

Exposé

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

Embargo jusqu'au
29 avril 2016, 10 heures

Commentaires sur la politique monétaire suisse
108^e Assemblée générale ordinaire des actionnaires
de la Banque nationale suisse

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale
Banque nationale suisse
Berne, le 29 avril 2016

© Banque nationale suisse (exposé donné en allemand)

Monsieur le Président du Conseil de banque,
Mesdames et Messieurs les actionnaires,
chers invités,

Notre dernière assemblée générale était entièrement placée sous le signe de la suppression du cours plancher. Depuis, une année difficile s'est écoulée. Durant cette période, l'économie suisse a une nouvelle fois révélé sa grande flexibilité et sa capacité d'adaptation. De plus, la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) a fait l'objet d'un vaste débat public. Il est essentiel pour l'efficacité de la politique monétaire et pour la confiance dans la Banque nationale que nos appréciations et nos mesures soient bien comprises du public. Par conséquent, j'aimerais profiter de mon intervention d'aujourd'hui pour donner de nouveau quelques explications sur la politique monétaire que nous menons actuellement et sur diverses questions de fond importantes.

Mon exposé se divise en deux parties. La première sera consacrée à l'évolution économique et, une fois encore, aux raisons qui nous ont amenés à abolir le cours plancher. J'aborderai ensuite la situation actuelle de l'économie. Dans ce contexte, je parlerai de notre mandat, lequel consiste à garantir la stabilité des prix. Enfin, j'exposerai brièvement les principaux défis que nous devons relever à l'avenir.

Dans la deuxième partie, je me pencherai sur deux idées qui animent le débat public en ce moment. Ces deux idées affecteraient directement la BNS si elles étaient réalisées. Il s'agit de la proposition de créer un fonds souverain avec les réserves de devises de la BNS ainsi que de l'initiative «Monnaie pleine».

Evolution économique

Suppression du cours plancher

Je commencerai par revenir sur l'année écoulée. Le 15 janvier 2015, la BNS a aboli le cours plancher de 1,20 franc pour un euro. Celui-ci avait été introduit en septembre 2011, à titre temporaire, dans une situation exceptionnelle. Le franc, considéré comme une valeur refuge, s'appréciait alors de façon fulgurante face à presque toutes les monnaies. La surévaluation extrême qui en a résulté représentait une grave menace pour l'économie suisse et recelait le risque d'une évolution déflationniste. Le cours plancher a enrayé ce danger.

Jusqu'en janvier 2015, c'est-à-dire en près de trois ans et demi, la situation a radicalement changé. L'incertitude dans le monde a reculé, et l'économie suisse s'est redressée. Dans la zone euro par contre, la reprise est restée lente. Au second semestre 2014 déjà, l'euro a continuellement perdu de la valeur par rapport à d'importantes monnaies. Début 2015, il est en outre apparu clairement que la politique monétaire de la zone euro ferait une fois encore l'objet d'un assouplissement considérable. Dans un tel contexte, il fallait s'attendre à un nouvel affaiblissement de l'euro. Contrairement à la situation de 2011, celle de début 2015 se caractérisait donc par la faiblesse globale de l'euro, et non par la force générale du franc.

Du fait de cette évolution, la Banque nationale n'était plus en mesure de faire prévaloir le cours plancher. Pour le maintenir, elle aurait dû procéder à des achats de devises répétés et toujours plus élevés. Même en prenant de telles mesures, la BNS n'aurait pas réussi à stabiliser durablement la situation. Une expansion incontrôlée du bilan aurait menacé la capacité de la BNS d'accomplir à long terme son mandat de politique monétaire. La Banque nationale ne pouvait dès lors pas assumer la responsabilité de maintenir le cours plancher.

Reporter la suppression du cours plancher n'aurait pas non plus produit l'effet souhaité, au contraire. Même si nous avions refusé de regarder la réalité en face et aboli le cours plancher plus tard, les turbulences sur le marché des changes n'auraient pas été moindres. Cela n'aurait pas non plus atténué les conséquences pour l'économie suisse. Mais les pertes en termes de réserves de devises auraient été bien plus grandes.

Le 15 janvier 2015, le franc s'est vivement apprécié dans un premier temps. Par la suite, la tendance s'est inversée dans une large mesure. Face à l'euro toutefois, le franc demeure à un niveau nettement plus élevé que celui enregistré avant la suppression du cours plancher. Cette situation est imputable à la faiblesse persistante de l'euro. L'évolution observée depuis janvier 2015 confirme notre appréciation d'alors.

Situation actuelle

La suppression du cours plancher a donné lieu à une réorientation de notre politique monétaire. Cette dernière s'articule depuis lors autour de deux piliers: premièrement, nous appliquons un taux d'intérêt négatif, fixé à $-0,75\%$, aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS; secondement, nous sommes prêts à intervenir au besoin sur le marché des changes. Nous prenons alors en considération la situation monétaire dans son ensemble. Notre politique monétaire est donc expansionniste et a pour objectif de réduire les pressions sur le franc afin de garantir la stabilité des prix à moyen terme.

Après la suppression du cours plancher et l'appréciation rapide du franc, de nombreux milieux craignaient une récession. Mais notre économie a progressé l'année dernière, affichant un taux de croissance de $0,9\%$. Si cette croissance ne peut pas être qualifiée de vigoureuse, elle constitue néanmoins un signe favorable. D'une part, elle reflète la flexibilité et la capacité d'adaptation des entreprises et des employés en Suisse. D'autre part, elle traduit le fait que notre politique monétaire expansionniste a soutenu l'économie et contribué à affaiblir le franc l'année passée. Notre monnaie reste toutefois nettement surévaluée.

La légère amélioration de la performance économique en Suisse est d'autant plus encourageante que la reprise de l'économie mondiale demeure lente. Cette situation s'est accompagnée en 2015 d'une chute des prix des matières premières. Ce repli s'explique principalement par la faiblesse de la demande et l'augmentation de la production de pétrole.

L'effondrement des prix du pétrole et l'appréciation du franc qui a suivi la suppression du cours plancher ont fait descendre l'inflation dans la zone négative. Ces deux facteurs ont

entraîné une adaptation unique des prix à la baisse. Puisqu'il s'agit d'un phénomène isolé, l'effet sur l'inflation n'est que passager. Ces derniers mois, il est apparu que l'inflation évoluait à la hausse, en direction d'un taux de 0%.

Mandat

Conformément au mandat que lui assigne la loi, la Banque nationale doit assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Nous assimilons la stabilité des prix à une situation où le taux d'inflation est inférieur à 2%, mais encore positif.

Contrairement à d'autres banques centrales, nous ne ciblons donc pas un taux précis.

Nous avons de bonnes raisons d'avoir choisi cette approche. Une petite économie ouverte comme la Suisse est exposée en permanence, et dans une large mesure, aux influences venant de l'extérieur. La politique monétaire ne peut pas toujours les compenser intégralement. Il est ainsi plus judicieux pour nous de contenir l'inflation à moyen terme à l'intérieur d'une certaine marge. Lorsque l'impact venant de l'étranger est très fort ou que les impulsions défavorables se répètent, il est possible que l'inflation affiche temporairement un taux négatif. Une telle évolution fait aussi souvent partie du processus d'ajustement de l'économie réelle.

Ces dix dernières années, l'économie mondiale a subi d'importants bouleversements. Dans le monde entier, les banques centrales y ont réagi en réduisant les taux d'intérêt et en prenant des mesures non conventionnelles. Nous avons nous aussi mis en œuvre des moyens non conventionnels. Et nous ne craignons pas de recourir, à l'avenir également, à de tels moyens s'ils servent l'intérêt général du pays. Nous en pèserons cependant chaque fois avec soin les coûts et les avantages à court et à long terme.

Perspectives

Permettez-moi de clore la première partie de mon exposé par une brève présentation des perspectives conjoncturelles. L'économie mondiale se redresse plus lentement qu'attendu à la fin de l'année 2015, mais les perspectives demeurent globalement positives. Pour l'année en cours, nous tablons ainsi sur une croissance économique modérée comprise entre 1% et 1,5% en Suisse. L'inflation évoluera légèrement à la hausse, mais restera négative en moyenne annuelle, s'inscrivant probablement à -0,8%. En 2017, le renchérissement devrait afficher des valeurs positives.

Comme celles des années précédentes, les perspectives conjoncturelles actuelles comportent des risques multiples. Ce constat s'applique aussi bien à la zone euro et aux Etats-Unis qu'aux économies émergentes. Ainsi, l'incertitude affecte les marchés financiers internationaux, ce qui peut avoir des répercussions négatives sur la conjoncture mondiale. De plus, les risques politiques sont considérables, en Europe et ailleurs.

Dans ce contexte difficile, nous continuerons d'utiliser les instruments à notre disposition pour garantir la stabilité des prix à moyen terme en Suisse. Bien que nous ayons déjà pris des mesures de grande ampleur en introduisant un taux d'intérêt négatif et en demeurant prêts à

intervenir sur le marché des changes, il nous reste toujours une marge de manœuvre certaine en termes de politique monétaire, que nous pouvons exploiter, le cas échéant.

Débat en Suisse: fonds souverain et monnaie pleine

J'en viens maintenant à la deuxième partie de mon exposé, qui porte sur les interventions politiques menées dans le but de créer un fonds souverain ou d'instaurer un régime de monnaie pleine. Les événements des dernières années ont nourri les débats sur le système financier et le rôle des banques centrales. Comme l'a précédemment évoqué le président du Conseil de banque, nous saluons de telles discussions. Elles permettent, en effet, à la population de mieux comprendre ce que font les banques centrales et pourquoi elles le font.

Fonds souverain

Depuis 2008, la somme du bilan de la Banque nationale a fortement augmenté. En raison de cet accroissement, l'idée de créer un fonds souverain gérant les réserves de devises de la BNS est devenue de plus en plus populaire. Pour la réaliser, différentes variantes sont proposées, dont les objectifs diffèrent parfois considérablement les uns des autres. Cependant, les partisans de la plupart des variantes établissent un parallèle avec les fonds souverains de pays tels que la Norvège.

La comparaison avec la Norvège est toutefois trompeuse, car ce pays alimente son fonds souverain grâce aux rentrées fiscales, aux recettes tirées des droits de licence et aux dividendes provenant tous du secteur pétrolier. Si une entreprise découvre, dans un pays, des réserves pétrolières, ce pays dévient plus riche du fait des recettes qu'il engrange à ce titre. Son patrimoine augmente en conséquence. Par contre, l'accroissement exceptionnel du bilan de la Banque nationale depuis 2008 s'explique avant tout par des achats de devises motivés par la politique monétaire. Nous avons acquis ces devises pour limiter l'appréciation du franc; en d'autres termes, nous avons mis davantage de francs en circulation. Une telle hausse de la masse monétaire ne crée cependant aucune valeur réelle.

Il est primordial de garder à l'esprit cette différence entre les recettes tirées du pétrole et les réserves de devises lorsque l'on envisage la création d'un fonds souverain. La Norvège peut transférer les recettes fiscales ainsi que d'autres rentrées provenant du secteur pétrolier à un fonds souverain parce qu'elles représentent des gains pour le pays. Mais les réserves de devises ne constituent pas une source de revenus. Elles forment un poste à l'actif de notre bilan et ont comme pendant, au passif, la masse monétaire, qui a augmenté en raison des achats de devises et qui représente un engagement pour la BNS. Si nous transférons nos réserves de devises à un fonds souverain sans contrepartie, nos fonds propres diminueraient ou deviendraient même négatifs.

Le cas échéant, le fonds souverain, c'est-à-dire la Confédération, devrait nous acheter ces devises. Il n'est toutefois pas clair où il prendrait l'argent nécessaire. En principe, la Confédération aurait deux options: elle pourrait s'endetter sur le marché des capitaux et

émettre des emprunts, bien que ce serait vraisemblablement impossible en raison du frein à l'endettement; ou alors elle pourrait recevoir un prêt de la BNS, mais cela reviendrait à un financement de l'Etat au moyen de la planche à billets, une pratique interdite par la loi sur la Banque nationale.

Un problème supplémentaire se poserait lorsqu'il deviendrait nécessaire de réduire la masse monétaire pour des raisons de politique monétaire. La masse monétaire a initialement été augmentée afin de satisfaire la demande accrue de francs. Mais cette demande peut à nouveau diminuer. Si elle baissait fortement, la BNS devrait de nouveau réduire la masse monétaire pour assurer la stabilité des conditions monétaires. La méthode la plus simple consisterait alors à racheter des francs en vendant les réserves de devises. Si les devises avaient été transférées dans un fonds souverain, ce ne serait plus possible.

Un autre argument souvent invoqué en faveur de la création d'un fonds souverain est l'optimisation de la gestion des réserves de devises. Cependant, la Banque nationale gère déjà ses devises de manière professionnelle et compte parmi les banques centrales les plus avancées dans la gestion des actifs. De plus, nous disposons depuis des années d'un vaste univers de placements. Notre portefeuille comporte diverses monnaies et diverses catégories de placements, et nous investissons une part substantielle en actions et en obligations d'entreprises étrangères. La part des actions s'inscrit à 20%, ce qui est élevé pour une banque centrale.

En moyenne à long terme, la seule possibilité d'augmenter les gains consiste à prendre de plus grands risques. Ce constat s'applique également à un fonds souverain. Un accroissement des risques provoquerait toutefois aussi une augmentation de la fluctuation des bénéfices.

Evidemment, un fonds souverain pourrait s'assurer contre certains risques. Pour les réserves de devises, le risque de change constitue le principal risque. Mais un fonds souverain ne pourrait précisément pas se couvrir contre ce risque puisqu'il entrerait alors en conflit avec la politique monétaire. La couverture de ce risque entraînerait en effet une appréciation du franc, ce qui compromettrait notre politique monétaire. Pour la même raison, ce fonds ne pourrait d'ailleurs pas non plus vendre des devises. En résumé, la création d'un fonds souverain ne simplifierait pas la conduite de la politique monétaire; bien au contraire, il la rendrait plus difficile.

Monnaie pleine

Le deuxième débat politique dont je souhaite parler aujourd'hui concerne l'initiative «Monnaie pleine», qui a été déposée il y a peu. Cette initiative comporte deux principaux éléments. Le premier concerne les comptes détenus par les ménages et les entreprises auprès des banques et le second, le mécanisme permettant de mettre en circulation l'argent nouvellement créé.

L'initiative exige la création de comptes pour le trafic des paiements des ménages et des entreprises que les banques auraient à gérer en dehors de leur bilan, comme elles le font déjà

pour les dépôts de titres. Les avoirs sur ces comptes seraient totalement couverts par l'argent émis par la Banque nationale. Les partisans de cette réforme pensent que ce changement permettrait d'empêcher les ruées sur les banques, ce qui augmenterait la stabilité du secteur bancaire. Une ruée sur une banque se produit en général lorsque la clientèle craint que la banque auprès de laquelle elle a déposé ses avoirs ne devienne insolvable. Comme, dans un régime de monnaie pleine, les avoirs sur les comptes pour le trafic des paiements seraient couverts par l'argent émis par la Banque nationale, il n'y aurait plus aucune raison de craindre la perte des avoirs déposés.

Cette réforme ne permettrait cependant pas d'accroître la stabilité du système financier dans son ensemble. Le régime de monnaie pleine n'est, par exemple, pas en mesure d'empêcher les bulles financières, qui sont avant tout liées à des erreurs de jugement des investisseurs. L'acceptation de l'initiative rendrait le financement de mauvais investissements certes plus difficile, mais ne l'empêcherait pas entièrement. Une amélioration de la capitalisation des banques, comme celle que nous avons soutenue, contribue bien davantage à la stabilité du système financier que la monnaie pleine.

Le deuxième élément de l'initiative «Monnaie pleine» est la création dite sans dette de la monnaie centrale. La BNS mettrait l'argent en circulation en l'offrant en quelque sorte à la Confédération, aux cantons ou directement aux citoyens. Une telle attribution de l'argent inciterait à politiser la politique monétaire.

Le Conseil fédéral rejette l'initiative sans contre-projet. Selon lui, le régime de monnaie pleine comprend de nombreuses inconnues en raison d'un manque d'expérience, en Suisse comme à l'étranger, et comporte des risques pour l'économie suisse. La réalisation de cette idée nécessiterait une refonte totale du système monétaire actuel. Elle entraînerait une grande insécurité et pourrait nuire à la place financière et, ainsi, à la Suisse dans son ensemble. Le Conseil fédéral redoute également que le régime de monnaie pleine entrave l'octroi de prêts et compromette la capacité d'action de la BNS en matière de politique monétaire.

Nous partageons les inquiétudes du Conseil fédéral. Les craintes que suscite le système financier actuel ne constituent pas une raison suffisante pour remanier ce dernier de fond en comble. Il est pratiquement impossible d'anticiper les conséquences d'une telle expérience sur la place économique suisse. De plus, l'indépendance de la BNS serait menacée si nous devions distribuer l'argent nouvellement créé directement à l'Etat ou aux ménages. La Banque nationale serait alors à la merci de la sphère politique, ce qui entraverait l'accomplissement de son mandat.

Conclusion

En conclusion, j'aimerais rappeler que la suppression du cours plancher n'a pas plongé la Suisse dans une récession, comme le craignaient certains. L'économie a, au contraire, affiché une légère croissance en 2015, malgré l'appréciation du franc et la lenteur de la reprise

conjoncturelle internationale. L'évolution en Suisse s'explique notamment par le fait que les entreprises et les employés ont exploité activement le potentiel d'optimisation et qu'ils ont fait preuve d'une grande flexibilité. La politique monétaire expansionniste a contribué à affaiblir le franc dans le courant de l'année et a donc également soutenu la conjoncture.

Actuellement, le taux d'inflation affiche des valeurs négatives, imputables à l'appréciation du franc après la suppression du cours plancher et à la baisse des cours des matières premières. Pour 2017, nous nous attendons à ce que l'inflation redevienne positive. Par ailleurs, nous nous réservons de recourir à d'autres mesures si elles s'avèrent nécessaires en vue de remplir notre mandat. Cependant, comme pour chaque décision de politique monétaire, il faut soigneusement peser les avantages et les inconvénients dans l'intérêt général du pays.

La crise financière et la mise en œuvre de mesures non conventionnelles n'ont pas manqué de focaliser l'attention du public sur l'activité des banques centrales. Des réformes ont été proposées, et nous saluons le débat public au sujet de la BNS. Les nouvelles idées sont prises en considération et analysées. Les intentions qui sous-tendent les projets en rapport avec la création d'un fonds souverain et l'initiative «Monnaie pleine» doivent être considérées comme positives. Néanmoins, un examen approfondi des deux projets révèle de nombreuses lacunes, qui l'emportent sur les avantages.

Pour terminer, j'aimerais saisir l'occasion pour exprimer aujourd'hui, également au nom de Fritz Zurbrügg et d'Andréa Maechler, mes collègues de la Direction générale, notre profonde gratitude à toutes nos collaboratrices et à tous nos collaborateurs pour le travail qu'ils accomplissent et pour leur engagement sans faille. Nous tenons en outre à remercier nos actionnaires de leur attachement à la BNS, de leur fidélité et de leur soutien. J'adresse enfin des remerciements à nos jeunes invités du gymnase d'Olten et du centre professionnel commercial de Lugano, qui représentent ici la nouvelle génération, de l'intérêt qu'ils portent à la politique monétaire et à la Banque nationale suisse.

Je vous remercie de votre attention.