

**Exposé de M. Jean-Pierre Roth,
président de la Direction générale,
à l'Assemblée générale des actionnaires
de la Banque nationale suisse du 20 avril 2001**

La situation économique

L'année dernière, l'économie suisse a considérablement gagné en dynamisme. Après une croissance de 1,5% en 1999, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,4% en 2000, selon les premières estimations. Une telle performance n'avait plus été observée depuis 1989. Grâce à la vigueur de la conjoncture durant la première partie de l'année, la sous-utilisation des capacités productives, que nous connaissions depuis 1992, s'est résorbée en milieu d'année. Durant le second semestre, le rythme d'expansion a progressivement fléchi, et l'économie s'est placée sur son sentier de croissance à long terme.

Le soutien principal de l'activité économique est venu des exportations de biens et de services, qui ont augmenté deux fois plus rapidement que l'année précédente. Ce succès peut être attribué en priorité à la bonne conjoncture aux Etats-Unis et en Europe, mais il est aussi le fruit de la compétitivité retrouvée par nos entreprises au terme de plusieurs années de restructuration industrielle et de modération salariale.

La demande intérieure a évolué elle aussi de manière favorable. Le climat de consommation s'est nettement réchauffé; les investissements se sont accélérés en raison de l'épuisement progressif des ressources productives et de la bonne situation financière des entreprises.

L'aspect le plus réjouissant du redressement conjoncturel a été l'évolution du marché du travail. L'emploi a augmenté, et le taux de chômage a nettement diminué. La création de nouvelles places de travail a été particulièrement forte dans les secteurs des services et de la construction. Pour la première fois depuis le début des années nonante, l'industrie a enregistré une progression du nombre des personnes employées. Le taux de chômage est ainsi passé de 2,3%, à fin 1999, à 1,8% actuellement. Ne pouvant trouver en Suisse les personnes qualifiées qu'elles recherchent, les entreprises se tournent vers les marchés extérieurs. Il faut espérer que les leçons du passé ont été comprises: il est en effet dans l'intérêt du développement à long terme de notre économie de recourir essentiellement à de la main d'oeuvre étrangère qualifiée.

La reprise économique s'est accompagnée d'une évolution modérée du renchérissement. L'inflation, mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation, a été de 1,6% en 2000, un niveau que nous considérons comme compatible avec la stabilité des prix. Le facteur dominant a été l'évolution du prix du pétrole, qui a contribué à la hausse des prix pour 1 point de pourcentage. La hausse des prix des biens suisses, qui, fort heureusement, était

demeurée faible jusque-là, a repris un chemin légèrement ascensionnel depuis l'automne dernier. C'est en particulier le cas des loyers et des prix de certains services. Dans des secteurs soumis à une forte pression de la concurrence, une grande modération et même des baisses de prix ont pu être observées.

La politique monétaire

Au début de l'année dernière, nous avons modifié le mode de conduite de notre politique monétaire. Trois éléments nouveaux sont intervenus:

- D'abord - et dans le but d'assurer une meilleure transparence de notre action - nous avons précisé ce que nous comprenons par stabilité des prix. A nos yeux, la stabilité des prix est assurée si la hausse de l'indice des prix à la consommation est inférieure à 2% par an. En définissant la stabilité des prix de cette manière, nous avons tenu compte de deux facteurs. D'une part, chaque hausse de prix n'a pas forcément un caractère inflationniste. D'autre part, une petite économie comme la nôtre voit souvent l'évolution de ses prix être soumise à de fortes influences externes.
- Ensuite, nous prenons nos décisions de politique monétaire sur la base d'une prévision d'inflation à moyen terme. Comme les effets de la politique monétaire sur les prix ne se déploient qu'avec un retard important, notre horizon prévisionnel est fixé à trois ans.
- Enfin, nous conduisons notre politique monétaire en nous orientant par rapport au taux d'intérêt sur le marché monétaire. Nous fixons une bande de fluctuation pour le taux d'intérêt à trois mois - le Libor -, la position de cette bande reflétant le cours de notre politique. Nous influençons indirectement le Libor par des pensions de titres de courtes durées.

Au début de l'an 2000, nous avons constaté que l'économie suisse gagnait rapidement en vigueur. De plus, l'assèchement du marché du travail devenait toujours plus évident. Simultanément, la force persistante du dollar entraînait de fait un relâchement indésirable des conditions monétaires dans notre pays. Pour neutraliser les risques inflationnistes qui en résultaient, nous avons procédé à un resserrement plus ferme et plus rapide de la politique monétaire que ce que nous imaginions encore en décembre 1999. Jusqu'au milieu de l'année, nous avons relevé à trois reprises la bande de fluctuation du Libor. Elle a ainsi augmenté de 1,75 point de pourcentage pour passer à 3%-4%.

Durant le second semestre de 2000, le degré de restriction de notre politique nous a paru adéquat pour éviter une situation de surchauffe et assurer la stabilité des prix à moyen terme. De nombreux indicateurs nous montraient que la reprise économique était bien assurée et qu'elle se déployait de manière ordonnée. En particulier, les signes d'essoufflement de l'économie américaine et de tassement du rythme de croissance en Europe laissaient entrevoir un fléchissement du dynamisme de nos exportations. Parallèlement, le franc s'appréciait face à l'euro, entraînant un léger resserrement des conditions monétaires. De plus, la stabilité des prix à moyen terme ne nous paraissait pas menacée, car la masse monétaire M_3 avait même tendance à fléchir. Des signes analogues nous parvenaient des crédits bancaires qui ne croissaient que faiblement.

L'évolution du franc face à l'euro a clairement appuyé notre action de politique monétaire. La stabilité du franc, jusqu'au début de l'an 2000, a contribué au redressement de notre économie. Mais, lorsque vint le moment de procéder à un resserrement des conditions monétaires, le franc a réagi rapidement et gagné du terrain face à la monnaie européenne. Ainsi, nous avons pu procéder à des hausses plus limitées de taux d'intérêt que ce qui aurait été nécessaire si le franc était resté stable. Le comportement cohérent du franc sur le marché montre que notre monnaie n'a pas perdu son identité et qu'elle est jugée par les opérateurs pour ses propres qualités. C'est cette autonomie qui nous assure un écart favorable de taux d'intérêt. Un coût du capital relativement bas présente des avantages pour la Suisse. Au bas niveau des taux d'intérêt correspond une formation de capital élevée, ce qui est favorable à l'évolution de la productivité et des salaires.

Nos premières expériences avec le nouveau mode de conduite de la politique monétaire sont positives. La nécessité de procéder, à intervalles réguliers, à l'établissement d'une prévision d'inflation nous oblige à analyser soigneusement et systématiquement tous les éléments déterminant l'évolution future de l'inflation. Au sein de la BNS, il en résulte un approfondissement des échanges de vues sur les interactions entre la politique monétaire, l'évolution des prix et la conjoncture. Nous avons aussi le sentiment que le nouveau mode de conduite a été bien accueilli par les milieux qui suivent notre politique. Ces milieux peuvent mieux interpréter nos décisions dans la mesure où notre politique est devenue plus transparente. C'est vraisemblablement pour cette raison que la bande de fluctuation et le Libor sont devenus rapidement des éléments-clés des discussions de politique monétaire et qu'ils n'ont pas quitté l'avant-scène depuis lors. La transparence permet au public de mieux comprendre nos décisions; elle contribue donc à la stabilité des marchés.

Je voudrais conclure cette partie consacrée à notre politique monétaire en faisant le point de la situation conjoncturelle actuelle. Les perspectives économiques pour l'année en cours sont positives, bien que plusieurs risques nouveaux soient apparus. Nous nous attendons à ce que l'économie suisse croisse à un rythme proche de son potentiel de long terme. La demande intérieure devrait rester l'un des points forts de la croissance, alors que les exportations iront en se ralentissant.

L'environnement international est sans aucun doute une source importante de risques pour notre conjoncture: ces derniers mois, la croissance américaine a faibli beaucoup plus fortement que ce que nous attendions en décembre dernier. Le Japon connaît de nouvelles difficultés qui pourraient se répercuter sur l'ensemble du continent asiatique, et l'Union européenne a révisé plusieurs fois à la baisse ses prévisions de croissance. Le ralentissement de notre commerce extérieur pourrait être donc plus fort que prévu. En outre, d'importantes incertitudes pèsent sur les marchés financiers. C'est en raison de la multiplication des sources de risques que nous avons décidé, le 22 mars dernier, d'abaisser d'un quart de point la bande de fluctuation du Libor. Ce relâchement de notre politique ne met pas en danger la stabilité des prix à moyen terme.

Mon tour d'horizon serait incomplet si je n'évoquais pas un événement important qui se déroule sous nos yeux et qui, dans quelques mois, modifiera de manière profonde l'environnement dans lequel opère notre économie. Dès le 1^{er} janvier prochain, les monnaies de douze pays européens disparaîtront au profit de l'euro, la monnaie commune de l'Union européenne. L'euro est déjà introduit comme monnaie scripturale depuis plus de deux ans. Dès 2002, les billets et pièces en euros se substitueront aux anciennes

monnaies nationales. Pour la première fois de son histoire, notre pays sera entouré d'une zone monétaire uniforme. Cela ne sera pas sans conséquences pour notre économie. Nos exportateurs doivent en attendre une progression de l'usage de l'euro comme moyen international de règlement, et de nombreux touristes souhaiteront utiliser des euros sur le territoire suisse. L'usage accru de l'euro ne devrait pas soulever de difficultés particulières, nos exportateurs et les milieux touristiques ayant déjà l'expérience des opérations en monnaies étrangères.

Nul doute que l'unification monétaire de nos voisins simplifiera nos transactions extérieures, mais soyons vigilants car elle n'abaissera pas nos risques de change. Je crains en effet que la faible volatilité observée entre le franc et l'euro ces deux dernières années n'incite ceux qui utilisent l'euro à penser que le risque de change sur la monnaie européenne a maintenant disparu. Ce n'est pas le cas. La relation de change entre le franc et l'euro est fixée librement par le marché. Même s'il existe une large convergence entre la situation économique au sein de l'Union européenne et celle qui prévaut en Suisse, cette relation peut toujours fluctuer. Les entreprises qui opèrent en euros doivent donc se protéger face au risque de change sur l'euro, comme elles le font à l'égard du dollar ou de la livre sterling. Les mesures traditionnelles de prudence s'imposent donc toujours. De son côté, la Banque nationale est consciente de l'importance que l'euro représente pour l'économie suisse. Elle est attentive, dans la conduite de sa politique, à préserver autant que possible un fonctionnement sans heurts des marchés; elle ne peut toutefois le garantir.

Le mandat de la Banque

Comme le montre notre action passée, notre politique monétaire vise à préserver la stabilité des prix en tenant compte de l'environnement conjoncturel. C'est ainsi que nous comprenons le mandat que nous confie l'art. 99 de la Constitution fédérale, à savoir "mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays". Afin d'éviter des conflits d'interprétation, il serait souhaitable que ce mandat général soit maintenant défini plus étroitement dans la loi. C'est ce que prévoit le projet de révision de la loi sur la Banque nationale qui est actuellement en consultation et qui fera l'objet de débats parlementaires l'an prochain. Il donne à la Banque la mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte des développements de la conjoncture.

Cette disposition est nouvelle. La loi actuellement en vigueur, qui avait été rédigée en 1953 alors que les taux de change étaient encore fixes, se borne à reprendre le mandat constitutionnel, c'est-à-dire à mentionner que la BNS doit mener une politique servant les intérêts généraux du pays.

L'absence de spécification du mandat de la Banque dans la loi de 1953 n'est pas surprenante. En effet, sous un régime de changes fixes, l'objectif de notre politique monétaire n'avait pas besoin d'être défini plus précisément. Nous menions les opérations nécessaires pour que le cours du franc se stabilise au niveau défini par la parité officielle. Ainsi, dans les années soixante et septante, quand notre pays luttait contre la surchauffe conjoncturelle, il ne pouvait s'appuyer sur la politique monétaire, mais devait recourir à des instruments exceptionnels, comme le contrôle des crédits et des émissions, voire

l'imposition d'intérêts négatifs. Depuis le passage aux changes flottants, la politique monétaire ne vise plus la défense de la parité du franc; elle peut maintenant être engagée à des fins de stabilisation intérieure. Le projet de loi précise les conditions de cet engagement. L'évocation de la stabilité des prix dans le mandat de la Banque donne donc un sens général à notre action.

D'un point de vue économique, les avantages de la stabilité des prix sont évidents, et il est clair que la politique monétaire est l'instrument le plus adéquat pour la préserver. Personne ne doute que la création monétaire par la banque centrale est le facteur qui détermine l'évolution des prix à moyen terme. Par ailleurs, l'espoir d'améliorer durablement la croissance et l'emploi par une inflation monétaire a généralement débouché sur des désillusions. L'expérience montre en effet qu'une croissance solide n'est possible que sur des fondements monétaires sains. Parlant de fondements monétaires sains, j'écarte bien entendu toute situation d'inflation et de déflation, ces deux phénomènes étant source de coûts économiques considérables.

Mais il est évident aussi que la politique monétaire a des répercussions, du moins à court terme, sur l'économie réelle. Aujourd'hui déjà, la BNS prend en considération la conjoncture dans ses appréciations de situation. Le fait que le projet de loi indique que l'objectif de stabilité des prix doit être visé en tenant compte de l'évolution conjoncturelle place clairement l'action de la BNS dans son contexte économique général.

Le projet de loi précise également dans quelles conditions la Banque nationale devrait exécuter son mandat. Ici deux aspects sont importants à nos yeux: l'indépendance d'action de la Banque et son obligation de rendre compte.

Le principe selon lequel la conduite de la politique monétaire doit être confiée à une banque centrale indépendante est déjà ancré dans la nouvelle Constitution. Le projet de loi en concrétise l'exécution. Il s'agit ici avant tout de donner à la Direction générale de la BNS l'autonomie de décision qui lui est nécessaire pour mettre en œuvre une politique assurant l'exécution du mandat de stabilité des prix. L'autonomie ne va pas plus loin que la liberté indispensable à l'exécution du mandat. Autonomie et mandat sont deux aspects étroitement liés. Une autonomie sans mandat précis serait certainement une source de problèmes.

En guise de contrepoids à l'autonomie, le projet de loi prévoit une obligation formelle, pour la BNS, de rendre compte de l'exécution de son mandat. Par cette obligation, son autonomie reçoit une légitimité démocratique, et la transparence de son action est assurée. Obligation de rendre compte et définition d'un mandat sont aussi liées: la Banque doit avoir un mandat clair à accomplir si elle est tenue de rendre compte de son exécution devant les autorités et si elle veut que son action soit comprise du public.

Par l'adjonction de la stabilité des prix dans la définition du mandat assigné à la Banque, notre pays s'alignerait sur la pratique internationale actuelle. Il disposerait d'un ordre monétaire comparable à celui qui a été adopté pour la Banque centrale européenne, qui a été repris par de nombreux autres pays et qui est recommandé comme norme de bon comportement par le Fonds monétaire international.

Il convient enfin de souligner que l'introduction de l'objectif de stabilité des prix - tempéré par la prise en compte de l'évolution conjoncturelle - correspondrait au sentiment

largement répandu en Suisse que la politique monétaire doit veiller à la défense du pouvoir d'achat de la monnaie à moyen terme, ce qui laisse à l'Institut d'émission la possibilité de tenir compte de la conjoncture. Ne pas préciser dans ce sens le mandat de la Banque donnerait l'impression que notre pays veut se distancer d'une règle de saine gestion. Ce serait fort regrettable.

L'obligation de détenir des réserves monétaires suffisantes

Le deuxième domaine dans lequel le projet de loi sur la BNS concrétise les dispositions récemment introduites dans la Constitution est celui des réserves monétaires. En effet, l'art. 99 de la Constitution fédérale demande, à son 3^{ème} alinéa, que la BNS constitue, à l'aide de ses revenus, des réserves monétaires suffisantes.

Le projet de révision de la loi sur la Banque nationale crée une base juridique solide non seulement pour la distribution des bénéfices de la Banque - comme le fait déjà la loi actuelle - mais aussi pour la manière de les établir. Les règles prévues ne sont pas nouvelles. Elles correspondent, dans leurs principes, aux dispositions figurant dans la convention sur la distribution des bénéfices, élaborée en 1991 par la Confédération et la Banque nationale.

On reproche parfois à la convention sur la distribution des bénéfices de permettre à la BNS de constituer des réserves monétaires inutilement élevées. La BNS priverait ainsi la Confédération et les cantons de bénéfices qui pourraient être utilisés plus judicieusement que sous forme de réserves monétaires supplémentaires. Que penser de cette critique?

Rappelons que nos réserves monétaires comprennent des réserves de devises et des réserves d'or.

Lorsque nous avons conclu la première convention sur la distribution des bénéfices, nos réserves en devises avaient atteint un niveau qui correspondait à celui de petits pays européens comparables. Nous nous étions mesurés à d'autres petits pays parce que le niveau souhaitable des réserves monétaires d'un pays dépend fortement de son degré d'intégration dans l'économie mondiale. A l'époque, nous jugions donc que nos réserves de devises se situaient à un niveau approprié. Par ailleurs, nous partions de l'idée que nos besoins futurs en réserves dépendraient de l'expansion de l'économie suisse. C'est pourquoi la convention passée avec la Confédération confère à la Banque nationale la possibilité d'alimenter des provisions - et ainsi d'accumuler des réserves de devises - à un rythme correspondant à la croissance du produit national brut.

En 1991, les réserves d'or ne pouvaient être que difficilement intégrées dans notre appréciation du niveau souhaitable des réserves monétaires. Dans le cadre juridique d'alors, nos réserves métalliques étaient évaluées à leur valeur officielle, donc de facto immobilisées et impropres à un usage monétaire, en tout cas dans des circonstances normales. Depuis la suppression de la parité-or du franc, la Banque nationale peut, en principe, disposer librement de son stock d'or. Comparées aux petits pays européens que je viens de mentionner, nos encaisses métalliques sont très élevées. La question s'est alors posée de savoir si la Banque a besoin d'un stock aussi important pour l'accomplissement de ses tâches. Un rapport d'experts a montré que la moitié de notre

stock d'or peut être affectée à des fins non monétaires. Le législateur se prononcera, en temps voulu, sur l'utilisation du produit des ventes de cette première moitié de notre encaisse-or.

Disposant de l'autre moitié du stock d'or, nous sommes aujourd'hui bien dotés en réserves monétaires. Cette situation relativement confortable nous paraît justifiée au vu de la position particulière de la Suisse sur les plans économique et politique.

En effet, n'oublions pas que la Suisse se trouve à deux égards dans une situation différente de celle des autres petits pays européens:

- En premier lieu, la Suisse abrite une place financière de dimension internationale. Il en résulte une intégration financière qui nous rend plus sensibles que d'autres à d'éventuelles crises financières ou de change. Bien dotés en réserves, nous pouvons intervenir sur les marchés en cas de crise et tenter ainsi de mettre notre pays à l'abri de perturbations extérieures. Par ailleurs, une bonne dotation de la BNS en réserves renforce la confiance des marchés dans la stabilité financière de notre pays et nous protège d'attaques spéculatives.
- En second lieu, notre pays n'appartient ni à l'Union européenne ni à la zone euro. En cas de crise, nous devons donc pouvoir opérer de manière indépendante sans avoir à compter sur nos voisins.

D'aucuns réfutent ces arguments. Ils estiment en particulier que nous n'avons pas besoin d'importantes réserves monétaires puisque nous n'intervenons que rarement sur le marché des changes. Ceux qui raisonnent ainsi se méprennent sur le rôle des mesures de prévention à l'égard de crises. Les mesures de prévention ne sont pas là pour faire face à une situation normale, c'est le cas extrême qui doit être considéré. S'il en était autrement, elles n'auraient pas de sens. Bien évidemment, nous espérons tous que de tels cas extrêmes ne se produiront pas et que nous ne devons jamais utiliser la totalité de nos réserves.

Je reconnais que la définition du niveau nécessaire des réserves monétaires est aussi une question d'appréciation. Nous avons procédé à cet examen sans complaisance à notre égard, dans la pleine conscience des responsabilités qui sont les nôtres.

Conclusion

Depuis 1994, notre pays connaît une situation de stabilité des prix. Il y a plus de trois ans, la conjoncture a commencé à se redresser. La production et l'emploi ont augmenté fortement. Au milieu de l'année dernière, nous avons retrouvé une situation de plein-emploi, sans enregistrer de risques notables de dérapage inflationniste. Notre mission est maintenant d'assurer les conditions monétaires qui permettront à notre pays de conserver cet acquis.

Nous avons derrière nous une excellente année 2000, et 2001 devrait faire apparaître une croissance suffisante au maintien du plein-emploi dans notre pays. Cette bonne situation, nous la devons à toutes celles et à tous ceux qui se sont engagés ces dernières années pour rendre notre pays plus performant sur le plan économique. De nombreux sacrifices

ont été consentis durant cette période de restructurations. Nous en voyons maintenant les fruits. Sachons les préserver en ne relâchant pas nos efforts d'adaptation.

Je voudrais associer au bilan positif de l'année 2000 les Autorités de la Banque, ainsi que les collaboratrices et collaborateurs de la Banque nationale. Toutes et tous se sont pleinement engagés pour que la BNS puisse remplir son mandat.

Je vous remercie également, Mesdames et Messieurs, de l'intérêt que vous portez à nos activités.