins politiques ou pour résoudre des problèmes structurels par l'émission de monnaie de banque centrale, comme le voudraient par exemple les tenants de la théorie monétaire moderne déjà évoquée. La tentation de satisfaire à de telles demandes en recourant à la planche à billets, c'est-à-dire en créant de la monnaie *ex nihilo*, est bien évidemment d'autant plus grande que la politique monétaire est... politisée⁸. C'est pourquoi un système de monnaie fiduciaire solide doit s'appuyer sur trois piliers. D'abord, la banque centrale doit recevoir un mandat clair qui lui donne pour objectif de garantir la stabilité des prix et par là même la solidité de la monnaie. Ensuite, elle doit être protégée contre toute influence politique, autrement dit, elle doit être légalement et effectivement indépendante. Enfin, les

⁴ Le terme de monnaie fiduciaire est utilisé ici par opposition aux monnaies rattachées à des métaux précieux (monnaies métalliques) ou à d'autres valeurs. Il inclut non seulement la monnaie-papier, mais aussi les pièces en circulation ainsi que les monnaies scripturales et numériques (*token*).

⁵ La Constitution fédérale conserve une trace du rattachement du franc à l'or en ce qu'elle oblige la BNS à détenir une partie de ses réserves monétaires en or.

⁶ Approche déjà défendue par Hayek von, Friedrich A. (1931), *Prices and Production*, Londres: Routledge, p. 123 s.: «Such a change in the «velocity of circulation» has rightly always been considered as equivalent to a change in the amount of money in circulation [...] it will serve as sufficient justification of the general statement that any change in the velocity of circulation would have to be compensated by reciprocal change in the amount of money in circulation if money is to remain neutral toward prices».

⁷ Sur l'histoire monétaire de la Suisse, voir par exemple Jordan, Thomas J. (2014), «Une monnaie de qualité, pilier fondamental de notre société», exposé présenté lors de la Journée d'Uster, Uster, 23 novembre.

⁸ Bien entendu, cette tentation n'existe pas seulement dans un système de monnaie fiduciaire, comme le montre l'altération récurrente du titre des pièces à l'époque des monnaies métalliques. Les émetteurs de monnaie privés, quant à eux, y sont également soumis, mais leur motivation est d'augmenter leurs bénéfices. Dans un système de monnaie fiduciaire caractérisé par le monopole d'émission des billets de banque, la tentation est particulièrement forte pour l'Etat de financer ses dépenses en recourant à la planche à billets.

finances publiques doivent être saines. En effet, l'expérience montre que des déficits budgétaires élevés accroissent la pression sur la banque centrale, et qu'une politique monétaire instrumentalisée par le politique risque fort d'entraîner tôt ou tard une perte importante de la valeur de la monnaie.

Quand peut-on qualifier les dépôts bancaires de solides?

Ces éléments nous permettent de déterminer sous quelles conditions les dépôts bancaires sont de la monnaie solide. Une condition essentielle est que la valeur de la monnaie de banque centrale demeure stable au cours du temps. Etant donné que les dépôts bancaires sont libellés en francs, leur valeur est principalement déterminée par la monnaie émise par la BNS.

Ainsi, une condition nécessaire de la solidité des dépôts bancaires est la solidité de la monnaie de banque centrale elle-même. Cette condition n'est toutefois pas suffisante. En effet, les dépôts bancaires ne sont solides que si l'établissement auprès duquel ils sont détenus est solvable et dispose de suffisamment de liquidités. Autrement dit, il faut que les épargnants puissent compter sur la possibilité de convertir leurs dépôts en billets de banque ou de les transférer à une autre banque en tout temps et facilement.

Pour qu'il en soit également ainsi en périodes de turbulences, il est nécessaire que les banques disposent de suffisamment de fonds propres et de liquidités. Il faut qu'elles soient toujours en mesure de faire face à leurs engagements. Aussi est-il souhaitable qu'elles ne s'exposent pas à des risques excessifs. Tout cela n'est possible que si les banques conçoivent leur stratégie d'affaires en conséquence et que si la réglementation vise à renforcer la stabilité. Une telle situation réduit aussi la probabilité que la banque centrale soit amenée à intervenir en prêteur ultime, c'est-à-dire qu'elle doive mettre des liquidités à la disposition de banques solvables qui n'arrivent plus à s'en procurer sur le marché.

Le franc est-il une monnaie solide?

Nous revenons ainsi à la principale question qui nous intéresse aujourd'hui: le franc est-il ou non une monnaie solide? Le fait est que le niveau des prix en Suisse n'a jamais été aussi stable, ni par conséquent la conservation de la valeur du franc, mieux assurée, qu'au cours des vingt dernières années. Même si l'on remonte plus loin dans le passé, le franc affiche une très grande stabilité par rapport aux autres monnaies (graphique 2).

Quels sont les facteurs qui expliquent cette propriété? La solidité du franc tient d'une part à la robustesse de l'économie suisse et, d'autre part, à la stabilité des institutions étatiques, dont la BNS fait partie. La monnaie de banque centrale a maintenu sa valeur grâce au fait que la loi assure à la BNS son indépendance et lui confère explicitement le mandat de garantir la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution conjoncturelle. En outre, le faible niveau de l'endettement atteste de la santé des finances publiques, ce qui réduit les pressions politiques sur la banque centrale.

Les dépôts bancaires en Suisse conservent leur valeur grâce au fait que la monnaie de banque centrale est stable, que les banques poursuivent une gestion raisonnable et que la réglementation du système bancaire vise à garantir la stabilité. La solide dotation en fonds propres des banques et leur degré élevé de liquidité en Suisse renforcent la capacité de résistance du système en période de crise et favorisent la confiance des déposants. Ces deux facteurs contribuent à préserver la valeur des dépôts bancaires.

Politique monétaire actuelle et rôle du bilan de la banque centrale

Le résultat de ces observations est donc assez rassurant. En Suisse, la monnaie de banque centrale et les dépôts bancaires constituent de la monnaie solide. Pourtant, cette situation ne garantit pas qu'il en sera toujours ainsi. Autrement dit, nous pouvons nous demander si la politique monétaire expansionniste que mène depuis des années la BNS constitue une menace pour la solidité du franc. L'émission d'une trop grande quantité de monnaie de banque centrale peut en effet saper les fondements d'une monnaie solide, en particulier lorsque la création monétaire vise à résoudre des problèmes politiques ou structurels. L'expansion sans précédent de la base monétaire ces dernières années ne représente toutefois pas de risque particulier pour la stabilité de la valeur du franc. En accroissant l'offre de monnaie, la BNS a simplement répondu à l'augmentation de la demande, et s'en est tenue constamment à son mandat qui consiste à garantir une monnaie stable et, partant, solide. Il convient de préciser que les dépôts bancaires, qui ont aussi un effet sur l'évolution de l'inflation, ont crû relativement modérément. Les agrégats monétaires que les économistes désignent par M2 ou M3 ont enregistré une croissance nettement moins forte que celle à laquelle on se serait attendu compte tenu seulement de la hausse de la monnaie de banque centrale M0 (graphique 3). En d'autres termes, le multiplicateur monétaire a fortement fléchi⁹.

L'accroissement de la base monétaire reflète une hausse de la demande de francs, monnaie qui est généralement perçue comme une valeur refuge, notamment en situation de crise. Sans un tel accroissement, le prix de la monnaie devenue trop rare aurait considérablement augmenté. Cela aurait entraîné un effondrement du niveau des prix, une appréciation plus forte du franc et un ralentissement de l'activité économique.

Est-il possible d'inverser une expansion aussi forte si le besoin s'en fait sentir? La réponse est oui. Si la demande de francs devait s'affaiblir, il serait à tout moment possible de réduire l'offre, ce qui préserverait la stabilité de la valeur de la monnaie. La BNS peut recourir à divers instruments afin de résorber des liquidités. Pour réduire efficacement l'offre de monnaie, il importe qu'elle puisse disposer sans restriction de son bilan. En particulier, elle doit pouvoir vendre au besoin des devises contre des francs, opération inverse aux achats de devises effectués ces dernières années. C'est pourquoi nous rejetons fermement les idées visant à alimenter un fonds souverain avec nos actifs, même si nous avons beaucoup de

⁹ Les agrégats monétaires peuvent être représentés comme le produit du multiplicateur monétaire et de la base monétaire.

compréhension pour les motifs qui les sous-tendent, comme la sauvegarde de la pérennité de la prévoyance vieillesse¹⁰.

Résumé et perspectives

Pour conclure, permettez-moi de souligner une nouvelle fois les enjeux de ce thème fondamental qu'est la monnaie solide. Dans mon exposé, j'ai montré l'importance cruciale des trois piliers sur lesquels repose un système de monnaie fiduciaire solide: un mandat de banque centrale visant la stabilité des prix, l'indépendance de cette institution dans la conduite de la politique monétaire, et des finances publiques saines. Comme nous l'avons vu, une monnaie solide est toujours exposée à une menace latente. Nous devons rester vigilants afin de pouvoir identifier suffisamment tôt les risques et les contrer.

Quels sont actuellement les risques majeurs à cet égard? A mon sens, il convient de rester attentif à deux aspects en particulier. D'une part, une instrumentalisation des banques centrales au service du financement de l'Etat minerait le deuxième pilier, autrement dit l'indépendance de la banque centrale.

D'autre part, les répercussions de la crise du COVID-19 pourraient, elles aussi, altérer la qualité de la monnaie. Le besoin de financement des Etats, et partant le niveau d'endettement, a nettement augmenté dans l'ensemble, ce qui peut avoir un effet négatif sur le troisième pilier, c'est-à-dire sur la solidité des finances publiques, si des mesures correctrices ne sont pas prises à moyen terme. De plus, de nombreuses banques centrales ont elles-mêmes acquis dans une proportion inhabituelle des titres de créance de l'Etat de leur juridiction. En temps de crise, de telles acquisitions peuvent s'avérer opportunes sur le plan monétaire, mais elles ne doivent pas être motivées par le financement de l'Etat. Le défi consiste à maintenir une séparation claire des responsabilités en matière de politique monétaire et de politique budgétaire et ainsi à préserver l'indépendance des banques centrales non seulement en théorie, mais aussi dans la réalité. Il faut notamment éviter qu'un endettement public excessif contraigne de facto une banque centrale à prendre ses décisions en fonction de l'impact qu'elles auraient sur les finances publiques, car dans ce cas la politique monétaire ne viserait plus la stabilité des prix et la solidité de la monnaie¹¹.

La Suisse a pu jusqu'à présent supporter l'accroissement de l'endettement car elle disposait de finances publiques saines lorsqu'elle a dû faire face à la crise. Cependant, la crise liée au COVID-19 a attisé des convoitises également dans notre pays. Ainsi, des voix revendiquant une distribution additionnelle massive du bénéfice de la BNS se sont fait entendre de manière nettement plus forte. Or il ne faut pas oublier deux choses: d'une part, le montant du bénéfice

¹⁰ Concernant la problématique d'un fonds souverain, voir Jordan, Thomas J. (2016), «Commentaires sur la politique monétaire suisse», exposé présenté lors de l'Assemblée générale de la BNS, Berne, 29 avril. Concernant la contribution de la BNS à un système de prévoyance sain, voir Jordan, Thomas J. (2019), «Les défis de la prévoyance: possibilités et limites de la politique monétaire», exposé présenté lors de la Conférence PK-Netz, Berne, 31 octobre.

¹¹ Concernant les interactions entre la dette souveraine et la politique monétaire, voir Jordan, Thomas J. (2011), «Les répercussions de la dette souveraine sur l'indépendance de la politique monétaire», exposé présenté à l'Europa Forum, Lucerne, 8 novembre.

distribué dépend du potentiel de rendement de nos placements; et de l'autre, les fonds propres figurant au bilan de la banque centrale doivent être suffisamment élevés compte tenu des risques¹².

Mesdames et Messieurs, le système monétaire doit constamment tenir compte de l'évolution du contexte général et des besoins de l'économie et de la société. Il convient aussi de noter que le système monétaire est un ordre qui s'est développé au fil du temps et que des interventions inconsidérées peuvent être lourdes de conséquences pour notre pays et l'ensemble de la population. La recherche d'une monnaie solide est une constante dans l'histoire monétaire mouvementée de la Suisse. Le système actuel de monnaie fiduciaire reposant sur la monnaie de banque centrale et sur la monnaie scripturale des banques a fait ses preuves. Pour que les avantages de ce système puissent continuer à servir les intérêts du pays, nous devons cependant d'ores et déjà veiller à ce que les trois piliers sur lesquels repose une monnaie solide ne soient pas ébranlés.

¹² Concernant l'importance de la dotation en fonds propres d'une banque centrale, voir Jordan, Thomas J. (2011), «La Banque nationale suisse a-t-elle besoin de fonds propres?», exposé présenté à la Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft Basel, Bâle, 28 septembre.

Qu'est-ce qu'une monnaie solide?

Thomas J. Jordan
Président de la Direction générale
Banque nationale suisse

Economic Conference, Progress Foundation
Zurich, 8 octobre 2020

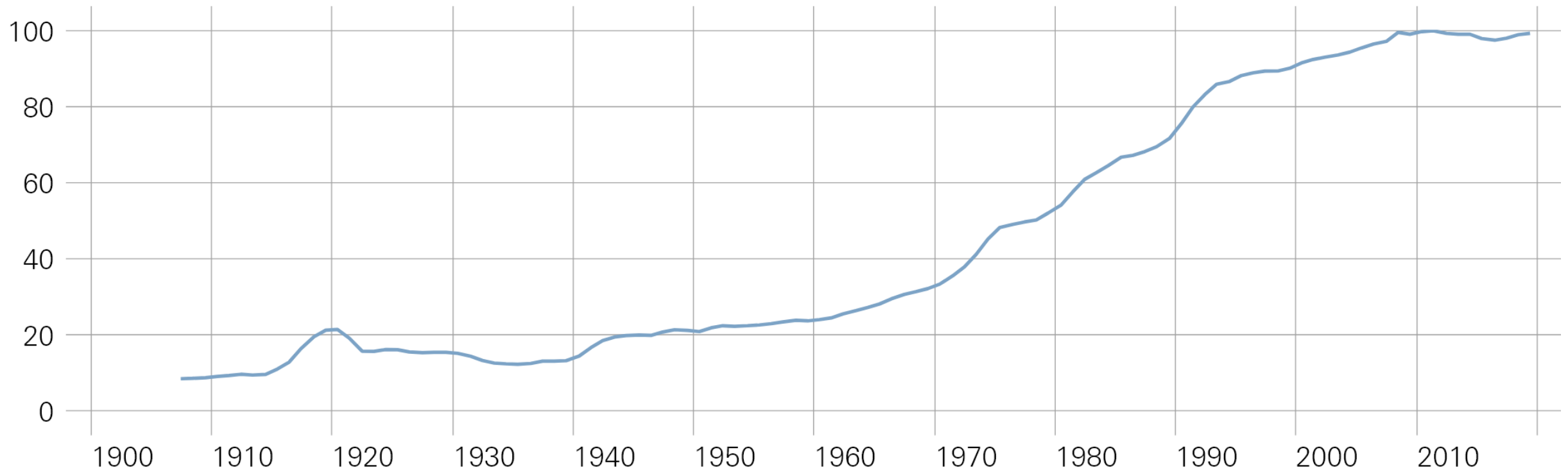
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Graphique 1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Indice, 2011 = 100

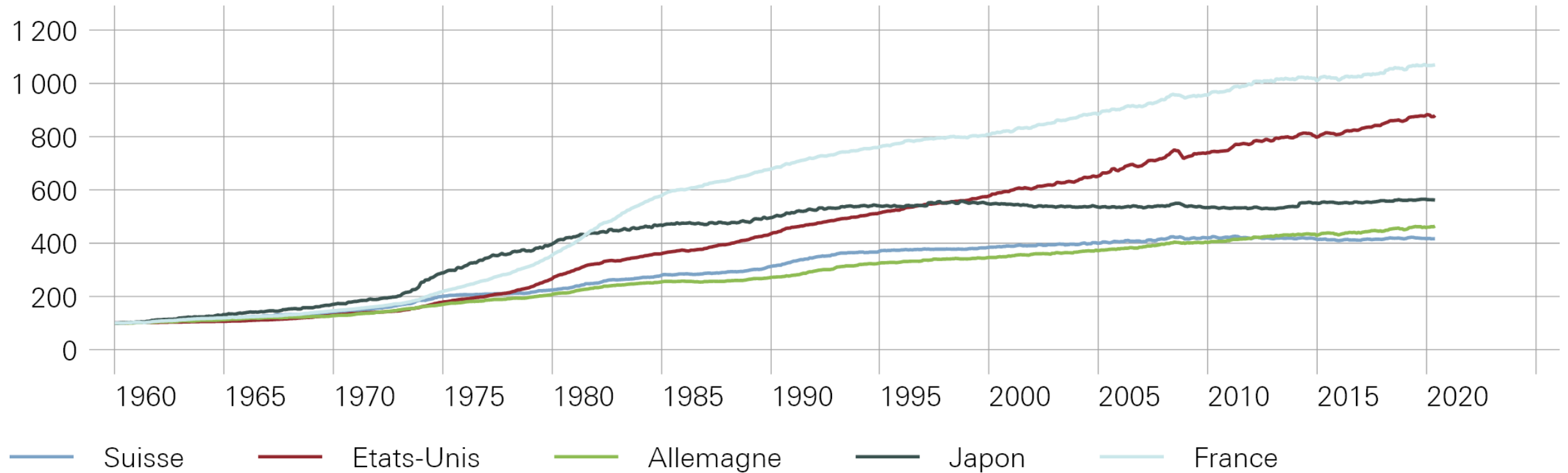


Sources: BNS et OFS.

Graphique 2

COMPARAISON INTERNATIONALE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Indice, 1960 = 100

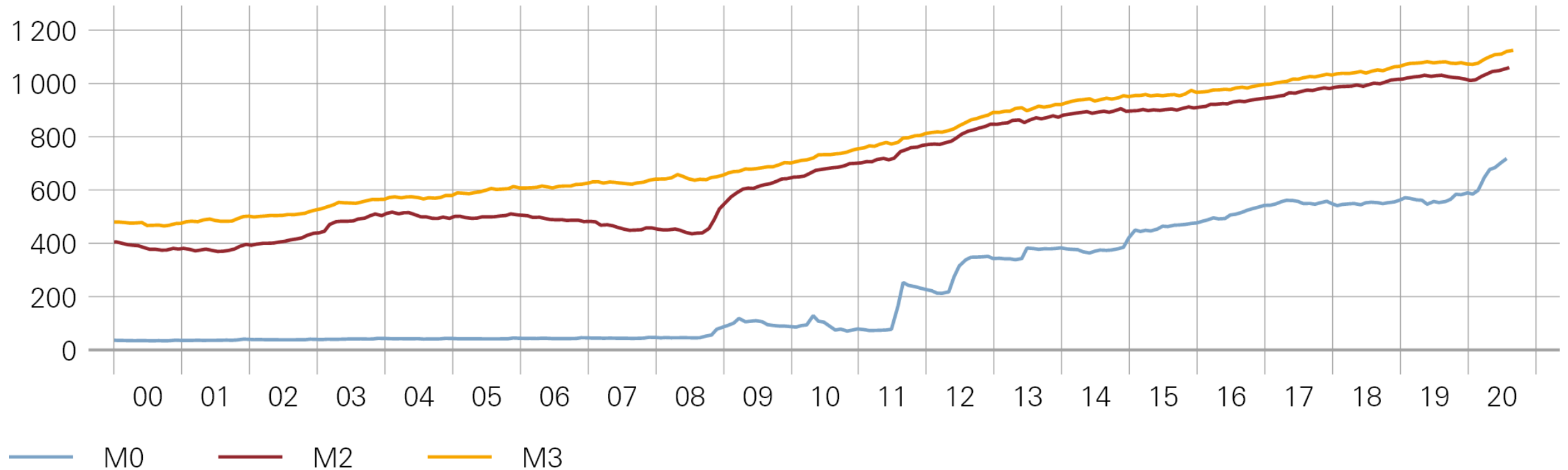


Source: données économiques de la Réserve fédérale américaine (FRED).

Graphique 3

MONNAIE CENTRALE ET AGRÉGATS MONÉTAIRES PLUS LARGES

Milliards de francs



Source: BNS.