

Régions et politique monétaire

Exposé de

M. Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la Banque nationale suisse

Conférence inaugurale de l'année académique 2001/2002

à la Faculté de droit et des sciences économiques

Université de Neuchâtel

Lundi 22 octobre 2001

1. Introduction

C'est un grand honneur – et un réel plaisir – d'être ici ce soir. Je remercie les autorités de l'Université de m'avoir invité à m'adresser à vous à l'occasion de l'ouverture de l'année académique 2001–2002.

Je souhaite m'entretenir avec vous d'un thème inhabituel, celui des régions et de la politique monétaire. Ce sujet me paraît particulièrement indiqué dans ce canton qui est passé ces deux dernières décennies au travers d'ajustements douloureux de sa structure industrielle, et dans cette université qui abrite un institut universitaire réputé qui se consacre à la recherche dans le domaine de l'économie régionale.

Avec la signification toujours plus relative des frontières politiques, le concept des régions a pris un grand essor. Bâle collabore intensément avec la France et l'Allemagne, Genève est en relation étroite avec l'arrière-pays savoyard.

Ce qui est vrai pour les réalités transnationales, l'est aussi pour les réalités intercantionales: on parle volontiers de l'Arc jurassien ou de l'Espace mittelland pour mettre en exergue des zones partageant des réalités économiques communes. Mon propos de ce soir n'est pas de m'arrêter sur les particularités de ces régions – particularités que vous connaissez tous bien mieux que moi – mais de m'entretenir avec vous des conflits possibles entre la politique monétaire – par essence de dimension nationale – et la politique économique régionale.

Je le reconnais, cette question est souvent délaissée par les banques centrales. La raison de ce désintérêt tient à la nature de la relation quelquefois conflictuelle qui lie les régions à la politique monétaire. Ceci ne signifie pourtant pas que les autorités monétaires ne se préoccupent pas des réalités du terrain. Dans notre cas, nous sommes à l'écoute des différentes régions du pays au travers de notre réseau de succursales et grâce à nos nombreux contacts directs avec les autorités cantonales.

Dans la première partie de mon exposé, j'essayerai de dégager quelles sont les sources de « tensions » entre politique monétaire et économies régionales. Dans la deuxième partie, je montrerai qu'il n'existe aucune manière aisée de les éliminer. Néanmoins, et ceci fera l'objet de la dernière partie, j'exposerai comment la Banque nationale dans la conduite de sa politique s'efforce de tenir compte au mieux de tous les intérêts, notamment des intérêts régionaux.

2. Tension entre les régions et la politique monétaire

Comme je viens de le mentionner, la relation entre les régions et la politique monétaire est essentiellement caractérisée par une tension. Cette tension apparaît déjà de façon symbolique dans le choix des mots: il y est question des régions et de la banque centrale. Parler des régions, c'est donc forcément parler de différences, d'éléments qui permettent de les distinguer les unes des autres et de politiques visant à les promouvoir. Parler de la banque centrale, en revanche, c'est parler de la politique monétaire et de ses conséquences, des conditions de taux d'intérêt qui sont créées sur le marché, de la situation du marché des changes qui s'impose à tous en même temps. A l'origine de la tension entre les régions et la politique monétaire se trouve ainsi la disparité des conditions régionales alors que les conditions monétaires, elles, sont les mêmes sur l'ensemble du territoire.

Laissez-moi développer ces deux aspects.

2.1 La diversité des réalités régionales

Le degré de développement des régions est varié. Il s'explique par la distribution des ressources naturelles, par la géographie, par l'histoire ou la politique, ou encore par l'évolution générale de la demande. L'ensemble de ces régions forme le tissu économique national. Comme l'activité économique est répartie de façon non uniforme, il en résulte une diversité des structures de production et donc une diversité des régions. La réalité saint-galloise est ainsi différente de celle de Neuchâtel ou de Genève. Mentionnons en passant que si la géographie et l'économie régionale ont accepté depuis longtemps de considérer l'économie comme une mosaïque fort contrastée, l'économie politique, avec le recul qu'impose la vision macroéconomique des choses, attache forcément moins d'importance aux différences de tons.

C'est particulièrement le cas dans le domaine monétaire puisque les conditions monétaires et financières sont les mêmes sur l'ensemble du pays. Par conditions monétaires et financières, on entend la situation des taux d'intérêt et des taux de change. La caractéristique d'une zone monétaire intégrée, comme l'est notre pays, est de faire apparaître des taux d'intérêt identiques pour des débiteurs présentant une bonité égale. Quant au cours du franc, il est déterminé par un marché global et s'impose de manière non différenciée à toutes les entreprises quelle que soit leur localisation.

Confrontées aux variations des paramètres financiers, les entreprises – et, au-delà, les régions – ne réagissent pas de manière uniforme. Par exemple, les entreprises de la

construction sont plus sensibles que les autres à une hausse des taux d'intérêt. Le secteur industriel comme le tourisme seront plus touchés par des variations de change que le secteur financier. Et cet impact sera différent selon les branches si les turbulences concernent une monnaie plutôt qu'une autre. Beaucoup dépend donc de la structure des entreprises, de leurs marchés, de leurs produits et de la localisation de leur concurrence.

On peut néanmoins distinguer entre la situation des entreprises opérant essentiellement sur le marché intérieur et celles qui sont tournées vers l'exportation. Les premières sont plutôt sensibles aux variations des taux d'intérêt alors que les secondes sont particulièrement affectées par les variations de change. Par ailleurs, c'est une réalité que les unités de production intéressées par le marché domestique sont réparties de manière relativement régulière sur l'ensemble du territoire national, car elles ont généralement des activités de proximité, alors que les entreprises tournées vers l'exportation sont implantées de façon très inégale, en densité comme en spécialité.

Il en découle une constatation fort simple: si les variations de taux d'intérêt affectent le tissu économique de manière peu différenciée au plan géographique, les variations de taux de change peuvent avoir un impact régional important. C'est certainement là que se situe la source de tension la plus forte entre les conditions monétaires et les réalités locales.

2.2 Les conditions monétaires

Quel est le lien entre les conditions monétaires et l'action de la Banque nationale ?

En fait la Banque nationale suisse n'a qu'une maîtrise partielle des conditions monétaires. Notre politique consiste à contrôler un taux d'intérêt parmi l'éventail des taux d'intérêt existants. Tous les autres taux sont déterminés par le marché. Le taux d'intérêt que nous avons choisi comme objectif sert en quelque sorte de guide aux conditions du marché. Les cours de change, en revanche, échappent à notre contrôle direct. Ils sont une résultante de nombreux facteurs parmi lesquels le développement des facteurs économiques fondamentaux en Suisse et à l'étranger tiennent une place importante. Le taux d'intérêt dépend donc essentiellement des conditions propres à l'économie suisse, le cours de change est une «interface» entre les réalités suisse et étrangère.

Le taux d'intérêt qui sert de référence à notre politique monétaire est le taux du Libor à trois mois. C'est le taux auquel les banques se prêtent des liquidités pour cette durée. Nous cherchons à stabiliser le Libor à trois mois au milieu d'une bande de fluctuation dont l'amplitude est de 100 points de base. Depuis le 24 septembre dernier, cette bande est

comprise entre 1,75% et 2,75%. Afin de maintenir le taux d'intérêt au niveau souhaité, nous opérons sur un marché particulier, celui des prises et des mises en pensions de titres. Les conditions – taux d'intérêt, durée et volume – auxquelles ces opérations sont effectuées sont fixées par nos soins. Je ne veux pas m'étendre plus avant sur cette description fort technique. Ce qu'il faut en retenir, c'est que nous agissons uniquement dans ce marché particulier des pensions de titres et surtout que nous n'avons qu'un seul taux d'intérêt dans notre viseur: le taux à trois mois.

Pour répondre aux besoins différents des régions, certains imaginent qu'il serait possible, par exemple, que nous offrions des fonds à un taux privilégié aux banques sises dans les zones souffrant de difficultés économiques. Est-ce réaliste ? La réponse est clairement négative. En effet que se passerait-il dans un tel cas ?

Les fonds obtenus à un taux d'intérêt préférentiel seraient immédiatement transférés par le marché vers les zones où les taux sont plus élevés. Ces placements se poursuivraient jusqu'à ce que les taux d'intérêt s'égalisent. Ce phénomène est dû au fait, qu'au sein d'une zone monétaire, les marchés financiers fonctionnent comme des vases communicants. Par conséquent, à bonité égale, les mécanismes d'arbitrage assurent des taux d'intérêt égaux sur l'ensemble du territoire.

Ainsi, le taux d'intérêt auquel les banques commerciales peuvent se financer et se refinancer auprès de la Banque nationale ne peut être que le même pour toutes les banques, quelle que soit leur localisation. Une modulation de la politique monétaire en fonction des besoins particuliers, et peut-être divergents, des diverses branches et régions n'est pas envisageable. Cela revient évidemment à dire que la politique monétaire peut ne pas convenir en tout temps à toutes les régions du pays. Les sources de conflit sont donc inévitables.

3. Absences de solution

Existe-t-il des stratégies monétaires permettant d'atténuer ces conflits ?

On l'a vu, la répartition territoriale inégale des entreprises tournées vers l'exportation fait du taux de change la source principale de tension entre les régions et la politique monétaire. Par conséquent, il apparaît naturel, si l'on veut limiter les conflits, de s'interroger si d'autres stratégies de change pourraient être envisagées qui permettraient aux régions d'être à l'abri des perturbations de la politique monétaire commune.

Laissons-nous entraîner par un exercice de réflexion théorique comme on est en droit de le faire dans un environnement universitaire. Quatre stratégies peuvent être envisagées afin d'atténuer les effets du marché des changes sur les réalités régionales:

- la création d'une monnaie régionale,
- l'utilisation, sur une base régionale, d'une monnaie étrangère – par exemple l'euro,
- l'adoption de taux de change multiples,
- L'introduction d'une relation de change fixe entre le franc et l'euro.

Examinons les avantages et inconvénients respectifs de ces stratégies:

1er scénario: Création d'une monnaie régionale

La création d'une monnaie régionale serait l'option théorique la plus évidente. Une telle solution permettrait de maintenir les relations de change au niveau souhaité par la région. Elle éviterait a priori les conséquences négatives des fluctuations de la monnaie nationale sur les marges bénéficiaires des entreprises locales. L'économie régionale serait ainsi protégée des perturbations provoquées par la monnaie nationale.

Si cette logique régionale était la bonne, la tendance devrait être au morcellement du paysage monétaire, chaque région, chaque vallée chercherait à améliorer ses chances par la conduite de sa propre politique monétaire. A l'évidence – et l'histoire le montre – le mouvement est inverse. Au 19ème siècle, une première vague d'unification monétaire est intervenue à l'occasion de la constitution des Etats européens; une multitude de monnaies locales ont disparu. En ce début du 21ème siècle nous vivons une seconde phase d'intégration par la mise en place de l'euro qui deviendra la monnaie commune de 12 Etats européens. Pourquoi cette fuite en avant alors que l'idéal théorique semble plaider pour une monnaie régionale?

Cela tient d'abord, et je le reconnais volontiers, au fait que l'intégration monétaire est généralement un acte lié à une unification politique. C'était clairement le cas au 19ème siècle. La Suisse en fut un exemple. Aujourd'hui, le processus d'unification monétaire en Europe, s'il ne fait pas partie d'un plan de construction d'un Etat, est en tout cas un instrument d'intégration politique.

Mais cela tient aussi au fait que l'idéal théorique d'une monnaie régionale repose sur des prémisses économiques inadéquates. Les partisans d'une monnaie régionale ont une

vision mercantiliste de la politique monétaire. Ils pensent que les autorités monétaires sont toujours en mesure de manipuler la valeur extérieure de la monnaie en vue de préserver la compétitivité de l'économie nationale. Cette vision est simpliste pour deux raisons:

La première raison est que la politique de change ne peut être dissociée de la politique monétaire, donc de la stabilité intérieure des prix. De nombreuses expériences l'ont montré, les pays qui ont cherché à préserver ou à améliorer leur compétitivité par une politique de change active ont tous été confrontés à un problème de hausse des prix. Les avantages gagnés sur le front des changes ont été peu à peu effacés par une hausse des coûts intérieurs, ce qui les a incités à rendre leur politique de change encore plus accommodante.

La seconde raison tient à la réalité des marchés. Pour pouvoir assurer des conditions monétaires favorables au développement de leur économie, les autorités monétaires doivent disposer d'un bon capital de crédibilité sans lequel les conditions monétaires peuvent devenir fortement volatiles. Cette crédibilité s'acquiert bien entendu au fil des années et des résultats, mais elle tient aussi aux réalités économiques de la zone monétaire et de sa banque centrale. La zone doit être suffisamment diversifiée pour que sa monnaie ne devienne pas le reflet des difficultés rencontrées par l'activité économique dominante. Sa banque centrale, elle, doit être suffisamment dotée en réserves de changes pour être un interlocuteur de poids sur les marchés.

Sous cet éclairage particulier, le mouvement d'unification monétaire européen a sa logique. Certains pays, qui n'étaient pas en mesure d'appliquer durablement des politiques de stabilité et qui recouraient régulièrement à des ajustements de parités, ont reconnu l'inutilité des stratégies de monnaie faible. Ils ont considéré qu'en adhérant à l'euro ils avaient les meilleures chances de rompre avec leur passé. D'autres, qui pouvaient difficilement mener une action autonome en raison de la faiblesse de leur économie nationale, ont cherché à gagner en crédibilité en s'intégrant dans un ensemble plus puissant.

Bien que l'idée d'une concurrence entre zones monétaires régionales soit tentante, il apparaît ainsi que les contraintes politiques et les réalités économiques de notre époque plaident plutôt en faveur du regroupement monétaire que du morcellement. A l'évidence, une région de notre pays serait trop petite pour être viable sur le plan monétaire. Que penser alors de la Suisse dans son ensemble ? Avons-nous une masse critique suffisante face à l'euro et au dollar ?

J'en suis convaincu. Ceci n'est pas simplement un sentiment mais une constatation. Depuis deux ans que le franc suisse côtoie l'euro, nous n'avons pas perdu notre capacité d'influencer le taux d'intérêt en fonction des besoins de l'économie suisse et notre monnaie n'est pas devenue plus volatile sur le marché des changes. La Banque nationale possède donc toujours les moyens de mener une politique monétaire indépendante dans l'environnement nouveau créé par l'intégration monétaire européenne.

Scénario 2: Utilisation de l'euro sur une base régionale

Poursuivons cet exercice théorique et considérons un deuxième scénario. Il s'agit, cette fois-ci non pas de créer une nouvelle monnaie régionale mais d'envisager la substitution, dans la région, de la monnaie nationale par une monnaie étrangère. Il conviendrait, certes, que cette région porte son choix sur la monnaie d'un pays avec lequel elle entretient des liens commerciaux étroits.

En Suisse, il est clair que seule la monnaie européenne commune pourrait entrer en considération compte tenu de notre proximité géographique avec l'Euroland. Si nos régions avaient le choix entre le franc et l'euro, pourquoi ne porteraient-elles pas leur choix sur la monnaie européenne ?

Pour juger les avantages de zones monétaires différentes, une région doit s'interroger sur son degré d'intégration car elle a tout intérêt à se lier à la zone monétaire avec laquelle elle a développé les liens les plus étroits, notamment sur le plan de la mobilité du travail. Pourquoi le facteur de la mobilité du travail jouet-il ici un rôle central ? Parce que si la politique de la zone monétaire ne répond pas aux besoins de la région, il est nécessaire, en cas de sur-emploi ou de sous-emploi régional, qu'un équilibre puisse être trouvé avec le reste de la zone monétaire. Evidemment, plus la mobilité du travail est grande et plus l'intégration sera aisée.

La mobilité du travail conduit à l'agglomération des activités en des lieux bien précis du territoire. Ce phénomène d'agglomération est parfaitement normal. Il doit être soigneusement distingué du phénomène de polarisation. Le processus d'agglomération conduit à une redistribution des emplois au travers du territoire économique dans des zones de croissance économique relativement forte. Si certaines régions connaissent une baisse de l'emploi, d'autres régions connaissent alors une création rapide de places de travail. Le phénomène de polarisation est différent. Il s'agit de la création de poches de prospérité à côté de poches de chômage, sans que ces zones participent d'une dynamique commune. L'insuffisante mobilité du travail en est la raison. Une région qui

perd des emplois en raison de l'attrait de la région voisine est vraisemblablement située dans la bonne zone monétaire, celle qui devient un pôle isolé de chômage a un problème fondamental. Une conséquence de cette distinction entre agglomération et polarisation est que la baisse des emplois n'est pas un critère suffisant pour juger de l'adéquation de la participation d'une région à une zone monétaire.

Le phénomène d'agglomération comporte aussi des coûts. La baisse de la population dans une région, même si elle n'est pas accompagnée par une augmentation du taux de chômage, est source de problèmes dans la mesure où le financement des infrastructures existantes peut ne plus être assuré. En outre la perte des emplois peut affecter le degré de diversification du tissu industriel de la région. La concentration dans des branches spécifiques peut être une source de fragilité. La monoculture industrielle présente, à l'instar d'un portefeuille peu diversifié, un profil plus risqué.

Avant d'en terminer avec ce scénario, permettez-moi de rappeler qu'un facteur important pour le choix d'une zone monétaire doit être la comparaison des performances dans le domaine de la stabilité monétaire sur la durée. Une faible inflation fait partie des bénéfices économiques spécifiques à une zone monétaire ; à la bonne performance en matière de prix s'ajoute une bonne performance sur le plan des taux d'intérêt. Ici aussi, on comprend bien la logique du mouvement d'intégration monétaire en Europe. Certains pays avaient des performances peu avérées en matière de stabilité monétaire. En adhérant à la zone euro, ils espèrent disposer de meilleures conditions-cadres, donc aussi de meilleures conditions de financement. Le Sud de l'Europe a ainsi grandement bénéficié du processus d'intégration. En passant, on notera qu'une intégration de la Suisse dans la zone euro ne présente pas d'avantage sur ce plan. Nos performances en matière de stabilité sont comparables à celle des pays les plus stables de la zone et nos taux d'intérêt sont actuellement 1,5 point de pourcentage inférieurs à ceux qui apparaissent sur le marché européen. Nous n'aurions donc rien à gagner dans ce domaine. Cette situation privilégiée de taux d'intérêt bas profite également à toutes les régions de notre pays.

Je conclurai ce deuxième scénario en constatant que les facteurs économiques indiquent clairement qu'une région comme l'Arc jurassien est mieux placée dans la zone franc que dans la zone euro. Pourquoi ? Parce que les pôles de développement les plus proches se trouvent de ce côté-ci de la frontière, souvent même ils se situent à une distance pouvant être couverte quotidiennement. De plus, les conditions de stabilité monétaire et de bas taux d'intérêt offrent de meilleures perspectives de financement des équipements. La balance penche donc nettement en faveur du franc.

Scénario 3: L'adoption de taux de change multiples

Après avoir examiné la création d'une monnaie régionale et l'adoption, dans une région, d'une monnaie étrangère déjà existante, j'en arrive à une troisième solution théorique. Il s'agit de l'application d'un régime de taux de changes multiples. On entend par là un régime de change dans lequel toutes les opérations dans lesquelles intervient une monnaie étrangère ne sont pas faites au même cours.

Dans l'esprit de quelques-uns, les taux de change multiples ne peuvent appartenir qu'à la panoplie des politiques de pays en développement. C'est oublier que nous avons aussi eu nos expériences dans ce domaine. Dans les années septante, afin de venir en aide aux branches de l'horlogerie, du textile et de l'habillement, confrontées à la montée du franc, la Banque nationale avait mis sur pied un régime de «droits d'achats de devises» (DAD) qui permettait aux exportateurs de vendre leurs devises à la BNS à un cours préférentiel en cas d'appréciation du franc. Aujourd'hui, on ne peut exclure que des voix s'élèvent pour que nous étudions l'introduction éventuelle d'un double régime de change – un change dit «commercial» pour les échanges de biens et services et un change «financier» pour les opérations en capital – si des turbulences importantes devaient survenir sur le marché des changes.

De tels arrangements institutionnels poseraient trois types de difficultés:

Le premier, et le plus important, c'est que ces systèmes préférentiels posent des problèmes administratifs pratiquement insurmontables. Il est en effet très difficile, voire impossible, de s'assurer que les dispositions ne bénéficient qu'aux ayants droit. Avec l'intégration des marchés financiers, il faut s'attendre à d'importantes opérations d'arbitrage. Pour prévenir tout abus, un appareil administratif fort lourd serait nécessaire et les méthodes de contrôles seraient inefficaces. Notre expérience des années septante nous a montré que même dans l'environnement relativement peu globalisé de l'époque, certaines entreprises avaient eu recours aux DAD dans une mesure qui faisait planer le doute sur la justification strictement commerciale de leurs opérations.

Le deuxième problème est celui du droit international. Un régime de change préférentiel ou de double marché nous mettrait en infraction avec les statuts du Fonds monétaire international, statuts que nous avons acceptés en adhérant à cette institution. En effet, ces statuts du Fonds prévoient explicitement que les pays membres renoncent à la pratique des taux de change multiples.

Enfin, ne négligeons pas non plus qu'un système de taux de changes préférentiel en faveur d'un secteur de l'économie ou des entreprises d'une région particulière équivaldrait à la distribution de subventions à partir des bénéfices de la Banque nationale. Et cela sans que le législateur se prononce à ce sujet. La BNS outrepasserait ainsi son mandat qui est de servir les intérêts généraux du pays et non pas certains intérêts particuliers.

Scénario 4: L'introduction d'une relation de change fixe entre le franc et l'euro

J'en arrive à une solution plausible mais que je ne trouve pas pour autant souhaitable. Cette solution consisterait à fixer le taux de change du franc par rapport à l'euro et donc à rendre le cours du franc plus dépendant du taux de change souhaité par une région particulièrement sensible à ce paramètre.

L'éventualité d'un accrochage du franc à l'euro a quelquefois été évoquée depuis l'apparition de la monnaie unique. Certains pensent que face à la nouvelle réalité européenne, la Suisse a intérêt à s'aligner monétairement plutôt que de risquer de voir le franc devenir un objet de spéculation. Pour toutes les régions qui commercent étroitement avec l'Europe environnante, un accrochage du franc à l'euro serait alors une bonne nouvelle.

Nul doute que la Suisse adhérera à l'Union monétaire le jour où elle adhérera à l'Union européenne. Tant que cette décision n'est pas prise, nous avons intérêt à suivre une ligne monétaire autonome. Je doute en effet qu'un accrochage unilatéral de la Suisse au train monétaire européen nous apporte les bénéfices que certains espèrent. Mes doutes se situent sur deux plans:

En premier lieu, nous devons bien comprendre que lier le franc à l'euro par une parité n'est pas la même chose qu'adopter l'euro comme monnaie nationale comme le font actuellement les Douze. Il s'agirait non pas d'un mariage définitif mais d'une déclaration unilatérale d'alliance qui pourrait faire l'objet d'une révision ultérieure. Au moment de la fixation de la parité, le cours de change peut paraître adéquat, il n'est pourtant pas dit que les marchés en seront continuellement convaincus. Si les évolutions économiques entre la Suisse et l'Euroland devaient ne pas converger étroitement, en raison de l'existence d'un différentiel d'inflation ou d'un différentiel de croissance, un ajustement de parité sera perçu comme étant inévitable. La banque centrale s'en rendra compte mais les marchés également. Des attentes d'ajustement apparaîtront, ce qui entraînera une spéculation à la correction, stimulant les mouvements de capitaux et obligeant la banque centrale à intervenir de manière croissante jusqu'à ce qu'elle accepte de céder à la pression. Il se

peut alors qu'elle soit obligée de procéder à un ajustement de parité bien plus important que ce que justifient les facteurs fondamentaux de l'économie. De telles crises d'ajustement ont frappé de nombreux pays ayant décidé de fixer la valeur extérieure de leur monnaie. Permettez-moi de rappeler l'abandon du système de Bretton Woods, les crises successives des systèmes monétaires du Marché commun et, plus récemment, les diverses crises des pays émergents.

Dans le monde incertain qui est le nôtre, étant donné la place de la Suisse et de sa monnaie sur l'échiquier financier international, je ne crois pas que l'accrochage du franc à l'euro puisse nous mettre durablement à l'abri de perturbations extérieures. Je crains au contraire que ce genre d'arrangement, qui peut présenter son utilité dans le court terme, ne devienne rapidement un fardeau et une source de nouvelles perturbations.

En second lieu, il faut rappeler que lier le franc à l'euro signifie l'abandon de notre souveraineté monétaire. Dans un tel régime, la Banque nationale ne pourrait plus mener une politique qui corresponde aux besoins de l'économie suisse mais devrait s'aligner sur les décisions de la Banque centrale européenne (BCE). Notre «région helvétique» ne serait alors qu'un élément de la vaste zone monétaire européenne.

La perte d'autonomie monétaire présente l'avantage d'éliminer le risque de change, elle présente aussi l'inconvénient de ne plus permettre à la Banque nationale de mener une politique indépendante de taux d'intérêt. Ceux-ci tendraient certainement à monter au niveau européen. Vous le savez, les taux d'intérêt en Suisse sont inférieurs aux taux de la zone euro. Cette différence se monte à 1,5 point de pourcentage environ et s'applique à la totalité du spectre des maturités. En cas de fixation du cours du franc, il est fort vraisemblable que cette différence s'amenuiserait fortement. La diminution sera d'autant plus forte que la parité sera perçue comme étant durable par les marchés. Notre économie perdrait ainsi l'un de ses avantages concurrentiels.

4. Le régime des changes flexibles et les régions

Renoncer à la fixation du change ne signifie pas pour autant que la Banque nationale reste insensible à son évolution. Bien au contraire, nous mesurons bien l'importance du taux de change pour l'évolution de la conjoncture et des prix en Suisse.

Ceci n'est pas nouveau. Les considérations de change n'ont jamais été absentes de nos analyses. Bien souvent, je le reconnais, nous avons eu du mal à le communiquer par le

passé car notre action s'orientait à l'aide d'une boussole – les agrégats monétaires – qui n'était pas directement sous l'influence du marché des changes.

Cette situation a changé. Nous basons maintenant notre politique sur une prévision du développement de l'inflation à moyen terme, prévision établie sur la base d'une analyse de l'ensemble des facteurs influençant la hausse future des prix. Les agrégats monétaires y ont leur place, les cours de change également.

L'impact du cours du franc suisse sur nos prévisions d'inflation est à la fois direct et indirect.

Le taux de change exerce un impact direct sur le niveau des prix par le biais du prix des produits importés. Nous le voyons, en cas d'appréciation du franc, la concurrence sur les marchés entraîne une baisse des prix des importations. Ceci a pour effet de réduire rapidement le taux d'inflation. Si les prix intérieurs sont stables, le niveau des prix peut même baisser.

Le cours du change exerce également un impact indirect sur le niveau des prix par le biais de son effet sur l'activité économique. En cas de renforcement du franc, la capacité concurrentielle de l'économie s'affaiblit, ce qui freine les exportations et stimule les importations. La croissance fléchit et le ralentissement conjoncturel allège la pression sur les prix. Par ce chemin détourné, la hausse du cours du change contribue aussi à freiner l'inflation.

Notre comportement lors des récents événements du mois de septembre est révélateur du rôle du cours de change dans l'appréciation de la situation monétaire.

Que s'est-il passé et qu'avons-nous fait ? Le lundi 17 septembre, jour de la réouverture de la bourse de New York après les tragiques événements du 11 septembre, la Banque de réserve fédérale – la banque centrale des Etats-Unis – a baissé ses taux d'intérêt d'un demi-point de pourcentage. Ce même jour, la BCE en a fait de même. Nous nous sommes associés à ce mouvement en anticipant une décision de baisse qui devait tomber trois jours plus tard. Nous avons tenu à réagir immédiatement car nous voulions éviter à tout prix que les marchés, et en particulier le marché des changes, s'interrogent inutilement sur le cours de notre action future. Nous sentions que l'équilibre du marché était fragile et nous craignions qu'un réflexe sécuritaire ne provoque une réaction excessive du cours du franc. Dans un tel environnement, laisser planer des doutes sur notre politique aurait été une erreur.

Malgré cela, le vendredi de la même semaine, le 21 septembre, l'euro tombait à 1,44 francs, le point le plus bas depuis le 1er janvier 1999, jour de sa création. Entre ces deux dates, le franc s'était apprécié par rapport à la monnaie de notre principal partenaire commercial de quelques 10% en termes nominaux. Toutefois, c'est moins cette évolution en tant que telle – qui en partie reflète les évolutions différentes des prix et de la conjoncture en Suisse et dans la zone euro – que l'ampleur et la rapidité avec laquelle le franc s'est apprécié au cours du mois de septembre qui a préoccupé la Banque nationale. En effet, la moitié de cette appréciation s'est produite entre le 11 et le 21 septembre. Cette dernière hausse a été déclenchée par un accroissement des incertitudes politiques. Le franc a joué à nouveau un rôle de valeur refuge, ce qui n'avait plus été le cas depuis fort longtemps. Confrontés à cette situation, le lundi 24 septembre, nous avons décidé de baisser une seconde fois la bande de variations du taux d'intérêt à trois mois.

Avons-nous pour autant abandonné notre mode de conduite monétaire qui – comme je l'indiquais tout à l'heure – est basé sur une prévision d'inflation, pour passer à une politique de stabilisation du cours de change ? Aucunement. L'appréciation de quelque 5 % du franc durant la semaine en question avait introduit un élément déflationniste nouveau dans l'économie suisse, élément qu'il convenait de corriger par le seul instrument à notre disposition: une baisse des taux d'intérêt.

Cette seconde baisse de taux était donc la réponse logique à la nouvelle situation créée par le marché des changes. Dans leur ensemble, ces deux actions ont maintenant créé des conditions monétaires plus expansives dans notre pays. Cette orientation est tout à fait indiquée en raison des perspectives de ralentissement conjoncturel, du haut degré d'incertitude dans lequel nous opérons tous actuellement et de l'environnement de stabilité des prix que nous pouvons anticiper pour les prochaines années.

Et les considérations régionales, que deviennent-elles dans tout cela ? Elles sont à première vue absentes. En effet, si la création de conditions monétaires globalement expansives est adéquate du point de vue de l'intérêt général, cela ne signifie pas pour autant que la modification de la structure des conditions monétaires reste sans conséquences sectorielles ou régionales. Notre analyse précédente nous a montré que les régions exportatrices souffrent plus de la hausse du franc qu'elles ne bénéficient des baisses de taux d'intérêt.

Cependant, un examen plus attentif du comportement récent de la Banque nationale nous permet de tirer une conclusion un peu plus nuancée. En tenant compte de l'évolution du change dans la détermination de sa politique monétaire, la Banque nationale a contribué

dans la mesure des moyens qui sont à sa disposition à atténuer l'impact négatif de l'évolution du change sur certaines régions. A posteriori, nous devons même reconnaître que les incertitudes ont moins affecté notre monnaie que ce que l'on pouvait craindre. L'appréciation rapide du franc de la mi-septembre s'est corrigée à moitié. Par rapport à la situation qui prévalait au moment des événements du 11 septembre, le franc s'est apprécié de 3 % face à l'euro, ce qui signifie que le réflexe sécuritaire dont on a beaucoup parlé a finalement été limité. Ceci est une bonne nouvelle pour l'économie suisse. Evidemment, la seconde baisse des taux, par son effet de surprise, a pu contribuer à calmer quelques ardeurs spéculatives.

Les turbulences de ces dernières semaines se sont donc en partie estompées. Ceci ne signifie toutefois pas que l'horizon soit serein.

Nous avons toujours vécu, et nous vivons, dans un environnement marqué par l'incertitude et l'instabilité. Cette réalité est celle des entreprises comme celle de la Banque nationale. Chacun, dans son domaine d'action, doit en tenir compte.

Pour notre part, nous répondons à cette incertitude par l'application d'une stratégie orientée sur la stabilité du cadre monétaire à moyen terme. Nous avons concrétisé cette stratégie par la définition d'un objectif d'inflation et nous publions régulièrement nos prévisions de hausse des prix. Dans le cadre ainsi établi, nous nous efforçons d'opérer de manière cohérente et transparente. Ce faisant, nous donnons des éléments d'appréciation aux marchés et contribuons à leur stabilité.

Mais nous ne pouvons pas assurer la stabilité des marchés financiers – notamment du marché des changes – dans un monde instable. Par notre politique, nous cherchons à atténuer les effets négatifs de cette instabilité pour l'économie suisse. Nous ne pouvons parvenir à la mettre totalement à l'abri. Quel que soit le régime monétaire en place, notre économie a toujours souffert des turbulences monétaires extérieures. Nous savons que certaines régions sont plus affectées que d'autres dans de telles circonstances.

Je crois que les régions et les entreprises sont bien conscientes de la limite de nos possibilités. Elles doivent en tirer les conséquences.

Au niveau des régions, il s'agit de promouvoir la mise en place d'un tissu économique suffisamment diversifié pour éviter une concentration excessive des risques face au marché des changes ou face à un secteur particulier d'activité. C'est quelquefois difficile, je le sais. Néanmoins ce n'est qu'en faisant systématiquement des efforts dans cette direction que la fragilité des structures pourra être corrigée à long terme. Les entreprises

également doivent s'armer autant que possible contre les impondérables du marché des changes. Ici aussi la diversification est une réponse aux turbulences extérieures. Il faut y ajouter une gestion étroite des risques de change et la recherche de niches de production assurant une valeur ajoutée suffisante pour absorber des fluctuations de marge.

5. Conclusion

Au fil des années, l'évolution de la technologie, de la demande et de l'organisation de l'économie mondiale a placé notre pays sous une contrainte d'adaptation continue. Des branches entières ont été mises sous la pression de la concurrence internationale, ont dû se réorganiser ou réorienter leur production. Souvent le cours de change a été perçu comme ayant été l'origine des problèmes alors qu'il n'en a été que le révélateur. Sous cet éclairage, l'apparent conflit entre les régions et la politique monétaire doit être relativisé.

La tension entre la politique monétaire et les régions existe. Il est inutile de le nier. Cependant, la division des tâches entre la banque centrale et les régions contribue à en atténuer les conséquences. En ce sens, la Banque nationale a la responsabilité de créer les conditions-cadres monétaires qui permettent à notre économie de se développer de manière optimale sur la durée. Elle s'y applique résolument, dans la mesure de ses moyens et dans l'environnement international qui s'impose à tous. Les régions et les entreprises ont pour responsabilité de s'insérer au mieux dans ce cadre en faisant jouer leurs avantages comparés. Elles ont une réflexion stratégique difficile à mener car chacun est un peu prisonnier de son histoire et de sa position géographique.

Je crois que votre canton et vos entreprises ont compris cette situation. Des efforts considérables, au niveau privé comme au niveau public, ont été consentis pour que l'Arc jurassien puisse s'insérer au mieux dans les marchés mondiaux. Ceci a demandé imagination et courage de la part des autorités comme de celle de la population. De beaux succès ont été atteints, des revers ont aussi été enregistrés. L'ouvrage doit être continuellement remis sur le métier.

Avec la globalisation des marchés et le développement des échanges, des opportunités nouvelles sont apparues pour l'industrie d'exportation mais le fonctionnement du système international est devenu sans complaisance. La Banque nationale est consciente de la dureté de la concurrence et de la sensibilité de certaines régions face au cours du franc. Elle applique une politique visant à préserver la stabilité du cadre monétaire. La situation du marché des changes fait partie de ses éléments d'appréciation. Ce faisant, elle ne peut éviter que l'économie suisse ne subisse le contrecoup de chocs extérieurs. Son approche

cohérente et transparente limite néanmoins la volatilité sur le front des changes. C'est ainsi qu'elle agit non seulement dans l'intérêt général du pays, mais aussi dans celui de nos régions exportatrices.