

Exposé de M. Jean-Pierre Roth,  
président de la Direction générale,  
à l'Assemblée générale des actionnaires  
de la Banque nationale suisse du 30 avril 2004

**2003 : année de renouveau**

Comme je vous le disais il y a un an, 2002 fut l'année des déceptions ; je suis heureux, aujourd'hui, de pouvoir constater qu'en 2003 l'horizon s'est progressivement éclairci.

2003 commença pourtant sous de mauvais auspices. Les perspectives d'une guerre en Irak provoquèrent incertitude et appréhension, amputant sévèrement la confiance aussi bien des ménages que celle des entreprises. Les scandales financiers ébranlèrent à leur tour la foi des investisseurs et la bourse chuta lourdement au premier trimestre. Même l'issue militaire rapide du conflit en Irak ne clarifia pas immédiatement la situation. Là-dessus vint se greffer l'alerte liée au SARS qui désarçonna encore plus des industries déjà très affaiblies comme les transports et le tourisme.

Ce n'est qu'en été que les choses commencèrent à se décanter. La conjoncture internationale reprit peu à peu de l'aplomb. La croissance économique américaine se renforça progressivement, l'économie japonaise rebondit de façon presque inespérée et les économies émergentes d'Asie, à commencer par la Chine, sortirent de l'angoisse du SARS avec une dynamique renouvelée, contribuant ainsi de façon non négligeable au réveil de la conjoncture mondiale. Plus proches de nous, les économies européennes émergèrent lentement de la léthargie dans laquelle elles se trouvaient plongées. Chez nos voisins, la production industrielle et les exportations reprirent de la vigueur même si la demande intérieure peina – et peine toujours – à redémarrer.

En Suisse également, la reprise, si longtemps attendue et tant de fois repoussée, commença enfin à se dessiner. Les premiers signes de redressement apparurent durant l'été, d'abord de façon isolée, puis de manière de plus en plus cohérente. Les indices de confiance se mirent à progresser et les carnets de commande à prendre de l'ampleur. Le retournement fut facilité par un affaiblissement marqué du franc, mouvement amorcé par un nouvel assouplissement, en mars, de notre politique monétaire. La correction du franc apporta une bouffée d'oxygène bienvenue à notre industrie d'exportation déjà malmenée par la faible conjoncture mondiale et le recul du commerce international.

Le fléchissement du franc face à la monnaie européenne fut graduel et s'étala sur près d'un an. Ainsi, le cours de l'euro passa de 1.46 franc en mars 2003 à 1.55 franc aujourd'hui, ce qui représente une dépréciation de notre monnaie de l'ordre de 6%. En termes réels, le recul du franc est même plus important encore en raison du taux d'inflation plus élevé que le nôtre qu'a connu - et que connaît encore - la zone euro. En fait, toujours en termes réels, le franc vaut, aujourd'hui, moins face à l'euro qu'au moment de l'introduction de ce dernier il y a cinq ans. Cette évolution montre que le rôle de monnaie-refuge, traditionnellement exercé par le franc, est perçu différemment par les marchés

depuis que la nouvelle monnaie européenne gagne en stature. C'est vraisemblablement aussi à la présence de l'euro que nous devons la baisse de la volatilité du franc et son repli relativement ordonné alors que le dollar rencontrait des difficultés. Nous observons-là une réaction à laquelle nous n'étions pas habitués et qui constitue une bonne nouvelle pour notre économie. La chute du billet vert – si elle peut se justifier par l'énorme déficit extérieur des Etats-Unis - s'est néanmoins produite de façon asymétrique car elle heurte de plein fouet les exportateurs européens sans affecter les monnaies asiatiques maintenues à des niveaux artificiels par des interventions massives. L'affaiblissement du franc face à la monnaie unique nous a mis quelque peu à l'abri de ces remous.

### **Optimisme prudent pour 2004**

Nos prévisions conjoncturelles pour l'année en cours sont empreintes d'un optimisme mesuré. La reprise amorcée dès le troisième trimestre 2003 va se poursuivre. L'écart de production, qui mesure la différence entre la production effective et son niveau potentiel, devrait d'abord se stabiliser, puis se refermer progressivement. Les choses prendront toutefois du temps.

Comme à l'accoutumée, les premiers signes de redressement conjoncturel sont apparus dans des industries orientées vers l'exportation. Ensuite, les investissements en équipement ont retrouvé de la vigueur, cela d'autant plus que le taux de dépréciation économique est élevé dans le domaine des nouvelles technologies ; il y a donc un retard important à rattraper. Pour une bonne part, ces investissements font appel à des importations, de telle sorte qu'ils n'ont qu'un effet d'entraînement modéré sur notre économie dans l'immédiat. En outre, l'investissement s'anime chez nos voisins également, la situation de notre propre industrie de biens d'équipement, fortement orientée vers l'extérieur, s'en est trouvée améliorée.

Quant à la consommation, qui a bien résisté pendant les deux dernières années, les perspectives sont à son redressement au fur et à mesure du réchauffement du climat économique. Elle continuera ainsi à soutenir la croissance, tout en cédant un peu le pas aux composantes plus cycliques que sont l'investissement et les exportations. Elle bénéficiera en particulier de l'amélioration progressive que l'on observera sur le marché du travail. Certes, à ce stade du cycle économique, il faut s'attendre d'abord à une progression de la productivité, si bien que le chômage ne devrait se résorber que lentement. Néanmoins, sur ce front également, les perspectives à moyen terme sont maintenant favorables.

Le scénario de reprise que je vous ai présenté est bien entendu entaché d'incertitudes. Les risques sont omniprésents. Ils peuvent se concrétiser à la baisse comme à la hausse. Ainsi, on ne peut pas exclure que la conjoncture internationale se développe plus vigoureusement que prévu. Une reconstitution rapide des stocks, par exemple, provoquerait une accélération appréciable du cycle. Mais des risques à la baisse peuvent aussi être déclenchés à chaque instant par de nouveaux troubles politiques. Au vu des larges déséquilibres intérieurs et extérieurs qui existent à travers le monde, de tels troubles pourraient devenir source de volatilité accrue des cours de change ou des cours de bourse. La vigueur de la reprise, elle également, est encore incertaine. Aux Etats-Unis, le redressement économique, qui a largement bénéficié d'impulsions fiscales, n'est pas encore pleinement assuré ;

les ménages, fortement endettés, pourraient être inquiétés par la lenteur du recul du chômage. En cas de perte de confiance, une nouvelle baisse du dollar ou une correction du prix des actifs financiers porterait un nouveau coup à l'économie mondiale. La situation dans certaines économies émergentes reste également précaire. Enfin il ne faut pas négliger les difficultés que rencontrent actuellement certains de nos voisins, difficultés qui pourraient affaiblir, voire retarder, le redémarrage de la conjoncture sur notre continent.

### **La politique monétaire**

Dans l'environnement fragile que nous connaissons encore, notre politique monétaire doit rester expansive. Nous savons que nos taux d'intérêt, actuellement à un niveau historiquement très bas, devront être relevés si nous voulons préserver la stabilité des prix lorsque la situation économique se sera consolidée. La prévision d'inflation que nous avons publiée en mars dernier le montre bien. Nous considérons toutefois que l'heure de la normalisation n'a pas encore sonné :

- En effet, s'il est vrai que l'économie suisse a maintenant retrouvé le chemin d'une modeste croissance, ses ressources inoccupées restent importantes et la concurrence est vive sur les marchés internationaux. Le risque d'une surchauffe est donc faible dans les circonstances présentes.
- La croissance monétaire est forte mais la préférence pour la liquidité est inhabituellement élevée dans le climat d'incertitude actuel et le crédit ne se développe que modérément. De plus, l'évolution des agrégats monétaires est quelque peu gonflée par le rapatriement de fonds placés jusqu'ici sur le marché de l'euro-franc suisse.
- Enfin, même s'il existe une pénurie de logements dans certaines régions du pays, aucun indice ne suggère le développement d'une bulle immobilière comme on l'avait connue à la fin des années 1980.

Les perspectives d'inflation restent donc favorables. Nous tablons sur un taux d'inflation de l'ordre de 0.5% cette année et de 1% l'an prochain. Il est peu probable que nous connaissions à nouveau, comme en mars dernier, des taux d'inflation inférieurs à zéro pendant les mois à venir. Il faudrait pour cela une forte baisse du prix du pétrole. Le débat sur la déflation, qui était encore d'actualité il y a une année à peine, a donc largement disparu de nos préoccupations ainsi que des discussions entre banquiers centraux. Notre baisse du taux d'intérêt de mars 2003 visait à nous mettre à l'abri d'une telle évolution. L'objectif a été atteint.

### **Le besoin de réformes**

Les événements de ces dernières années nous l'ont montré une nouvelle fois : nous n'avons guère de possibilité d'échapper aux perturbations en provenance des marchés mondiaux ; celles-ci pèsent inexorablement sur le développement de notre économie. Cela ne signifie pas, pour autant, que nous soyons totalement démunis : pour un petit pays comme le nôtre, la meilleure défense contre les chocs extérieurs reste une économie performante et flexible, habituée à la concurrence et capable de s'adapter rapidement aux changements de l'environnement international.

Mais il s'agit aussi de veiller à ce que les problèmes engendrés par nos structures internes, quelquefois peu adaptées aux défis actuels, ne prennent pas le dessus. Notre économie doit pouvoir bénéficier de conditions-cadres intérieures favorables afin qu'elle ait le loisir de se développer et de s'épanouir. Nous avons tous pu constater ses performances décevantes au cours des années nonante. Cette situation ne peut se corriger que par la mise en oeuvre résolue de réformes structurelles visant à améliorer son potentiel d'expansion à long terme.

Cette question est d'autant plus urgente que nous assistons au vieillissement progressif de notre population. Les problèmes qui y sont liés ont déjà été largement identifiés et les mesures à prendre ont fait l'objet de nombreuses analyses. L'objectif est simple : il s'agit de tout entreprendre pour accroître le rythme tendanciel de croissance de notre économie afin d'assurer un meilleur financement de ses besoins futurs. Les solutions sont complexes car il n'existe aucune potion magique. Au contraire, les actions visant l'amélioration de notre productivité sont multiples et variées, elles vont de la promotion de la concurrence à l'abrogation de réglementations inutiles. De plus, elles doivent être renforcées par un contrôle étroit des dépenses et des déficits publics afin d'assurer une utilisation efficace de nos ressources et – surtout – d'éviter une surcharge financière des générations futures. Le Conseil fédéral a adopté un programme de législature plaçant la priorité sur la croissance économique et l'assainissement des finances fédérales. Nous souhaitons que le Parlement en débattenne dans un esprit de solidarité intergénérationnelle et qu'il sache garder en perspective les intérêts à long terme de notre pays. A coup sûr, des mesures de promotion de la croissance contribueraient de manière essentielle au bon fonctionnement futur de notre économie, mais elles permettraient aussi le développement d'un climat de confiance nécessaire aux décisions d'investissement et de consommation d'aujourd'hui. Leur impact conjoncturel ne serait donc pas négligeable. Quant à la politique monétaire, elle ne peut apporter dans ce domaine que l'assurance de la stabilité des prix, un facteur essentiel de confiance et d'efficacité macro-économique.

### **Une page qui se tourne**

Mesdames et Messieurs, comme le Président du Conseil de banque l'a indiqué précédemment, une page de l'histoire de la Banque nationale se tourne aujourd'hui. Dès demain, notre institution sera régie par de nouveaux textes. La nouvelle Loi sur la Banque nationale (LBNS) entrera en effet en vigueur dans moins de 24 heures. Notre cadre opératif, notre palette d'instruments, notre organisation et notre devoir de rendre compte en seront affectés.

Notre mandat, également, sera, sinon modifié, du moins précisé. L'article 5 de la nouvelle loi prévoit que « La Banque nationale conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture ».

L'objectif de stabilité des prix n'est pas nouveau. En réalité, cet objectif a guidé l'action de la Banque nationale depuis toujours. En effet, la volonté de garantir le pouvoir d'achat de notre monnaie se trouvait déjà derrière le lien que l'on avait créé par le passé entre le franc et l'or, et c'est ce même souci qui avait conduit la Suisse à abandonner, en 1973, le

régime des changes fixes d'après-guerre, un régime perverti par l'indiscipline généralisée. L'objectif de stabilité des prix est maintenant inscrit dans la loi, ce qui renforce sa légitimité. Notre régime monétaire est ainsi de nouveau clairement ancré comme il l'était précédemment sous le régime de l'étalon-or.

Nous définissons la stabilité des prix comme un taux d'inflation annuel inférieur à 2%. Nous avons donc pu la préserver au cours de l'année écoulée et je suis heureux de constater que cet objectif a été atteint sans interruption au cours des dix dernières années, ce qui constitue une performance inégalée sur le plan international. C'est une contribution discrète, mais de première importance, pour le bien-être de notre pays. Notre histoire nous l'a montré : l'inflation – ou la déflation – peut avoir des effets pervers qui frappent souvent durement les membres les plus vulnérables de notre société.

L'attachement à la stabilité des prix fait partie des valeurs traditionnelles de notre pays. C'est un acquis important que la Banque nationale s'emploiera à préserver dans les années à venir.

La nouvelle loi sur la Banque nationale précise également que nous devons tenir compte de l'évolution de la conjoncture lorsque nous arrêtons le cours de notre action. Il est indéniable, en effet, que la politique monétaire a des répercussions à court terme sur l'activité économique. Une politique monétaire plus restrictive, destinée à combattre un regain d'inflation, tend à ralentir la marche des affaires. En soi, ce ralentissement peut être nécessaire, précisément pour réduire la tendance à la surchauffe, mais il a néanmoins des effets secondaires douloureux sur de nombreux secteurs de l'économie. Il convient dès lors de ne pas perdre de vue le coût occasionné par la poursuite de la stabilité des prix et de faire preuve de doigté. L'obligation de tenir compte de la conjoncture est désormais inscrite dans la loi, mais en réalité elle n'est guère nouvelle car nous nous sommes toujours souciés de l'évolution de l'activité économique en Suisse. Notre action de ces dernières années, alors que nous avons abaissé massivement nos taux d'intérêt face à une conjoncture à la traîne, le démontre de façon irréfutable.

Le fait de tenir compte de la conjoncture signifie aussi que nous ne pouvons pas être dogmatiques dans la poursuite de la stabilité des prix, cette dernière devant être comprise comme un objectif de moyen terme. En tant que petite économie ouverte, nous sommes en permanence soumis à des chocs extérieurs. Notre taux d'inflation tend à être plus volatil que celui de pays ou de zones monétaires de taille plus importante, si bien que l'on ne peut pas exclure des mouvements temporaires au-delà du cadre de stabilité des prix. Vouloir contrôler l'évolution des prix de trop près aurait des effets néfastes sur la conjoncture et serait contre-productif. Cela dit, il est tout aussi évident que la politique monétaire a ses limites. Bien qu'elle puisse contribuer au développement de l'économie en lui offrant un cadre monétaire stable, transparent et efficace, il ne faut pas attendre d'elle qu'elle soit en mesure d'augmenter son potentiel de croissance à terme, qu'elle réussisse à doper la machine économique et à la faire tourner au-delà de sa capacité technique.

La nouvelle loi nous demande maintenant de rendre compte de l'exécution de notre mandat devant le Parlement et le Conseil fédéral. L'obligation à l'égard du Parlement est nouvelle. Elle constitue le pendant logique de notre indépendance, une indépendance garan-

tie par la Constitution fédérale depuis l'année 2000. Nous sommes libres de choisir – dans le cadre de la loi - les moyens nécessaires à l'accomplissement de notre mandat mais, en contrepartie, le pays est en droit d'attendre que nous justifions le cours de notre action.

Enfin, la nouvelle loi nous accorde une liberté accrue dans le choix des instruments de gestion de nos réserves monétaires. Comme vous le savez, la Banque nationale dispose de réserves monétaires importantes. Ces dernières, qui font partie du patrimoine national, sont essentielles à la conduite de notre politique monétaire autonome en renforçant la confiance dans notre monnaie. Elles contribuent ainsi grandement à sa stabilité. Il est cependant indispensable que ces réserves soient gérées de façon efficace et dans le respect d'impératifs de liquidité et de sécurité.

Au cours des prochaines semaines, nous définirons dans quelle mesure nous voulons faire usage des possibilités de placement que nous offre la nouvelle loi. Nous présenterons nos intentions à ce sujet lors de notre conférence de presse du 17 juin prochain.

### **Conclusion**

L'économie suisse jouit d'une bonne stabilité monétaire depuis plusieurs années et cette situation avantageuse devrait se maintenir au cours des prochaines années. L'environnement international dans lequel nous opérons s'est amélioré, mais il demeure fragile. De nouvelles déconvenues ne peuvent pas être exclues. Nous pouvons toutefois compter sur la forte capacité d'adaptation de nos entreprises et envisager l'avenir avec confiance.

Cela dit, notre haut niveau de vie en comparaison internationale ne doit pas nous inciter à la complaisance. Il est un fait que notre position dans le peloton de tête des pays les plus développés s'est effritée au cours des dernières décennies. Des mesures correctrices s'imposent. Soyons lucides : les principales menaces à notre prospérité ne viennent pas de l'étranger, où le label « made in Switzerland » est toujours un succès lorsqu'il est associé à la qualité. Elles trouvent bien plus leur origine à l'intérieur de notre pays. Songeons à notre goût immodéré pour la réglementation - souvent une barrière invisible au libre jeu de la concurrence - et à nos hésitations à accepter pleinement les conséquences d'un environnement international plus compétitif et innovant qu'il y a 20 ans. Davantage de concurrence et moins de réglementation devraient constituer le fil rouge de nos réformes structurelles. Ayons le courage de suivre ce chemin afin de hausser la croissance tendancielle de notre économie, élément essentiel au développement équilibré de notre économie et à la confiance de chacun dans l'avenir.

C'est en formant ce vœu que je conclus cette intervention. Je vous remercie de l'intérêt que vous avez porté à mes propos ainsi que de celui que vous marquez à l'égard de la Banque nationale et de ses activités.