

Exposé

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

Embargo jusqu'au
28 avril 2017, 10 heures

Commentaires sur la politique monétaire et la politique de placement de la Banque nationale

109^e Assemblée générale ordinaire des actionnaires
de la Banque nationale suisse

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale
Banque nationale suisse
Berne, le 28 avril 2017

Monsieur le président du Conseil de banque,
Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Chers invités,

Je me réjouis de pouvoir revenir avec vous, au cours des prochaines minutes, sur une année riche en événements, mais aussi de pouvoir regarder vers l'avenir. Durant les douze derniers mois, l'environnement international a été marqué par deux évolutions divergentes: d'un côté, une croissance de plus en plus robuste de l'économie mondiale, et de l'autre, une incertitude politique accrue. Dans notre pays, la reprise conjoncturelle modérée s'est poursuivie en 2016. Toutefois, l'inflation reste basse, et les pressions exercées sur le franc persistent. Dans l'ensemble, les défis que doivent relever notre économie et la Banque nationale suisse (BNS) demeurent importants.

Dans la première partie de mon exposé, je vous présenterai notre évaluation de la situation économique actuelle à l'échelle internationale et pour la Suisse. J'y aborderai notre politique monétaire et expliciterai les raisons pour lesquelles, dans le contexte actuel, notre politique expansionniste, qui repose sur le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir sur le marché des changes, reste essentielle.

Dans la seconde partie, je me consacrerai à la politique de placement de la BNS, qui a acquis une grande importance du fait de nos interventions. Je vous présenterai les objectifs visés et les critères suivant lesquels nous investissons les devises ainsi acquises. Notre politique de placement a vocation à soutenir notre politique monétaire et à nous permettre de conserver la marge de manœuvre nécessaire.

Situation économique et politique monétaire de la Banque nationale

Situation économique actuelle

Je vais commencer par donner un aperçu de la situation économique actuelle et de la politique monétaire de la Banque nationale.

L'évolution de l'économie mondiale est globalement positive. Le produit intérieur brut (PIB) réel de nos partenaires commerciaux a augmenté d'environ 2% au cours de l'année passée (voir graphique 1). Entre-temps, les Etats-Unis se sont remis de la crise financière. Le pays a renoué avec le plein emploi, et l'économie se trouve dans une phase d'expansion. La zone euro poursuit elle aussi son redressement. Le chômage diminue, et le PIB croît dans presque tous les Etats membres. Dans la zone euro, la reprise n'est toutefois pas encore aussi avancée qu'aux Etats-Unis. La croissance va devoir conserver sa vigueur pour compenser la tendance baissière des dix dernières années.

L'inflation évolue elle aussi différemment selon les espaces économiques (voir graphique 2). Sa recrudescence à l'échelle mondiale au cours des derniers mois est en grande partie due aux cours du pétrole. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire le renchérissement excluant les prix du pétrole et des denrées alimentaires, n'a pourtant pas augmenté partout. Alors qu'aux Etats-

Unis, elle s'est consolidée, elle demeure basse ailleurs, notamment au Japon et dans la zone euro. Toutefois, la poursuite du redressement de l'économie réelle devrait aussi bientôt entraîner une hausse de l'inflation sous-jacente dans ces espaces économiques.

Dans ce contexte d'expansion économique et d'inflation plus élevée, la Réserve fédérale des Etats-Unis a relevé ses taux d'intérêt au mois de mars. C'était la troisième hausse de taux depuis fin 2015. La normalisation de la politique monétaire américaine se poursuit donc. Par contre, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon maintiennent inchangée leur politique monétaire expansionniste.

Peut-on en déduire qu'il existe de bonnes raisons d'être confiants pour la période à venir? Globalement, la tendance générale à l'échelle mondiale est en effet très positive. Il n'en reste pas moins que de nombreuses incertitudes politiques subsistent. Dans la zone euro, l'actualité est dominée par l'élection présidentielle en France. A cela s'ajoutent les incertitudes persistantes, liées à la mise en œuvre du Brexit. De l'autre côté de l'Atlantique, il reste encore des questions sans réponse à propos de la politique économique et commerciale de la nouvelle administration américaine. Or les choix politiques ayant un impact sur la croissance de nos principaux partenaires commerciaux revêtent bien sûr une grande importance pour une petite économie ouverte comme la Suisse.

Mais qu'en est-il de la situation économique dans notre pays? L'économie suisse poursuit sa croissance modérée (voir graphique 3). Après la suppression du cours plancher, le PIB s'est replié au premier trimestre 2015 en raison de l'appréciation du franc. Depuis, l'économie s'est redressée, et les données conjoncturelles actuelles laissent présager que cette tendance se poursuivra. Pour l'année 2017, nous prévoyons une croissance du PIB d'environ 1,5%. Les capacités de production sont néanmoins sous-utilisées. En outre, la reprise est hétérogène selon les branches.

Dans l'ensemble, la situation est aujourd'hui pourtant nettement meilleure que celle attendue début 2015 par de nombreux observateurs. L'économie suisse a une nouvelle fois démontré sa flexibilité. Je souhaite évoquer ici l'adaptation rapide des temps de travail et la prise de mesures ayant amélioré les processus de production. Compte tenu des modifications structurelles, cette capacité d'adaptation restera essentielle, indépendamment de l'évolution de la conjoncture internationale et des taux de change. Je pense ici, par exemple, au commerce de détail traditionnel, qui doit faire face à la concurrence de plus en plus vive de la vente sur Internet. La numérisation confronte elle aussi notre industrie ainsi que la place financière à de nouveaux défis. Pour les surmonter, les entreprises devront encore fournir de gros efforts, tout comme les effectifs de l'ensemble des secteurs concernés.

Politique monétaire actuelle

Au vu de cette situation, quelles sont les tâches incombant à la politique monétaire? En vertu de notre mandat légal, nous avons pour mission d'assurer la stabilité des prix. Ce faisant, nous devons tenir compte de l'évolution de la conjoncture. En Suisse, le taux d'inflation est à nouveau supérieur à zéro depuis le début de l'année (voir graphique 4). Comme chez nos

partenaires commerciaux, cela est dû en grande partie aux cours du pétrole et aux prix des denrées alimentaires. L'inflation sous-jacente est un peu moins élevée, du fait notamment que les capacités de production ne sont pas pleinement utilisées. Selon notre actuelle prévision d'inflation, le renchérissement devrait s'inscrire à près de 1% mi-2019.

En Suisse, une politique monétaire expansionniste demeure appropriée en raison de la faiblesse de l'inflation et de la sous-utilisation des capacités de production. Le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir, si nécessaire, sur le marché des changes visent à réduire les pressions sur le franc. C'est précisément l'effet produit par le taux d'intérêt négatif qui a, du moins partiellement, restauré l'écart de taux traditionnel envers l'étranger. Qu'en est-il de notre disposition à intervenir ? Par nos achats de devises, nous mettons à la disposition du marché des liquidités supplémentaires en francs lorsque la demande devient particulièrement importante. En l'absence de taux d'intérêt négatif et sans notre disposition à intervenir, le franc serait encore plus fort, l'inflation baisserait à nouveau, et le chômage augmenterait.

Nous continuerons à tirer parti de notre marge de manœuvre en matière de politique monétaire. Au besoin, nous pourrions encore abaisser le taux d'intérêt négatif ou acheter des devises supplémentaires. Avant de prendre une décision, nous pesons bien entendu toujours minutieusement les avantages et les inconvénients en jeu. Le principe guidant notre démarche est le suivant: l'utilité attendue d'une mesure de politique monétaire doit être supérieure aux coûts en résultant.

Au cours du dernier exercice, la mise en œuvre de la politique monétaire a entraîné des achats de devises pour un montant de 67 milliards de francs. Avec les ajustements de valeur ainsi que les revenus d'intérêts et de dividendes, les réserves de devises de la BNS ont augmenté de 86 milliards de francs en 2016 (voir graphique 5). La taille actuelle de notre bilan reflète les mesures prises au cours des dix dernières années en vue de surmonter la crise. Qu'implique cette expansion du bilan pour notre politique de placement? J'aimerais aborder ce thème plus en détail dans la seconde partie de mon exposé.

La politique de placement de la Banque nationale

Par sa politique de placement, la Banque nationale fixe les principes de la gestion de ses actifs. Ces derniers se composent pour l'essentiel des réserves monétaires, c'est-à-dire de placements en monnaies étrangères et d'or. Seule une faible part est libellée en francs. En théorie, la BNS peut définir librement sa politique de placement. Cependant, compte tenu du mandat que lui assigne la loi dans le domaine de la politique monétaire, elle doit tenir compte de certaines restrictions dans sa politique de placement. Cette dernière doit viser à soutenir la Banque nationale dans l'accomplissement de son mandat. La politique de placement est donc pour ainsi dire au service de la politique monétaire. Comment cela se traduit-il, concrètement?

Objectifs

La Banque nationale poursuit principalement deux objectifs par sa politique de placement. Premièrement, elle entend s'assurer de pouvoir en tout temps recourir au bilan pour les besoins de la politique monétaire. La politique de placement ne doit pas entraver la politique monétaire en restreignant l'accroissement ou la réduction du bilan. L'univers de placement doit être défini de manière à ce que nous puissions acheter des devises si nécessaire et les investir rapidement. Mais nous devons aussi être en mesure de revendre rapidement les placements lorsque la politique monétaire l'exige.

Secondement, la politique de placement a pour objectif de garantir le maintien à long terme de la valeur des réserves monétaires. Ces dernières contribuent à renforcer la confiance. Elles servent à prévenir, mais aussi à surmonter d'éventuelles crises. Les réserves monétaires nous permettent également d'intervenir pour soutenir l'économie en cas d'affaiblissement du franc. Mais indépendamment de telles situations extrêmes, nous devons gérer nos réserves monétaires dans l'intérêt général du pays, en veillant au maintien à long terme de leur valeur réelle.

Mise en œuvre

Notre politique de placement poursuit par conséquent deux objectifs: le recours au bilan à des fins de politique monétaire et le maintien de la valeur des réserves monétaires. Pour les atteindre, elle obéit à différents critères et doit remplir deux conditions essentielles. Permettez-moi de commencer par ces conditions.

Premièrement, nous ne pouvons pas nous protéger contre le risque de change. De telles opérations de couverture renforceraient la demande de francs, accentuant les pressions à la hausse sur notre monnaie. Ce serait contraire à notre politique monétaire actuelle, laquelle s'efforce précisément de réduire ces pressions.

Secondement, nous veillons autant que possible à ne pas perturber les marchés par notre politique de placement. Cet aspect distingue fondamentalement la politique de placement de la politique monétaire. Les mesures de politique monétaire visent sciemment à influencer sur l'évolution des prix du marché. Elles doivent agir de la manière souhaitée sur les conditions monétaires prévalant en Suisse, à savoir sur les taux d'intérêt ou les cours de change. Par contre, les activités de placement de la Banque nationale ne doivent pas provoquer de variations des prix. C'est pourquoi nous tenons toujours compte également de la capacité d'absorption des marchés. Lorsque nous procédons à des transferts entre les différents instruments ou les différentes monnaies de placement, nous opérons avec une extrême prudence.

Compte tenu de ces deux conditions, nous investissons nos actifs sur la base de trois critères, à savoir la liquidité, la sécurité et le rendement. Qu'est-ce que cela signifie plus précisément?

D'une part, notre portefeuille doit être le plus liquide possible. Cet aspect est fondamental, notamment eu égard à notre objectif de pouvoir recourir au bilan pour les besoins de la

politique monétaire. Même dans les situations critiques, nous devons être à même d'acheter et de vendre rapidement des actifs. Si nécessaire, nous devons être en mesure d'accroître ou de réduire à tout moment notre bilan. Fin 2016, la Banque nationale détenait environ 70% de ses réserves de devises sous forme d'obligations d'Etat étrangères. Une part substantielle était investie sur les marchés obligataires les plus liquides au monde. Ces marchés ne s'assèchent pas, même en période de crise. La capacité d'action de la Banque nationale est ainsi garantie en tout temps.

En outre, le portefeuille de la Banque nationale doit être le plus sûr possible. Par sécurité, nous entendons ici un vaste concept dont l'objectif est de préserver à long terme la valeur des réserves monétaires. Une première condition à la détention d'un portefeuille le plus sûr possible est de prendre garde à ce que les obligations satisfassent à des exigences de qualité élevées. Cela permet de minimiser le risque de crédit. La seconde condition est de veiller à la diversification la plus large possible. C'est pourquoi nous répartissons nos placements entre différentes monnaies, mais aussi entre différentes catégories. Nous avons continuellement élargi notre univers de placement. Jusqu'en 2004, les placements de devises se composaient principalement d'obligations d'Etat. A compter de 2004, nous avons également acquis des obligations d'entreprises. Puis en 2005, nous avons commencé à acheter des actions. Aujourd'hui, 20% de nos réserves de devises sont placées dans des actions (voir graphique 6).

Le rendement des actifs représente lui aussi un critère important pour le maintien à long terme de la valeur des réserves monétaires. Il est essentiel de générer un rendement suffisant en monnaie locale pour pouvoir notamment faire face à d'éventuelles pertes de change en cas d'appréciation du franc. Dans le cadre de sa politique de placement, la Banque nationale vise par conséquent à obtenir un rapport approprié entre le rendement et la sécurité, sans jamais perdre de vue le critère de la liquidité.

Comment cela se traduit-il concrètement dans la mise en œuvre de la politique de placement? En ce qui concerne la gestion des obligations, la Direction générale fixe des limites pour les différentes monnaies et catégories de placements. A l'intérieur de ces limites, nos gestionnaires de portefeuille veillent à une répartition optimale des obligations, en fonction de la situation du moment sur le marché. Il n'en reste pas moins que les portefeuilles d'actions sont gérés de la manière la plus neutre et la plus passive possible. Nous achetons et détenons des actions d'une entreprise donnée en proportion de la part qu'elle occupe dans l'indice boursier du pays concerné. De cette manière, nous nous efforçons d'influer le moins possible sur les prix relatifs des actions de certaines entreprises ou dans certains secteurs. Dans le même temps, cette approche permet d'éviter que des préférences ou des réticences spécifiques envers des entreprises ou des secteurs donnés ne viennent influencer notre politique de placement.

Afin de garantir cette neutralité dans la gestion de notre portefeuille d'actions, nous ne dérogeons à cette règle qu'avec la plus grande réserve. Ainsi, pour éviter tout conflit d'intérêts, nous renonçons à investir dans des actions de banques et d'autres établissements similaires internationaux à moyenne ou à grande capitalisation.

En outre, la Banque nationale s'abstient d'acheter des actions d'entreprises qui produisent des armes condamnées sur le plan international. De même, nous excluons les entreprises qui violent massivement des droits humains fondamentaux ou qui causent systématiquement de graves dommages à l'environnement. Cette politique d'exclusion repose sur des principes clairement définis et sur des cas avérés. Pour déterminer les entreprises concernées, nous nous appuyons sur les recommandations de spécialistes externes reconnus.

Comme vous le voyez, la Banque nationale suit une ligne claire en matière de placements et prend en considération un grand nombre de conditions et de critères, qui ont pour objectif de nous aider à accomplir notre mandat légal dans le domaine de la politique monétaire. Ils visent à garantir que nous puissions recourir à tout moment au bilan pour les besoins de la politique monétaire. De plus, ils ont vocation à préserver la valeur réelle des réserves monétaires.

Les défis actuels

Pour clore le thème de la politique de placement, permettez-moi encore d'évoquer deux défis majeurs auxquels nous sommes confrontés.

Le premier consiste à maîtriser la croissance actuelle du bilan et à permettre au besoin que ce dernier continue de croître. La Banque nationale n'a jamais cessé d'adapter sa politique de placement aux circonstances. Elle a continuellement élargi son univers de placement en y intégrant de nouvelles catégories, de nouveaux marchés et de nouvelles monnaies. Cela lui permet d'absorber rapidement les devises achetées. En outre, l'inclusion de nouvelles catégories de placements contribue à une large diversification et, partant, au maintien de la valeur des réserves monétaires. Ce constat vaut notamment pour les actions. Depuis 2005, ces dernières ont contribué au résultat des placements dans une mesure supérieure à la moyenne, avec un rendement annuel calculé en francs de 2,8%.

Le second défi concerne les fortes fluctuations de notre résultat annuel. En raison de l'accroissement du bilan, le potentiel de bénéfice, mais aussi le potentiel de perte, sont plus élevés, en valeur absolue. Compte tenu de la taille actuelle de notre bilan, une perte, même modeste en pourcentage, correspond déjà à un montant élevé en francs. Par ailleurs, la part des réserves monétaires dans notre bilan a augmenté. De ce fait, l'exposition de notre bilan à la volatilité des marchés financiers, et notamment aux fluctuations des cours de change, s'est accrue. Nous ne pouvons pas nous protéger de ces fluctuations sans causer une appréciation du franc. Il n'est donc pas possible d'exclure des pertes, selon l'évolution de la situation.

Quelles conséquences cela implique-t-il? Des pertes occasionnelles, même élevées, ne constituent pas un problème fondamental pour notre politique monétaire. En tant que banque centrale, nous conserverions notre capacité d'action même avec des fonds propres négatifs durant un certain temps. Cependant, il convient autant que faire se peut d'éviter une telle situation. Notre politique en matière de provisions et la Convention concernant la distribution du bénéfice visent par conséquent à garantir à la Banque nationale une solide dotation en fonds propres.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'aimerais conclure en récapitulant brièvement mes propos.

Nous poursuivons notre politique monétaire expansionniste. L'inflation en Suisse demeure basse. Les capacités de production sont toujours sous-utilisées, et le franc est encore nettement surévalué. De nombreuses entreprises restent confrontées à de fortes pressions qui les contraignent à s'adapter. Pour garantir à notre pays des conditions monétaires appropriées, le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir sur le marché des changes demeurent nécessaires. Ils permettent d'atténuer les pressions sur le franc, soutiennent l'activité économique et stabilisent ainsi l'évolution des prix.

Si nécessaire, nous continuerons de mettre à profit notre marge de manœuvre en matière de politique monétaire afin d'assurer la stabilité des prix et de soutenir l'économie. Ce faisant, nous pèserons toujours minutieusement les coûts et les avantages des mesures envisagées. Notre politique de placement nous permet de conserver notre marge de manœuvre en matière de politique monétaire, même si le bilan continue de croître. Dans le même temps, nous investissons nos réserves monétaires en nous employant autant que possible à préserver leur valeur et à ne pas perturber les marchés.

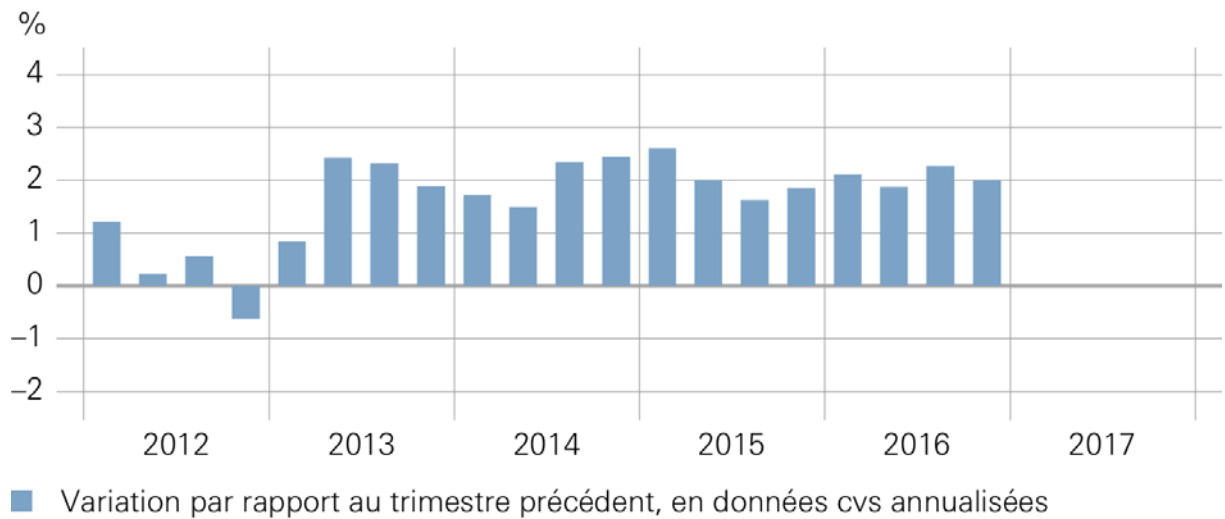
Mais l'accroissement du bilan entraîne nécessairement de plus fortes fluctuations du résultat annuel. En valeur absolue, le potentiel de bénéfice comme le potentiel de perte augmentent. Il est donc primordial de garantir à la BNS une solide dotation en fonds propres par la politique en matière de provisions et la Convention concernant la distribution du bénéfice.

Dans l'ensemble, les défis auxquels nous sommes confrontés restent considérables. Nous traversons actuellement une phase exceptionnellement longue d'une grande complexité pour ce qui est des tâches et des décisions. Pour terminer, j'aimerais exprimer ici, également au nom de Fritz Zurbrugg et d'Andréa Maechler, mes collègues de la Direction générale, nos vifs remerciements à nos collaboratrices et collaborateurs pour leur engagement remarquable. Nous tenons aussi à remercier nos actionnaires de leur fidélité et de leur précieux soutien envers notre institution. Enfin, nous adressons un grand merci à nos jeunes hôtes des gymnases cantonaux de Nyon et de Soleure pour l'intérêt qu'ils témoignent à la politique monétaire et à la Banque nationale. Merci de votre attention.

Graphique 1

CROISSANCE ROBUSTE CHEZ NOS PARTENAIRES COMMERCIAUX

Croissance du PIB en termes réels, pondérée par les exportations suisses

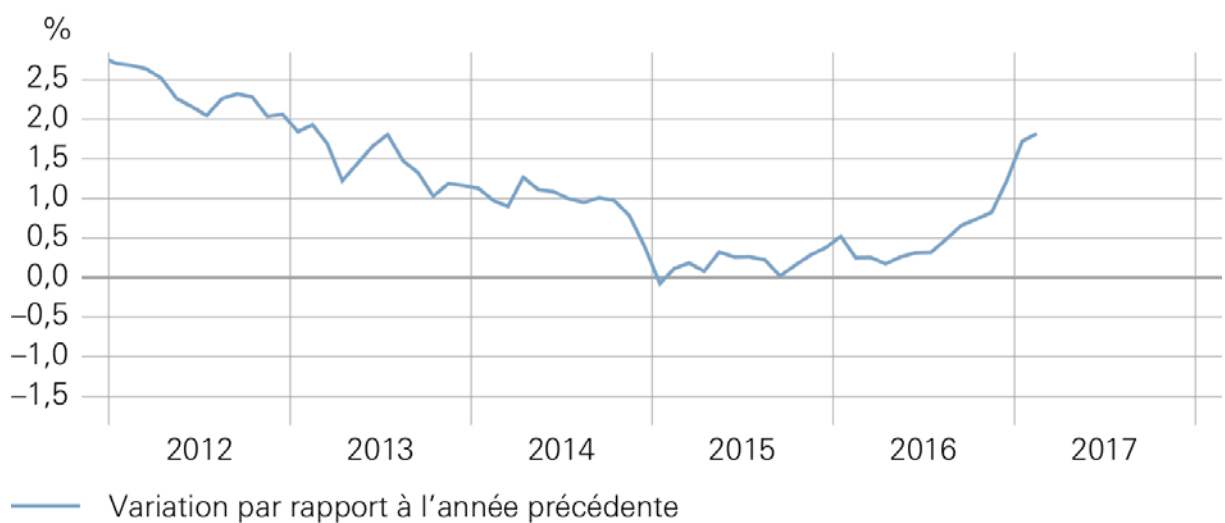


Source: BNS.

Graphique 2

HAUSSE DE L'INFLATION CHEZ NOS PARTENAIRES COMMERCIAUX

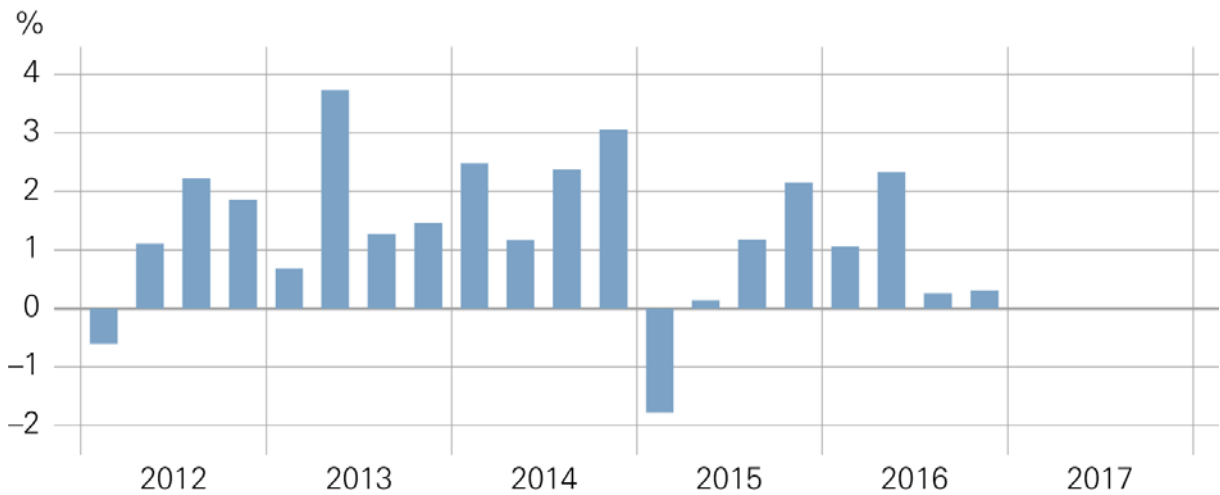
Hausse des prix à la consommation, en valeur pondérée par les exportations suisses



Source: BNS.

Graphique 3

REPRISE DE LA CROISSANCE DU PIB SUISSE



■ Variation par rapport au trimestre précédent, en données cvs annualisées

Source: SECO.

Graphique 4

RETOUR DE L'INFLATION DANS LA ZONE POSITIVE EN SUISSE

Hausse des prix à la consommation

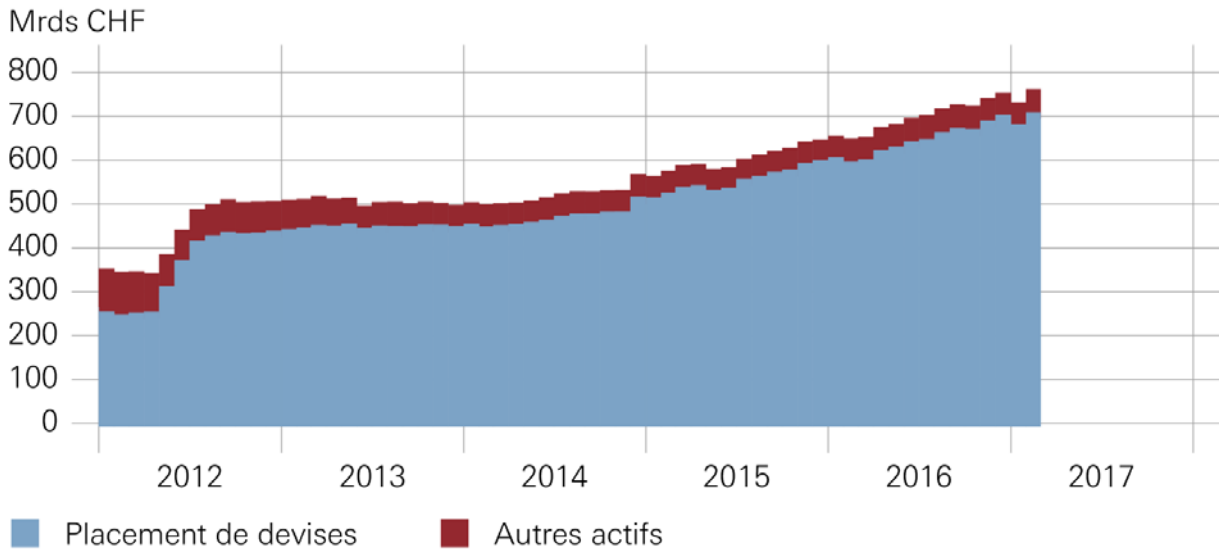


— Variation par rapport à l'année précédente

Source: BNS.

Graphique 5

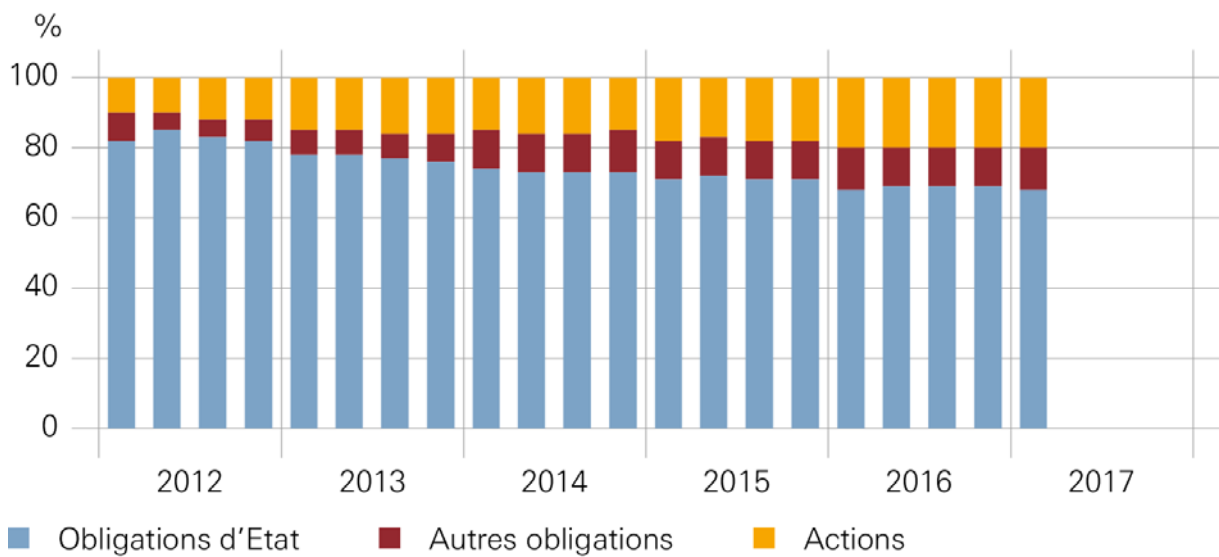
CROISSANCE DU BILAN DE LA BNS



Source: BNS.

Graphique 6

DIVERSIFICATION CROISSANTE DES RÉSERVES DE DEVISES



Source: BNS.