



**Embargo jusqu'au**  
9 avril 2024, 18 h 30

---

## **Taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes: assurer la stabilité des prix en des temps difficiles**

Conférence publique au CIMB

**Martin Schlegel\***

Vice-président de la Direction générale

Banque nationale suisse

Genève, le 9 avril 2024

© Banque nationale suisse (exposé donné en anglais)

---

\* L'intervenant remercie Anne Kathrin Funk pour son précieux concours durant la préparation de cet exposé. Il adresse également ses remerciements à Claudia Aebersold, Toni Beutler, Tobias Cwik, Sophie Faber, Lukas Hauri, Sébastien Kraenzlin, Matthias Lutz, Thomas Maag, Dewet Moser et Raphael Reinke, ainsi qu'aux services linguistiques.

Mesdames et Messieurs,

C'est un plaisir de m'adresser à vous aujourd'hui au Centre international d'études monétaires et bancaires à Genève. Genève est à l'image de l'économie suisse: petite et ouverte. Petite par rapport à l'économie helvétique dans son ensemble, et par rapport à sa voisine, la France. Ouverte, Genève héberge plus de 100 organisations internationales. L'OMC et les Nations Unies se trouvent à quelques minutes à pied de la Maison de la Paix où nous sommes réunis aujourd'hui.

La Suisse est une petite économie au regard de l'Espace économique européen qui l'entoure et qui constitue la deuxième plus grande zone économique au monde. C'est aussi une économie ouverte, qui dépend donc fortement de la demande extérieure. Si nos partenaires commerciaux se portent bien, notre économie prospère. Mais s'ils connaissent un ralentissement, notre économie marque le pas également. Cette intégration économique étroite confère au cours de change un rôle fondamental, pour l'économie mais aussi en ce qui concerne l'inflation et la politique monétaire.

Ce soir, je souhaiterais revenir sur notre politique monétaire des quinze dernières années, en m'arrêtant plus spécifiquement sur le cours de change et les interventions sur le marché des changes.

## **Le rôle du cours de change dans la politique monétaire suisse**

Avant d'évoquer différentes phases des interventions de la BNS sur le marché des changes, je vais brièvement décrire le rôle du cours de change dans la politique monétaire suisse.

La Banque nationale suisse a pour mandat de garantir la stabilité des prix, et ce, en tenant dûment compte de l'évolution de la conjoncture. Nous assimilons la stabilité des prix à une inflation positive, inférieure à 2% par an.

Le cours de change influe de deux manières sur l'inflation (diapositive 2). D'abord directement, par le biais des prix à l'importation. De fait, un affaiblissement du franc renchérit les importations, ce qui alimente l'inflation. À l'inverse, si le franc s'apprécie, les importations sont moins chères et l'inflation décroît. Comme les importations représentent environ un quart du panier-type de consommation, l'incidence des prix à l'importation est substantielle.

Ensuite, le cours de change influe indirectement sur l'inflation au travers du cycle conjoncturel. Un recul du franc soutient l'activité économique, ce qui tend à accroître l'inflation. Inversement, une appréciation du franc ralentit l'économie, ce qui tend à réduire l'inflation. Ce mécanisme est d'autant plus déterminant en Suisse que le commerce extérieur représente une grande partie de notre produit intérieur brut (PIB). En termes de production de richesses, un franc suisse sur deux est «gagné» à l'étranger. Ce n'est donc pas par hasard que les exportations sont qualifiées de moteur de l'économie suisse.

Cette incidence sur l'inflation et l'économie confère au cours de change un rôle essentiel dans notre politique monétaire. Pour maintenir la stabilité des prix, nous agissons sur les conditions monétaires, celles-ci étant déterminées par les taux d'intérêt et le cours de change. Pour garantir des conditions monétaires appropriées, nous fixons le taux directeur de la BNS au niveau requis. Nous recourons aussi à d'autres mesures de politique monétaire, telles que les interventions sur le marché des changes. Depuis 2022, notre stratégie de politique monétaire mentionne explicitement ces mesures, signe de leur importance accrue ces dernières années<sup>1</sup>.

Notre taux directeur demeure l'instrument central de la mise en œuvre de notre politique monétaire. Il influence directement les taux d'intérêt en général et, indirectement, le cours de change. Nos interventions ciblées sur le marché des changes produisent quant à elles un effet direct sur le cours de change.

Depuis des décennies, le cours de change joue un rôle majeur dans l'économie suisse ainsi que dans notre politique monétaire. Cependant, ce n'est que durant la crise financière mondiale que nous avons commencé à intervenir à grande échelle sur le marché des changes<sup>2</sup>. En fait, ces interventions ont débuté il y a quinze ans, le 12 mars 2009. Pour quelles raisons avons-nous alors fait ce choix?

## **Quinze ans d'interventions sur le marché des changes: vue d'ensemble**

### *Mars 2009: début des interventions sur le marché des changes*

À l'époque, nous nous trouvions en pleine crise financière mondiale. Lehman Brothers avait fait faillite à peine six mois auparavant. Les marchés boursiers s'étaient écroulés, l'économie mondiale s'effondrait et l'inflation reculait. À travers le monde, les banques centrales procédaient à de rapides baisses de leurs taux directeurs et à des injections de liquidités. Dans de nombreux pays, les taux directeurs étaient désormais nuls, un niveau alors considéré comme étant leur limite inférieure, le «plancher des taux zéro».

Les turbulences financières n'ont pas épargné le marché suisse. Notre économie a pâti de la chute de la demande mondiale. Les investisseurs ont cherché refuge dans le franc suisse, qui a connu de très fortes pressions à la hausse, et la volatilité a fortement augmenté (diapositive 3).

Les perspectives d'inflation se sont dégradées, laissant place à un risque aigu de déflation. La BNS a dû agir de manière décisive et a donc abaissé son taux directeur à 0,25%<sup>3</sup>. Cependant, ce taux proche de zéro n'aurait pas permis à lui seul de détendre suffisamment les conditions monétaires. D'autres mesures s'avéraient nécessaires. Contrairement à d'autres banques centrales, la BNS ne pouvait pas acheter des obligations en quantités suffisantes pour assouplir davantage sa politique monétaire. Le marché obligataire suisse s'avérait en effet trop

---

<sup>1</sup> Avant 2022, les mesures supplémentaires ont pu être évoquées dans le cadre d'explications concernant notre stratégie de politique monétaire, mais elles n'étaient pas explicitement incluses dans celle-ci.

<sup>2</sup> Auparavant, la BNS était déjà active sur le marché des changes, mais de manière beaucoup plus limitée.

<sup>3</sup> En mars 2009, la BNS a abaissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0-0,75%. Nous avons alors indiqué que nous allions orienter les taux du marché monétaire vers la zone inférieure de cette nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25%.

petit. Nous sommes donc intervenus sur le marché des changes, traitant ainsi directement la cause principale du risque de déflation: l'appréciation du franc.

Je dirigeais à l'époque l'unité Devises et or. C'est un sujet qui m'est cher, et je pourrais parler de ces premières interventions pendant des heures, mais je dois m'en tenir aux 30 minutes qui me sont imparties. Je vais donc évoquer à présent un autre épisode important de l'histoire des interventions de la BNS sur le marché des changes: la crise de l'euro et l'introduction du cours plancher.

#### *La crise de la dette souveraine dans la zone euro et la mise en place du cours plancher*

À la crise financière mondiale a vite succédé la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Celle-ci a éclaté en 2010, et s'est fortement aggravée à l'été 2011. Le franc suisse a alors subi de considérables pressions à la hausse (diapositive 4). Entre le début de la crise financière mondiale, à l'été 2007, et l'été 2011, la valeur du franc a augmenté de près de 40% par rapport à l'euro. La parité a pratiquement été atteinte entre les deux monnaies. Dans ce contexte, la déflation menaçait à nouveau.

Au vu de ce risque et du danger qui guettait l'économie suisse, il a fallu agir fermement: nous avons ainsi établi un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro<sup>4</sup>. Pour maintenir ce cours plancher, nous nous sommes engagés à acheter des devises en quantités illimitées. L'annonce du cours plancher a envoyé un signal fort. Cette mesure s'est révélée efficace et a stabilisé l'inflation à moyen terme. Elle a en outre conféré aux entreprises une meilleure capacité de planification. L'économie a ensuite connu une croissance robuste.

#### *Suppression du cours plancher et taux d'intérêt négatif*

Faisons à présent un bond de trois ans en avant. Dans le courant de l'année 2014, les marchés se sont mis à anticiper une divergence des politiques monétaires aux États-Unis et dans la zone euro. Ils tablaient sur un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) avait indiqué que de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de grande ampleur seraient nécessaires vers la fin de 2014<sup>5</sup>.

Du fait de ces perspectives divergentes de part et d'autre de l'Atlantique, l'euro s'est nettement déprécié par rapport au dollar des États-Unis. Le franc suisse a ensuite perdu de la valeur face au dollar. L'euro a subi un affaiblissement général. Dans ce contexte, le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro menaçait d'être franchi (diapositive 5). Nous devons donc intervenir pour respecter l'engagement de la BNS.

En fait, ce cours plancher était devenu intenable. Continuer à le défendre nous aurait contraints à intervenir de manière encore plus massive, et nous aurions perdu le contrôle de notre bilan ainsi que notre crédibilité.

---

<sup>4</sup> La BNS a mis en place le cours plancher le 6 septembre 2011.

<sup>5</sup> La BCE a de fait annoncé un vaste programme d'assouplissement quantitatif le 22 janvier 2015.

C'est pourquoi nous avons décidé de supprimer le cours plancher le 15 janvier 2015. Dans le même temps, nous avons abaissé notre taux directeur à  $-0,75\%$ <sup>6</sup>. L'appréciation nominale immédiate du franc en janvier 2015 a été considérable. L'inflation, en Suisse, est devenue négative, avant de repartir progressivement à la hausse au second semestre 2015. Les taux d'intérêt négatifs et les achats de devises ont amorti l'appréciation du franc et la déflation, dans une certaine mesure, au cours des mois suivants. Dans le courant de l'année 2015, la hausse du franc en termes réels a été moins prononcée.

Le «choc du franc» a constitué un grand défi pour de nombreuses entreprises. Cette appréciation soudaine a particulièrement affecté les exportateurs. À Genève, les gens faisaient la queue pour retirer des euros et aller faire leurs achats en France. De leur côté, les commerçants genevois devaient baisser leurs prix pour conserver leur clientèle.

Rétrospectivement, nous pouvons heureusement constater que l'économie suisse dans son ensemble a su une nouvelle fois s'adapter et innover<sup>7</sup>. Nombre d'entreprises ont absorbé le choc en diminuant encore leurs marges. Elles devaient réduire leurs coûts pour rester compétitives. Le PIB a baissé au premier trimestre, mais s'est redressé dans le courant de l'année. Le chômage ne s'est que modérément accru.

Après la suppression du cours plancher, nous sommes restés actifs sur le marché des changes. Nous ne nous sommes plus concentrés uniquement sur une devise, en l'occurrence l'euro, mais sur l'ensemble des monnaies<sup>8</sup>.

#### *Ventes de devises en vue de contrer l'inflation*

Venons-en maintenant à 2021.

Vers la fin de la pandémie de Covid-19, nous avons assisté à une forte augmentation des prix de l'énergie. Les chaînes mondiales d'approvisionnement étaient perturbées. Dans le même temps, la levée des mesures de confinement permettait aux ménages de recommencer à consommer. La guerre en Ukraine est venue aggraver la situation. L'inflation s'est nettement accélérée dans le monde entier, y compris en Suisse, encore que plus tardivement et dans une moindre mesure qu'ailleurs (diapositive 6). Au début, l'inflation en Suisse a surtout été alimentée par la hausse des prix des importations, en particulier de l'énergie. Cette hausse s'est ensuite répercutée sur les prix des biens et services suisses (diapositive 7).

Étant donné les fortes pressions inflationnistes, il était temps de resserrer la politique monétaire. Nous avons cessé d'acheter des devises et laissé le franc s'apprécier, ce qui a atténué l'inflation importée. En juin 2022, nous avons relevé notre taux directeur de 50 points de base pour le porter à  $-0,25\%$ , et au quatrième trimestre de la même année, nous avons commencé à vendre des devises pour soutenir l'effet restrictif des taux d'intérêt. Les ventes de

---

<sup>6</sup> En décembre 2014, la BNS avait annoncé l'introduction d'un taux d'intérêt de  $-0,25\%$  sur les avoirs à vue détenus auprès d'elle par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers.

<sup>7</sup> Voir Fritz Zurbrügg, *Compétitivité des entreprises suisses - La contribution de la BNS*, discours au Swiss CFO Day, 13 janvier 2016.

<sup>8</sup> Plus exactement, les monnaies contre lesquelles le franc s'échange.

devises ont totalisé environ 22 milliards de francs en 2022, et se sont même chiffrées à 133 milliards en 2023. Pour donner un ordre de grandeur de ces ventes de devises, il faut rappeler que 133 milliards de francs équivalent à 17% du PIB de la Suisse.

La combinaison des relèvements de taux et des ventes de devises s'est avérée efficace pour ramener rapidement l'inflation dans la plage de stabilité des prix. L'appréciation du franc a largement contribué à atténuer l'inflation importée. Les relèvements de taux ont eu une portée plus large, enrayant aussi bien l'inflation importée que l'inflation intérieure<sup>9</sup>. Sans le recours aux ventes de devises, la BNS aurait dû relever davantage son taux directeur. En agissant de manière résolue, nous avons contribué à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

## **Quinze ans d'interventions sur le marché des changes: évaluation**

Nous voici arrivés au terme de la rétrospective de notre politique monétaire des quinze dernières années. Quelle en est mon analyse? Je souhaite me concentrer sur trois aspects. Je m'intéresserai d'abord à l'effet collatéral des interventions sur le marché des changes, à savoir la taille élevée du bilan de la BNS. Je passerai ensuite à la mise en œuvre desdites interventions, qui exige des adaptations en continu. Enfin, j'évaluerai dans quelle mesure celles-ci ont contribué à l'accomplissement de notre mandat en matière de stabilité des prix.

### *Effet collatéral : la taille élevée du bilan*

En vue de remplir son mandat, la BNS a accru de manière significative ses réserves en devises, et donc son bilan (diapositive 8). Il est important de noter que la taille du bilan est le résultat de notre politique monétaire. En 2022, notre bilan a atteint un montant record de 1 000 milliards de francs, soit presque une fois et demie le PIB de la Suisse.

L'accroissement des réserves de devises a pour effet de fortes variations des pertes et profits en termes absolus (diapositive 9). Ces variations dépendent généralement de la situation sur les marchés financiers internationaux et sont dues au fait que nous ne pouvons pas couvrir nos risques de change<sup>10</sup>. En particulier, l'évolution des cours de change, des prix des actions et des taux d'intérêt a une influence sur notre résultat annuel.

Jusqu'à 2021, nous enregistrons généralement des bénéfices élevés. En 2020 et en 2021, nous avons même été en mesure de porter à 6 milliards de francs, soit le niveau maximal prévu, le montant versé à la Confédération et aux cantons au titre de la distribution du bénéfice. Ce montant représentait quelque 3% des recettes des cantons et du gouvernement fédéral. En 2022 toutefois, les marchés financiers ont réalisé une faible performance. De plus, le franc s'est apprécié de 5% en termes pondérés par les exportations. La BNS a enregistré une perte

---

<sup>9</sup> Voir Thomas Jordan (2024), «The Swiss National Bank's monetary policy response to the post-Covid period of high inflation» dans Monetary Policy Response to the Post-Pandemic Inflation, Centre of Economic Policy and Research.

<sup>10</sup> Le risque de change n'est pas couvert par rapport au franc, car cela influencerait sur la demande de cette monnaie.

de 132,5 milliards. Il ne nous a donc pas été possible de procéder à la distribution d'un bénéfice à la confédération et aux cantons.

Les interventions sur le marché des changes ont donc notamment pour effet collatéral l'augmentation des fluctuations du résultat annuel de la BNS, du fait de la taille du bilan et de l'accroissement des risques de change. Mais qui supportait précédemment ces risques de change?

Du fait de nos achats de devises, les risques sont passés du secteur privé à la BNS. Les entreprises et investisseurs résidents sont aussi exposés à des risques de change, dans la mesure où ils génèrent des bénéfices à l'étranger ou détiennent des actifs dans d'autres monnaies. Depuis 2009, les entreprises et investisseurs résidents ont de plus en plus rapatrié leurs bénéfices et couvert leurs risques de change<sup>11</sup>, ce qui a accru les pressions à la hausse sur le franc. La BNS a repris une partie de ces risques en vue de maintenir la stabilité des prix.

La BNS doit pouvoir disposer de fonds propres suffisants pour supporter les fortes variations de son résultat annuel. Actuellement, le ratio fonds propres/total du bilan reste à un niveau bas étant donné la forte perte enregistrée en 2022. L'accroissement des fonds propres de la BNS doit avoir la priorité sur les distributions du bénéfice. Nous avons en effet pour mandat d'assurer la stabilité des prix et non pas de générer des bénéfices.

*La mise en œuvre des interventions sur le marché des changes exige des adaptations en continu*

Passons maintenant à la mise en œuvre des interventions sur le marché des changes.

Sa réussite exige des adaptations en continu et une analyse permanente de la situation. Le marché des changes est en évolution constante. Par exemple, le négoce électronique est maintenant devenu la norme, et plus de 75% du volume des transactions sont effectuées électroniquement. Rappelons à titre de comparaison qu'en 2009, les transactions se faisaient encore en grande partie par téléphone. En outre, le marché est devenu de plus en plus fragmenté. Le négoce a désormais lieu via diverses plates-formes et ne s'effectue plus uniquement sur les marchés primaires. Par conséquent, le marché des changes est devenu non seulement plus rapide, mais aussi plus complexe.

La BNS s'adapte à ces développements en investissant continuellement dans des technologies de négoce. Ce n'est toutefois pas suffisant. Pour pouvoir suivre les tendances, nous investissons aussi massivement dans nos capacités d'analyse et notre dispositif opérationnel. Notre succursale de Singapour en est un exemple. Elle nous permet en effet d'être opérationnels 24 heures sur 24, du lundi matin en Australie au vendredi soir aux États-Unis. Nous avons acquis beaucoup d'expérience durant ces quinze dernières années. Cette

---

<sup>11</sup> Les entreprises et investisseurs résidents détiennent des actifs substantiels à l'étranger, sur lesquels ils perçoivent des dividendes et des intérêts. Par ailleurs l'économie suisse présente un excédent commercial. Les entreprises et investisseurs ont longtemps réinvesti sur place les bénéfices réalisés à l'étranger. Dans le sillage de la crise financière mondiale, ils ont de plus en plus rapatrié en Suisse ces capitaux, qui ont été convertis en francs.



expérience et le recours à de nouvelles technologies sont des facteurs essentiels à l'efficacité de nos interventions sur le marché des changes.

*La politique monétaire au service de la stabilité des prix*

Enfin, la question se pose de savoir si les interventions sur le marché des changes ont contribué à la stabilité des prix.

La réponse est oui. En adaptant son taux directeur et en intervenant aussi sur le marché des changes, la BNS a été à même d'assurer des conditions monétaires appropriées. Et ce, aussi bien dans un contexte d'inflation faible et de taux directeur proche de la limite inférieure effective qu'en période de forte inflation. Le recours à ces deux instruments de politique monétaire durant la récente phase de forte inflation a bien mis en lumière leur complémentarité et permis de ramener l'inflation dans la plage de stabilité des prix.

Hormis quelques écarts temporaires, nous avons donc pu maintenir l'inflation dans la plage de stabilité des prix durant une grande partie de ces quinze dernières années (diapositive 10). L'inflation s'est établie en moyenne à 0,3% au cours de cette période. Sans nos achats de devises, elle aurait été beaucoup plus faible. Selon certaines estimations, elle se serait même située bien en dessous de zéro. Nous n'aurions alors pas rempli notre mandat<sup>12</sup>.

Mesdames et Messieurs, la Banque nationale suisse conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. La stabilité des prix est essentielle à la prospérité de l'économie. Les interventions sur le marché des changes ont été nécessaires pour maintenir la stabilité des prix. Elles ont, à point nommé, complété l'action des taux d'intérêt. Nous ne recourons aux interventions sur le marché des changes qu'en cas de besoin. Notre référence est le mandat qui nous est assigné, à savoir assurer la stabilité des prix.

---

<sup>12</sup> Voir Tobias Cwik & Christoph Winter (2024), «FX interventions as a form of unconventional monetary policy», SNB Working Paper.



---

# Taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes: assurer la stabilité des prix en des temps difficiles

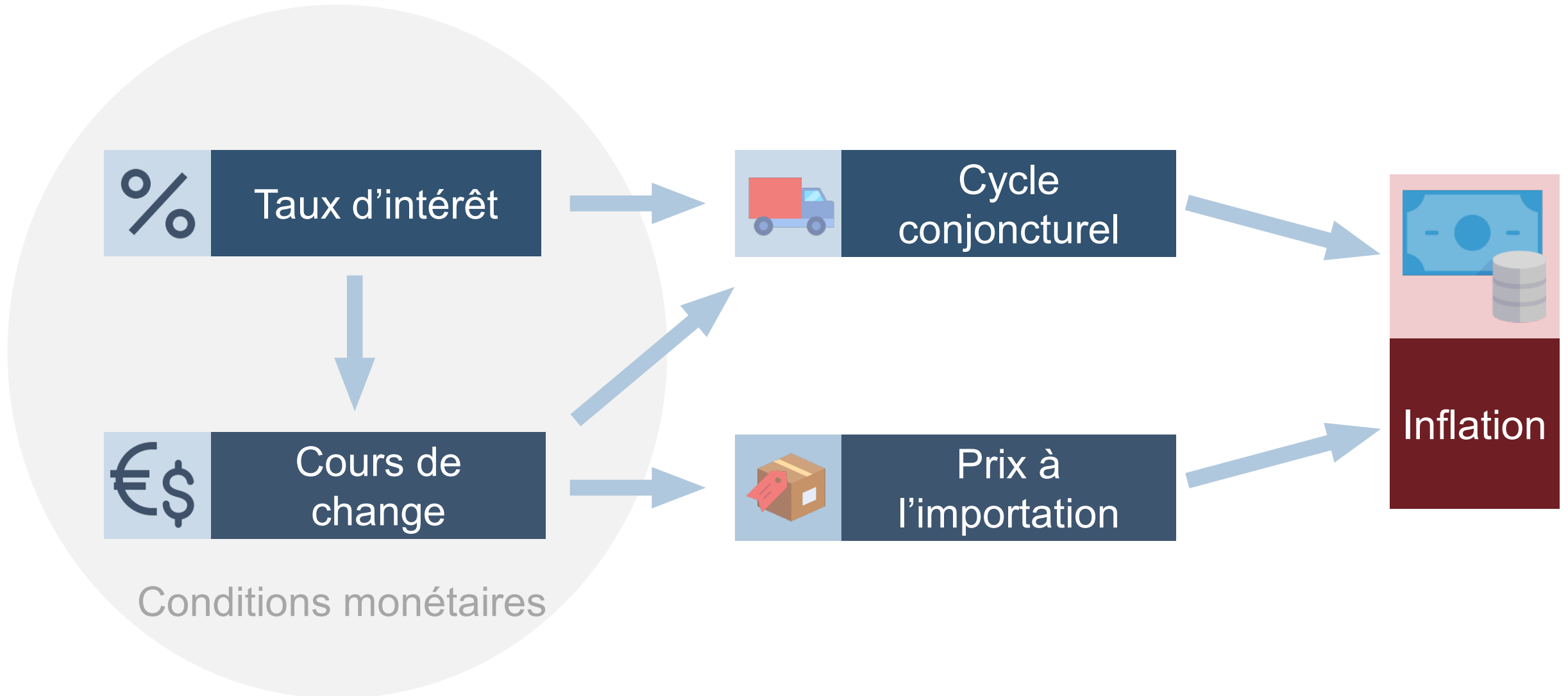
Martin Schlegel  
Vice-président de la Direction générale

Conférence publique au CIMB, 9 avril 2024

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

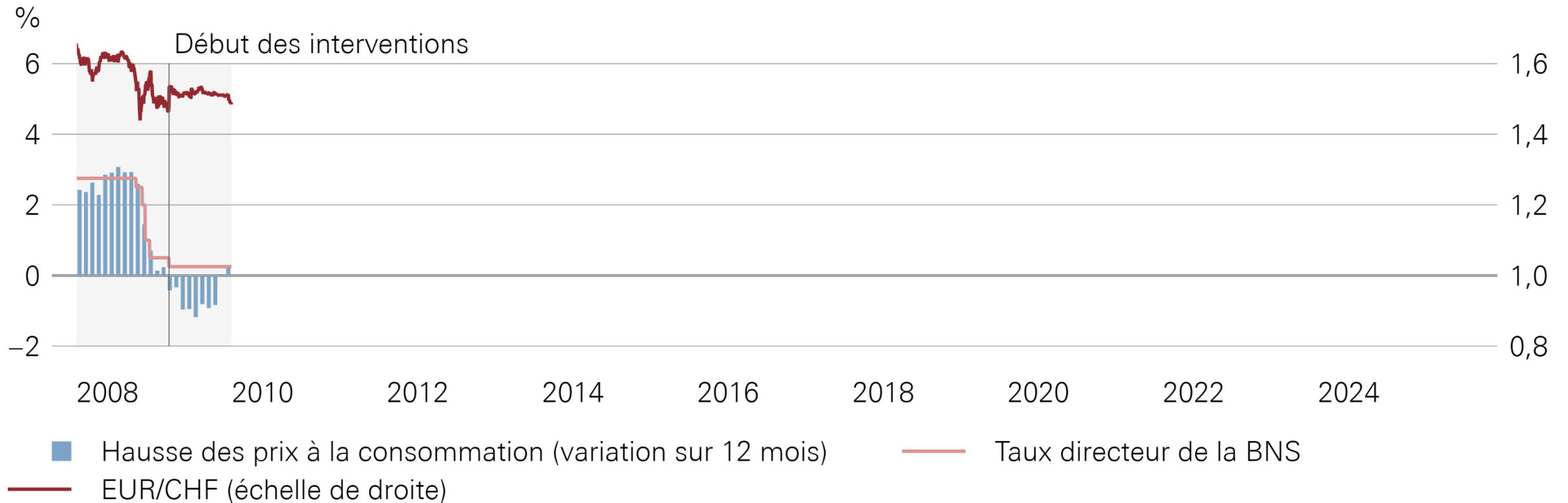


# Le rôle du cours de change dans la politique monétaire suisse



# Mars 2009: début des interventions sur le marché des changes

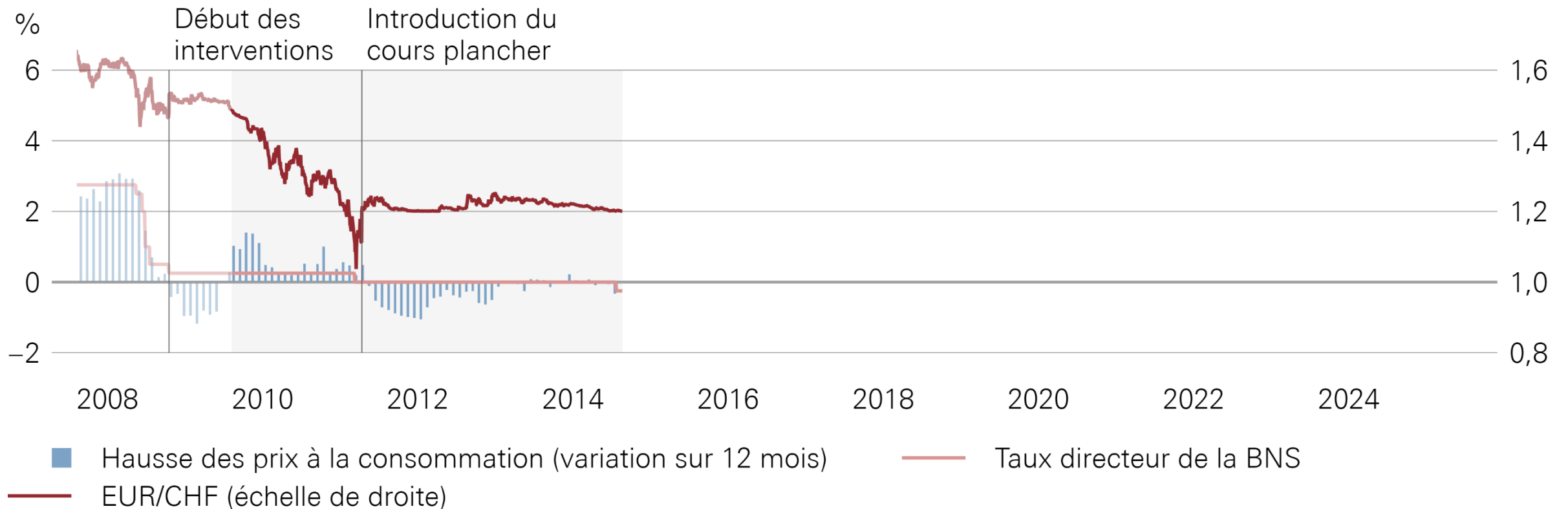
## INFLATION ET CONDITIONS MONÉTAIRES



Sources: BNS et OFS.

# Crise de la dette dans la zone euro et mise en place du cours plancher

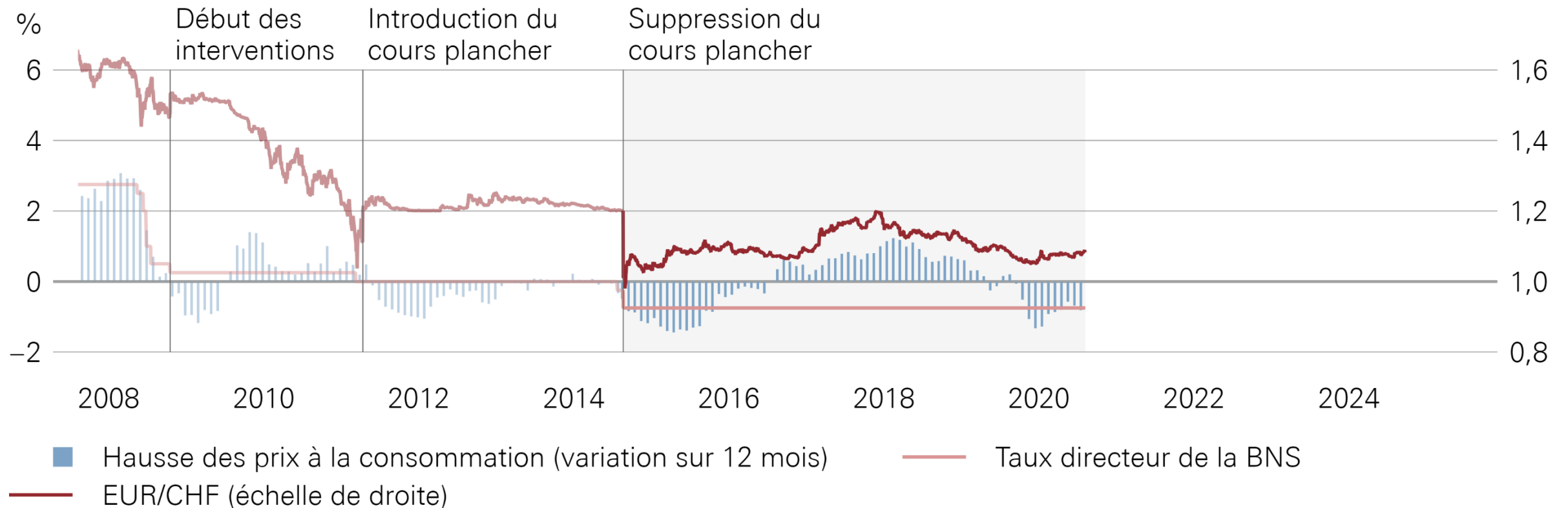
## INFLATION ET CONDITIONS MONÉTAIRES



Sources: BNS et OFS.

# Suppression du cours plancher et taux d'intérêt négatif

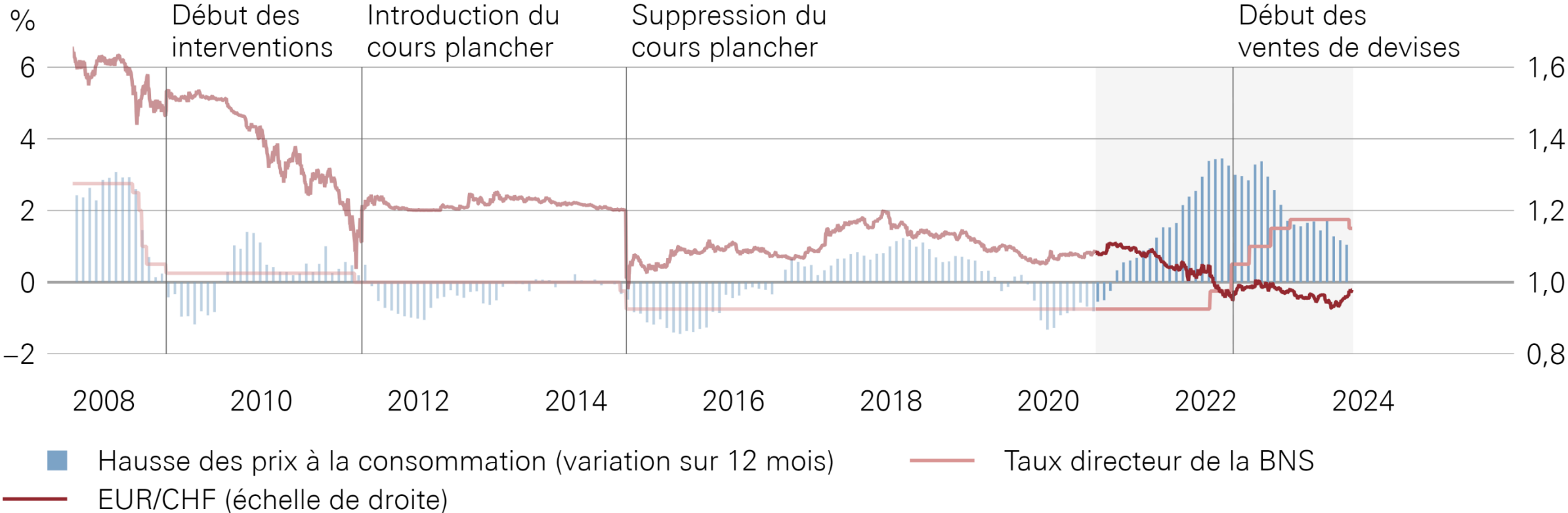
## INFLATION ET CONDITIONS MONÉTAIRES



Sources: BNS et OFS.

# Ventes de devises en vue de contrer l'inflation

## INFLATION ET CONDITIONS MONÉTAIRES

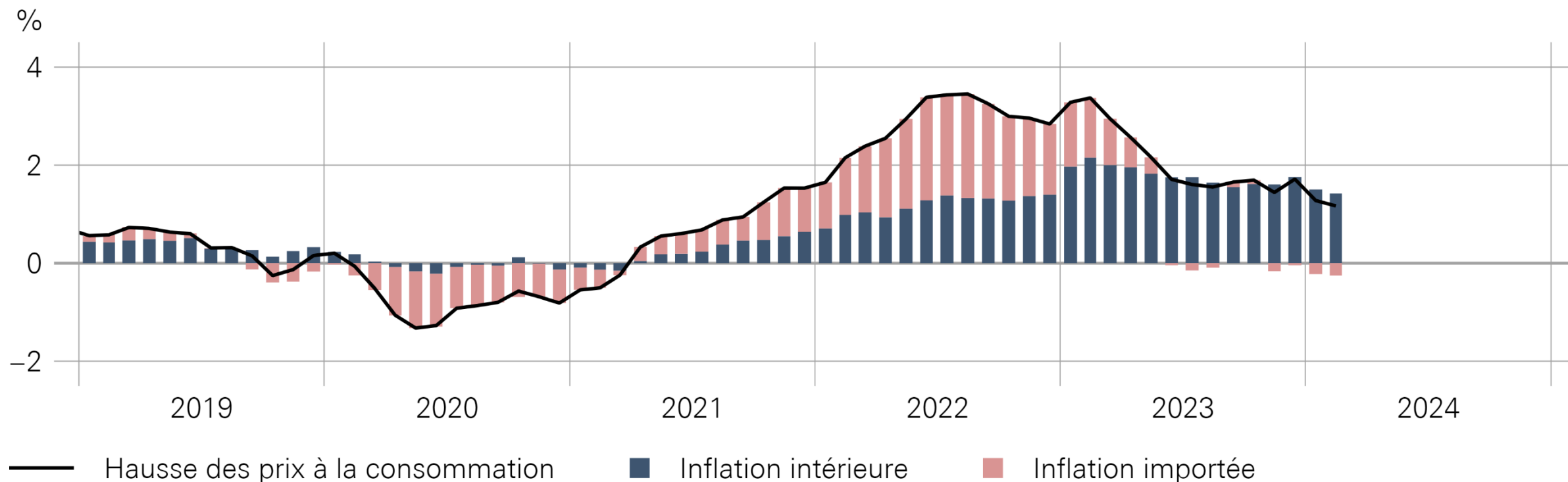


Sources: BNS et OFS.

# L'inflation est revenue dans la plage de stabilité des prix, grâce aux mesures de politique monétaire

## CONTRIBUTIONS À LA HAUSSE DES PRIX À LA CONSOMMATION EN SUISSE

Variation sur 12 mois (données non corrigée des variations saisonnières)



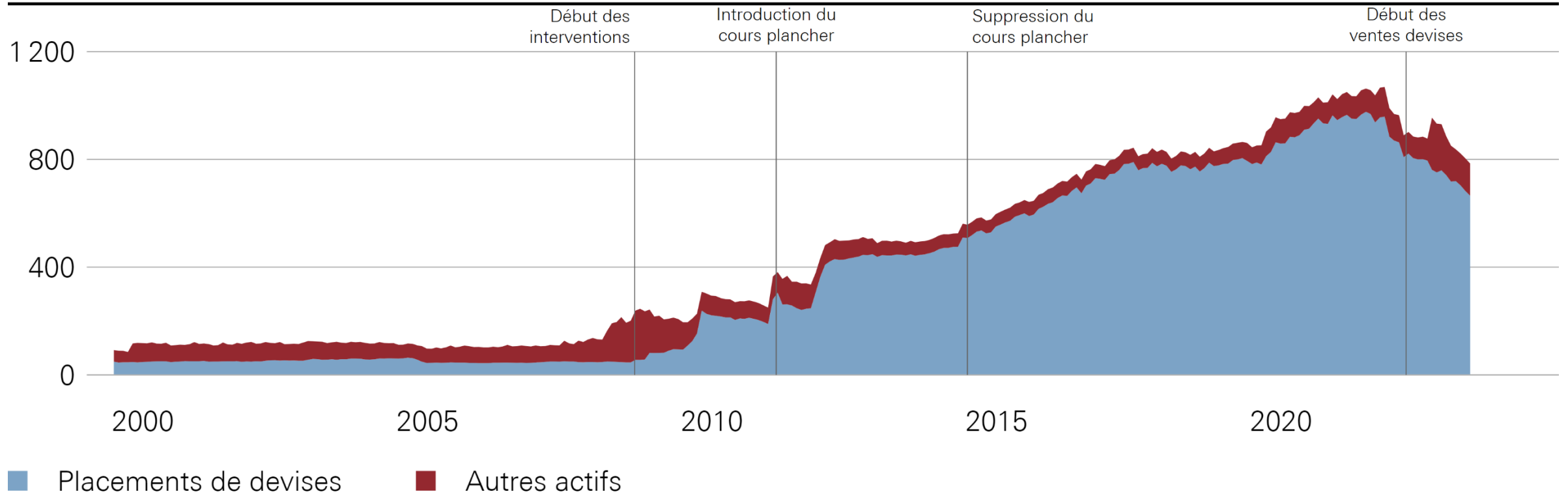
Sources: BNS et OFS.



# Effet collatéral: accroissement du bilan de la BNS...

## BILAN DE LA BNS

en milliards de francs

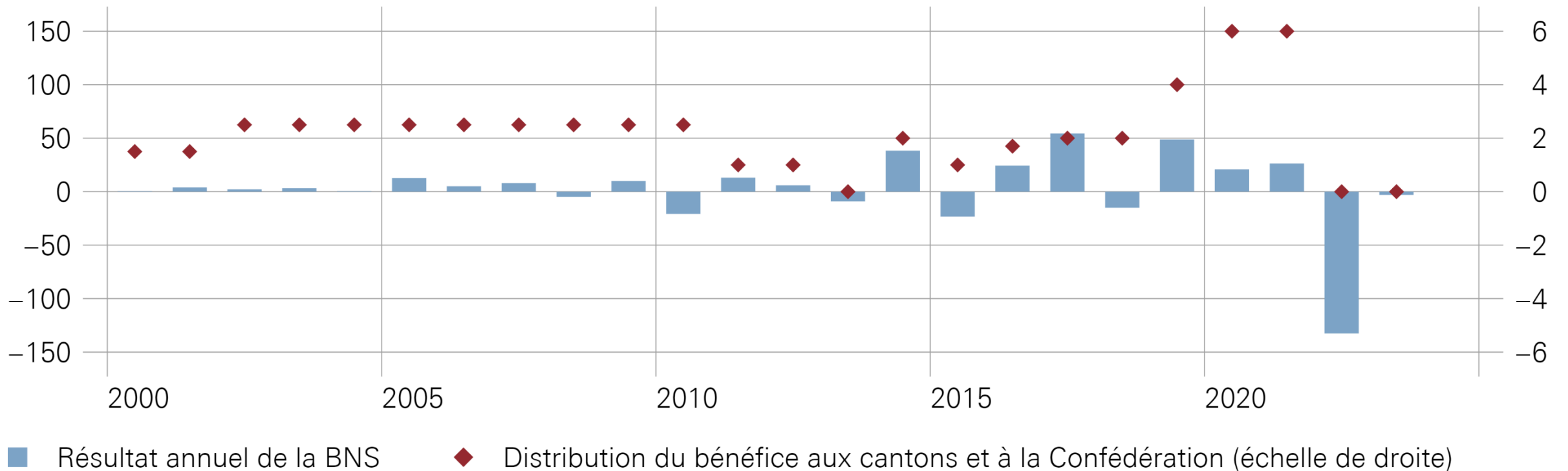


Source: BNS.

... entraînant de plus fortes variations du résultat annuel

## RÉSULTAT ANNUEL ET DISTRIBUTION DU BÉNÉFICE

en milliards de francs

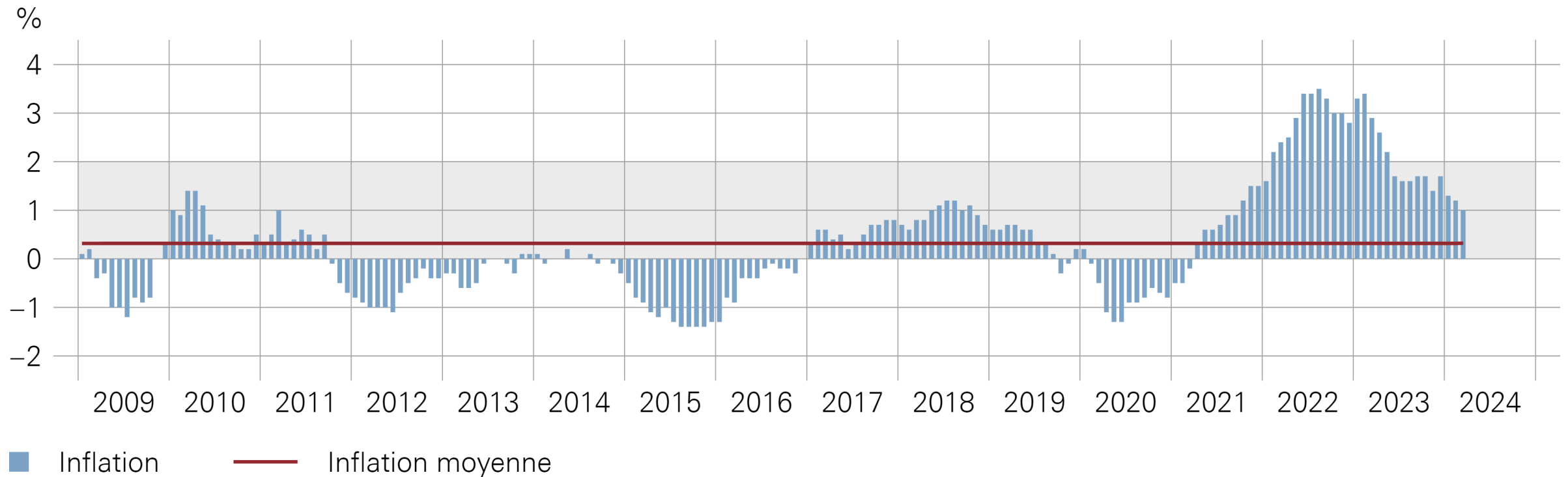


Source: BNS.

# Les interventions sur le marché des changes ont contribué à la stabilité des prix

## HAUSSE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Variation sur 12 mois (données corrigées des variations saisonnières)



Sources: OFS et BNS.

---

# Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

