

# **Les défis de la politique monétaire suisse**

Exposé de

M. Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la Banque nationale suisse

Journée des banquiers

Vendredi 14 septembre 2001

Palazzo dei Congressi, Lugano

Voici un peu plus d'une année, le miracle de la nouvelle économie était le thème à la mode. Certains commentateurs ne cessaient pas de nous répéter que l'économie mondiale était entrée dans une nouvelle phase de croissance où productivité et technologie permettraient de faire fi des cycles d'antan. Depuis, le retournement brutal de la croissance américaine, les corrections boursières et les révisions à la baisse des prévisions conjoncturelles nous ont rappelé que l'incertitude reste l'une des caractéristiques essentielles de tout développement économique.

Je suis heureux, Mesdames et Messieurs, de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui, de m'exprimer devant vous, dans le cadre de cette 89ème Assemblée annuelle de l'Association suisse des banquiers. Mon propos portera sur les défis de la politique monétaire suisse. J'ai donc décidé de ne parler ni des banques, ni de la place financière. N'y voyez pas une méconnaissance de l'importance du secteur bancaire, en termes de création de valeur comme en termes de places de travail. N'y voyez pas non plus une sous-estimation des défis que vous rencontrez actuellement, alors que la concurrence entre places financières est devenue particulièrement vive et qu'elle prend des formes multiples. Je souhaite vous montrer que la Banque nationale opère également dans un environnement rendu aujourd'hui plus difficile par le ralentissement conjoncturel, par la mondialisation des marchés et le mouvement d'intégration monétaire en Europe. De plus, elle entre maintenant dans des eaux incertaines car une révision de la loi sur la BNS est engagée et des décisions importantes affectant ses réserves monétaires seront prises sous peu.

Je procéderai à cette analyse en faisant tout d'abord l'inventaire des risques de la situation économique actuelle. Je vous présenterai ensuite comment notre stratégie monétaire tient compte de cet environnement. Je poursuivrai par une réflexion sur les moyens nécessaires à l'accomplissement de notre action et sur les nouveautés prévues par le projet de loi sur la Banque nationale.

## **1. Les risques**

### **1.1 La conjoncture internationale**

Les évolutions des derniers mois nous ont rappelé que l'environnement international peut réserver des surprises dès lors que des événements, apparemment non liés, créent une dynamique négative. Au cours de l'année 2000, le resserrement de la politique monétaire américaine, puis la hausse des prix du pétrole et la dégradation des perspectives

bénéficiaires des entreprises de haute technologie entraînent une réaction massive des marchés financiers. La forte correction des cours boursiers et l'élargissement des spreads remettent en question des schémas de croissance et des plans d'expansion qui semblaient assurés. Le secteur des technologies d'information, dont le développement paraissait pourtant sans limite, fut particulièrement frappé par la tourmente. La détérioration du climat conjoncturel et les hausses de coûts de financement poussèrent de nombreuses entreprises à réviser à la baisse le niveau de leurs stocks. La réaction de la Réserve fédérale américaine fut rapide et décidée. La croissance chuta néanmoins tout au long de cette année, et les signes d'un retournement de situation ne sont pas encore tangibles.

La conjoncture européenne connut une évolution analogue. Pour une bonne part, les raisons du tassement furent semblables à celles qui étaient à l'œuvre aux Etats-Unis: la croissance de l'année précédente avait été particulièrement forte, le secteur de haute technologie avait, lui aussi, connu un essor foudroyant et les bourses s'étaient envolées dans le sillage de Wall Street. De plus, le ralentissement de l'économie américaine donna un coup de frein aux exportations européennes, et les entreprises ayant un pied outre-Atlantique subirent de plein fouet les conséquences du repli conjoncturel. Il n'est donc pas étonnant que la croissance européenne ait fléchi plus fortement que ce qui était attendu en début d'année.

Face à la crise du secteur technologique et au ralentissement de la croissance au niveau mondial, les pays asiatiques – le Japon en particulier – ont été les plus mal placés. N'oublions pas que le Japon tentait avec peine de sortir d'une longue phase de stagnation. Quant aux économies émergentes, elles étaient encore fragilisées par la crise financière qui les avait frappées en 1997. Les pays asiatiques subirent donc durement le contrecoup de la baisse d'activité, cela d'autant plus que leur rôle dans la production de composants électroniques est important.

## **1.2 La situation en Suisse**

A l'évidence, l'économie suisse ne pouvait rester en dehors de ce mouvement de baisse. Chez nous aussi, l'année 2000 avait été caractérisée par une forte croissance. Notre PIB avait en effet augmenté de 3,0%, donc à un rythme supérieur à ce que l'on considère généralement comme correspondant à notre potentiel de longue durée. Cette accélération a conduit à un épuisement rapide des capacités de production, tant techniques qu'humaines. Inquiétée par cette dynamique, la BNS a relevé de 175 points de base la marge de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois au cours du premier semestre de l'an dernier.

Un ralentissement devait se manifester. Il est intervenu sous les effets conjugués de notre politique monétaire plus restrictive et du ralentissement de l'économie mondiale. Il a frappé tout le secteur industriel, en particulier les entreprises de la branche électronique et les régions du pays où elles sont fortement implantées. Le marché intérieur et la consommation ont été épargnés par cette évolution. En Suisse, comme dans l'Europe environnante et aux Etats-Unis, le comportement des consommateurs a joué et joue encore un rôle stabilisateur essentiel. La bonne tenue de la consommation a permis à la croissance de ne pas fléchir plus fortement.

Dans l'identification des sources actuelles de risques pour la conjoncture internationale, le comportement des consommateurs se situe donc au premier rang. Il ne fait pas de doute que si l'insécurité générale devait maintenant conduire à une modification de la propension à des ménages à consommer, le ralentissement de la croissance pourrait encore s'aggraver. Et ce risque sera d'autant plus élevé que les signes d'un retournement de tendance tarderont à se manifester.

### **1.3 Les risques financiers**

Les risques actuels se situent non seulement dans l'enchaînement des éléments de l'offre et de la demande. Ils se développent aussi sur les marchés financiers qui deviennent inmanquablement plus volatils lorsque l'incertitude conjoncturelle augmente. De plus, les mécanismes de propagation des risques sont maintenant renforcés par la mondialisation des marchés. La forte réaction des indices boursiers au cours des douze derniers mois et leur mouvement parallèle sont révélateurs à ces deux égards.

Mais les turbulences financières ne tiennent pas seulement aux difficultés du moment, elles peuvent aussi être dues à l'assainissement nécessaire d'erreurs commises précédemment. Cette constatation, dont les banques ont fait la douloureuse expérience dans les années nonante, se vérifie également sur le plan macroéconomique.

Ce qui s'est passé ces dernières années dans les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine ainsi qu'en Russie a bien montré quelles pouvaient être les conséquences financières d'une mauvaise gestion macroéconomique. En Asie comme en Amérique latine, les difficultés sont venues de politiques de change erronées et d'une surveillance bancaire laxiste. En Russie, l'absence de gouvernance était totale. La plupart de ces pays se sont redressés depuis lors au prix d'importants efforts et avec l'appui de crédits internationaux massifs. D'autres doivent encore être soutenus à bout de bras par le Fonds Monétaire International. Chacun de ces cas nous le montre: en fin de compte la

situation ne peut être rétablie que si la volonté nationale est suffisante pour mettre en œuvre des politiques assurant une stabilité de longue durée.

Aujourd'hui, la situation des paiements extérieurs des Etats-Unis représente aussi une source de risques pour les marchés financiers. L'année dernière, le déficit courant américain représentait 4,5% du PIB des Etats-Unis et absorbait presque 8% de l'épargne mondiale. A ce déficit correspondaient des afflux importants de capitaux en provenance d'Europe et d'Asie, notamment sous la forme d'investissements directs. Ces entrées de fonds étaient encouragées par les excellentes performances et les perspectives encore brillantes de l'économie américaine. Il est évident que la détérioration du climat conjoncturel a considérablement modifié la donne à cet égard. On peut craindre que la montée du pessimisme ne décourage les placements étrangers aux Etats-Unis et ne mette le dollar sous pression. Une certaine correction est déjà intervenue ces dernières semaines, mais la devise américaine se trouve toujours au-dessus de son niveau de début d'année, ce qui n'exclut pas d'autres ajustements.

Qu'en est-il de l'Europe? En ce qui concerne la balance des paiements, la situation européenne est bien meilleure que celle des Etats-Unis puisque l'Union européenne affiche une balance courante équilibrée. L'Europe n'est toutefois pas un élève modèle. Ses faiblesses se trouvent du côté de ses rigidités structurelles et du taux de chômage élevé qui leur est lié, du côté de ses finances publiques mal contrôlées, de taux d'impôts élevés et d'une sécurité sociale aux fondements financiers précaires. Tout cela empêche notre continent de jouer un rôle de locomotive conjoncturelle, alors que la machine américaine s'essouffle.

Ceci dit, il convient de souligner que l'Europe progresse. Des efforts importants de libéralisation et de revitalisation ont été accomplis ces dernières années. L'environnement européen est aujourd'hui plus stable qu'il ne l'a jamais été, notamment dans le domaine de la monnaie et des prix. Les mérites de la construction monétaire européenne doivent être relevés. Vues de Suisse, les deux premières années de fonctionnement de l'Union monétaire ont été une heureuse surprise. La stabilité entre le franc et l'euro a été plus solide que celle que l'on observait précédemment entre le franc et le mark allemand. Notre monnaie n'a pas été l'objet de spéculations comme on le craignait il y a quelques années.

Restons toutefois prudents. La période de rodage de l'Union monétaire est loin d'être terminée. Elle prendra du temps car les phénomènes monétaires ne déploient leurs effets qu'avec lenteur. Les incertitudes sont d'autant grandes qu'un élargissement de la zone est à l'ordre du jour. Etant donné l'importance que revêt pour l'économie suisse le commerce

avec la zone européenne, les risques potentiels qui découlent de la construction monétaire européenne doivent être bien présents à notre esprit.

## **2. La politique monétaire**

Qu'attendre de la politique monétaire d'un petit pays placé dans un tel environnement?

Cette question appelle une première réponse sous forme de précision: étant donné notre degré d'ouverture, espérer que la politique monétaire puisse mettre notre économie à l'abri des perturbations extérieures est une illusion. Il ne peut y avoir durablement de climat conjoncturel particulier en Suisse; nos conditions dépendent trop largement de ce qui se passe sur les marchés mondiaux.

Cette réalité perçue, une conclusion s'impose tout naturellement: dans notre pays, la politique monétaire doit viser à créer des conditions-cadres favorables au développement de l'économie sur la durée. La stabilité des prix, en permettant des décisions efficaces de dépenses et d'investissement, contribue positivement à la croissance potentielle de l'économie.

Comment assurer la stabilité dans un environnement international où les sources d'incertitudes ne manquent pas? Nous répondons à ce défi en recourant à une stratégie monétaire à la fois autonome et transparente.

### **2.1 L'autonomie**

L'autonomie est d'abord un choix de régime de change. Depuis 1973, la Suisse ne connaît plus de changes fixes. Nous avons appris depuis lors à mener une politique monétaire autonome. Le flottement du franc nous permet d'orienter notre politique en fonction des besoins de l'économie suisse. Il nous évite d'avoir à réagir aux décisions prises par des autorités monétaires extérieures.

Certains pensent qu'un alignement du franc sur l'euro constituerait une bonne stratégie monétaire pour notre pays étant donné la densité de nos relations économiques avec l'Europe environnante. Un tel alignement signifierait l'application systématique, par la Banque nationale, des décisions monétaires prises par la Banque centrale européenne, donc l'internalisation des conditions monétaires extérieures, notamment celle des taux d'intérêt. Or, l'expérience de ces dernières années nous l'a montré, les réalités de la Suisse et celles de la zone euro ne sont pas forcément toujours convergentes. Nos taux d'intérêt sont aussi nettement inférieurs à ceux de la zone euro. De plus, la politique

monétaire commune crée certaines difficultés aux pays dont les performances économiques s'écartent de la moyenne de l'Union. Enfin, le fait que la construction européenne ne soit pas encore achevée doit nous inciter à garder une marge de manœuvre prudente. Nous ne sommes pas membre de l'Union européenne, peut-être le serons-nous à terme. Pour l'instant, ne renonçons pas sans nécessité impérieuse aux avantages de notre position extérieure.

L'autonomie a aussi une dimension interne, ce que l'on nomme généralement «indépendance», c'est-à-dire la liberté de décision de la banque centrale en matière de politique monétaire. Nous bénéficions heureusement d'une telle indépendance et ce régime est même clairement établi par la Constitution fédérale qui, à son article 99, précise que la conduite de la politique monétaire est confiée à une banque centrale indépendante.

Cette indépendance n'est pas absolue, elle est limitée à l'exécution du mandat qui nous est confié. Actuellement, la Constitution fédérale stipule que nous devons mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Le projet de loi sur la Banque nationale définit plus précisément notre mandat. Son article 5 a la teneur suivante: «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.» Une telle formulation couvre parfaitement la réalité suisse et constitue un excellent point d'ancrage de notre politique. Je suis heureux de constater qu'elle a reçu un large soutien dans la procédure de consultation qui vient de se terminer.

## **2.2 La transparence**

L'autonomie d'exécution d'un mandat public demande une transparence de l'action. Nous en sommes convaincus. Il s'agit d'une nécessité tant politique qu'économique.

Sur le plan politique, le corollaire de l'autonomie de décision est l'obligation de rendre compte. Le projet de loi prévoit que la banque informera régulièrement de son activité le Conseil fédéral, les commissions parlementaires et le public. La transparence assure ainsi la légitimité démocratique de l'autonomie de la banque.

Sur le plan économique, la transparence permet aux acteurs des marchés financiers de comprendre notre comportement et d'en intégrer les paramètres essentiels dans leurs projections des développements futurs. La transparence a donc un effet stabilisateur sur les marchés; elle limite les effets de surprise puisque les motivations de la banque centrale sont bien perçues. Certains s'émeuvent de voir nos décisions n'être quelquefois

que la confirmation de ce qui est déjà largement attendu par les opérateurs des marchés. Ils ont tort. Contrairement à ce que l'on croit généralement, une bonne politique monétaire n'est pas forcément une suite de surprises. Des surprises ne peuvent se produire que si la banque centrale dispose d'informations privilégiées au sujet de l'état de l'économie, ce qui est rarement le cas. Si son action est cohérente et transparente, ses décisions peuvent donc être largement pressenties. Un banquier central ne perd pas la face pour autant.

### **2.3 Notre mode de conduite monétaire**

Notre souci de transparence est clairement attesté par le mode de conduite de la politique monétaire que nous appliquons depuis le début de l'année dernière. Cette nouvelle procédure s'articule autour de trois éléments:

Le premier élément est une définition de ce que nous comprenons par stabilité des prix. Nous considérons que la stabilité des prix règne si la hausse de l'indice des prix à la consommation n'excède pas 2% par an. Chacun peut donc constater si nous avons bien ou mal rempli notre objectif.

Le deuxième élément est l'établissement d'une prévision d'inflation. Cette prévision, que nous publions deux fois par année, est le résultat de nos efforts internes d'analyse. Elle montre l'évolution probable de la hausse des prix au cours des trois prochaines années. Si la tendance s'écarte de l'objectif de stabilité des prix, une action correctrice s'impose. Nous ne procédons pas de manière mécanique. La décision de politique monétaire reste une question d'appréciation de la situation économique dans sa globalité ainsi que des risques du moment.

Le troisième volet de notre mode de conduite est de nature opérationnelle. Notre politique est mise en œuvre par des variations du taux d'intérêt. Plus précisément, nous fixons une marge de fluctuation à l'intérieur de laquelle nous nous efforçons de maintenir le taux libor à trois mois. Pour ce faire, nous agissons par l'intermédiaire de pensions de titres que l'on appelle aussi «repos».

Jusqu'ici, les expériences faites avec notre nouveau mode de conduite sont positives. Les marchés se sont habitués à considérer la marge de fluctuation du libor comme l'expression technique de notre politique; ils ne cherchent pas continuellement des signaux dans les opérations que nous menons quotidiennement. La prévision d'inflation fixe un cadre rationnel pour nos décisions et permet au public de comprendre le sens de notre action. Elle rassure aussi ceux qui craignent que nos appréciations ne tiennent pas compte suffisamment de l'évolution de la conjoncture et de celle des cours de change.



Dans notre nouvelle approche, la situation de l'économie et celle du franc sont des inputs essentiels à l'établissement de la prévision d'inflation. Les agrégats monétaires qui, par le passé, jouaient un rôle central dans la présentation de notre politique figurent maintenant parmi l'ensemble des facteurs dont nous tenons compte pour apprécier le développement futur des prix. Leur étude donne des indications particulièrement utiles sur l'évolution de l'inflation à moyen terme.

Le nouveau mode de conduite de la politique monétaire n'est pas une révolution. Nos décisions passées reposaient déjà sur de nombreux éléments, dont l'analyse de la conjoncture, celle des marchés et de la liquidité. La prévision d'inflation nous permet maintenant de rationaliser notre approche et de mieux communiquer nos décisions.

Nos progrès en matière de transparence ont donc été importants. Certains observateurs nous reprochent néanmoins de ne pas en faire assez car nous ne publions pas les procès-verbaux des séances de notre direction générale. Leurs critiques ne visent pas nos décisions, lesquelles sont toujours communiquées rapidement. Elles portent sur le fait que les positions prises individuellement par les membres de la direction générale dans les discussions de politique monétaire ne sont pas rendues publiques. A mon sens, cette revendication est excessive. La divulgation des positions individuelles des membres de la direction générale n'améliorerait pas la qualité de notre politique monétaire, mais risquerait de pervertir sérieusement notre mode de décision. Nos délibérations internes sont franches et ouvertes, chacun forge son opinion sur la base des éléments d'appréciation du moment. La sérénité et la qualité de ce dialogue pâtiraient à coup sûr si nos délibérations devaient se dérouler sous les projecteurs de l'opinion publique. Certains pays connaissent ce régime, je le sais. Mais la preuve n'a pas encore été apportée que cette manière de faire est meilleure que la nôtre et, surtout, qu'elle améliore la compréhension des affaires monétaires dans le public. Je pense qu'il serait imprudent d'aller dans cette direction.

Autonomie et transparence sont donc deux éléments fondamentaux de notre approche de la gestion des affaires monétaires. Dans un environnement international incertain, l'autonomie nous demande de garder les yeux fixés sur l'essentiel: le développement de l'économie suisse et, en particulier, la stabilité de son cadre monétaire. Dans un monde aux marchés profondément intégrés, la transparence donne aux opérateurs la possibilité de comprendre notre action, ce qui contribue aussi à la stabilité.

### **3. Les moyens**

Après vous avoir présenté les risques dans lesquels s'inscrit notre politique, puis les principes sur lesquels s'appuie notre stratégie monétaire, j'en viens tout naturellement à la question des moyens nécessaires à la mise en œuvre de notre action.

#### **3.1 Les pensions de titres**

Au cours des dernières années, nous avons également entrepris de moderniser nos instruments de gestion de la liquidité du marché. La révision partielle de la loi sur la BNS, qui est intervenue en 1997, a permis de remplacer les swaps traditionnels par un instrument mieux adapté aux réalités actuelles des marchés monétaires: les pensions de titres, opérations par lesquelles la BNS achète des titres détenus par des banques et les leur revend à terme. Pendant la durée de l'opération, les banques partenaires disposent d'une avance pour laquelle elles nous versent des intérêts.

Le marché des repos s'est bien développé. Depuis le début de l'année dernière, nous n'utilisons en effet plus que cet instrument pour gérer les liquidités du marché. Grâce aux repos, nos opérations sont également devenues plus transparentes et plus conformes aux règles de la libre concurrence puisqu'elles font l'objet d'une mise aux enchères quotidienne. Au cours de la journée, selon la situation régnant sur le marché, des pensions de titres à très court terme, voire intrajournalières, sont elles aussi possibles. Pour permettre une exécution rapide et efficace des opérations, un support informatique spécial a été développé. De nombreuses banques, situées en Suisse ou à l'étranger, sont maintenant nos partenaires sur ce marché, d'où un élargissement bienvenu du cercle de nos contreparties. Par le passé, les swaps devises contre francs n'étaient conclus qu'avec un très petit nombre d'établissements.

Les crédits reposant sur les pensions de titres atteignaient 24 milliards de francs à la fin de l'année 2000. Avec notre portefeuille d'obligations de débiteurs suisses, ils formaient la partie de notre bilan qui est libellée en francs suisses, soit un montant de 30 milliards environ. Le solde, placé en or, en devises ou en crédits internationaux, constitue ce que l'on appelle les réserves monétaires.

#### **3.2 Les réserves monétaires**

Si les repos sont des instruments servant à la gestion des liquidités du marché monétaire suisse, donc à la mise en œuvre quotidienne de la politique monétaire, les réserves monétaires constituent des moyens de paiements internationaux, librement disponibles, pouvant être engagés dans des opérations de défense du franc ou de la capacité

extérieure de paiement du pays. A la fin de l'année dernière, les réserves librement disponibles représentaient un peu moins du double du portefeuille d'actifs libellés en francs, soit environ 55 milliards de francs. Ce chiffre ne tient pas compte des réserves qui sont déjà destinées à une distribution, c'est-à-dire le produit de la vente de 1'300 tonnes d'or, ainsi que les provisions excédentaires dont la distribution sera réglée lors du renouvellement, en 2003, de la Convention passée avec la Confédération au sujet de la distribution des bénéfices de la Banque nationale.

La question du niveau optimal des réserves monétaires a déjà nourri des discussions sans fin, souvent polémiques et quelquefois pseudo-scientifiques. La difficulté dans ce débat vient du fait qu'il n'y a pas de mesure objective du niveau souhaitable des réserves monétaires, comme il n'y a pas de mesure objective de la dotation nécessaire d'une assurance couvrant des risques statistiquement non saisissables. Cette question fait donc une large place à l'appréciation. Nous estimons qu'une petite économie comme la nôtre, ouverte sur le monde, profondément intégrée dans les marchés financiers et ne participant pas à une zone monétaire, doit disposer de réserves monétaires importantes. Si l'on compare notre situation à celle d'autres pays, on constate que nous sommes mieux dotés en réserves que les autres petits Etats européens, ce qui est compréhensible étant donné notre autonomie monétaire et l'importance de notre secteur financier, mais que d'autres places – Singapour et Hong Kong notamment – nous dépassent de loin.

Un groupe d'experts, qui s'est penché sur la question du niveau des réserves, a estimé que la moitié du stock d'or, soit 1'300 tonnes, pouvait être affectée à d'autres fins que la politique monétaire. Le Parlement discute actuellement de l'affectation du produit de la vente de cet or. Le peuple sera ensuite appelé à se prononcer. Pour sa part, la Banque nationale n'entend pas se mêler au débat sur l'affectation du produit des ventes d'or, mais elle a un intérêt éminent à ce que ce transfert s'effectue dans des conditions qui n'affaiblissent pas sa position sur les marchés.

Deux erreurs ne doivent pas être commises à ce sujet:

En premier lieu, il serait dangereux, comme c'est le cas dans l'initiative populaire «Pour le versement au fonds AVS des réserves d'or excédentaires de la Banque nationale suisse (Initiative sur l'or)», de ne pas préciser exactement quelle est la quantité d'or à transférer. En effet, cette initiative ne chiffre pas la quantité d'or excédentaire; elle laisse à la loi – donc au Parlement – le soin de régler les modalités. Une telle disposition est une épée de Damoclès pour nos réserves métalliques et une source d'incertitude majeure pour le marché de l'or. Comment pourrions-nous nous concerter de manière crédible avec

d'autres banques centrales, si nos ventes d'or devaient dépendre de décisions parlementaires qui pourraient être révisées au gré des besoins? Comment réagirait le marché de l'or à de tels débats aux Chambres? Par ailleurs, quelle crédibilité accorder à une banque centrale qui pourrait se voir privée d'une partie de ses réserves monétaires en fonction de circonstances politiques?

Le Conseil des Etats a adopté récemment un projet qui sera soumis sous peu au Conseil national et qui vise à répartir le produit de la vente de 1'300 tonnes d'or en trois tiers. Contrairement à l'initiative sur l'AVS, ce projet crée un cadre parfaitement clair et ne laisse pas de porte ouverte à des «rallonges» futures.

Un second aspect, touchant à nos réserves excédentaires, est important à nos yeux: contrairement à ce que certains ont souhaité, la Banque nationale ne peut accepter la responsabilité de gérer le patrimoine des réserves excédentaires. Pourquoi ce refus? Par souci de transparence et d'efficacité: nous voulons éviter en effet toute ambiguïté sur les motifs de notre action sur les marchés. Prenons un exemple: si l'euro devait baisser face au dollar et au franc, serait-il judicieux que nous vendions de l'euro contre du dollar pour limiter les pertes potentielles des fonds sous gestion au risque d'accentuer les pressions sur le franc suisse? Par ailleurs, comme il est probable que ce patrimoine sera aussi investi en titres suisses, pourrions-nous éviter les problèmes d'informations privilégiées qui découlent du fait que nous prenons des décisions importantes dans le domaine des taux d'intérêt? Et si même nous y parvenions, comment convaincre ceux qui nous observent sur les marchés que nos actions ne sont pas motivées par de telles informations?

Si nous recevions la responsabilité de gérer les réserves excédentaires, nous serions confrontés à des situations de conflit d'intérêts. «Nul ne peut servir deux maîtres à la fois» disent les Ecritures. Cela est également valable pour la politique monétaire. La banque centrale doit engager exclusivement ses moyens au service de son mandat monétaire. Toute dispersion de ses responsabilités nuit à la transparence de son action et ne peut que l'affaiblir.

L'idée de la création d'un fonds séparé, responsable de la gestion du produit de la vente des 1300 tonnes d'or, est donc une bonne solution.

La seconde question qui fait l'objet d'un large débat, elle celle de nos bénéfices. Dans ce domaine, notre position est claire: une fois couverts nos frais de fonctionnement et constituées les provisions nécessaires à l'alimentation de nos réserves monétaires, notre bénéfice est totalement distribuable. Nous ne voyons pas de difficulté sur ce plan car la

distribution n'interfère pas dans la conduite de la politique monétaire. La Convention sur les bénéfices passée avec la Confédération règle simplement les aspects pratiques de la distribution. Il appartient ensuite à la Confédération et aux cantons de décider de l'affectation de ces fonds dans le cadre de leur budget. La Banque nationale se refuse à donner des conseils à ce sujet.

Il est essentiel aussi que la distribution de nos bénéfices ne soit pas grevée d'hypothèques politiques. C'est ce qui se produirait si la décision devait être prise d'affecter en partie nos bénéfices au financement direct d'un objectif précis – on parle du financement de l'AVS – au lieu de les verser aux budgets publics. Ici aussi, nous craignons que l'action de la Banque devienne peu transparente: mène-t-elle ses opérations en vue d'assurer un rendement élevé sur ses actifs, car le financement de la prévoyance-vieillesse en dépend, ou met-elle la priorité sur la politique monétaire? Nous retrouvons les mêmes ambiguïtés que dans le cas où la Banque nationale devrait assurer la gestion des réserves excédentaires.

Le projet de loi sur la Banque nationale crée une base légale explicite pour régler les questions relatives au calcul et à la distribution de nos bénéfices. Il prévoit que la BNS pourra alimenter des provisions et, ainsi, maintenir ses réserves monétaires à un niveau suffisant. Comme cette question est de première importance politique, nous avons proposé, lors de la procédure de consultation, que notre Conseil de banque – et non pas la direction générale – soit l'autorité habilitée à approuver la politique de provisions de la Banque. Quant aux règles de distribution, elles sont inchangées car déjà précisées dans la Constitution: deux tiers de nos bénéfices iront aux cantons et un tiers à la Confédération.

### **3.3 La révision de la loi sur la BNS**

Le projet de révision de la loi sur la Banque envisage aussi un certain nombre d'autres adaptations.

C'est tout d'abord dans le domaine des possibilités de placement de la Banque qu'une modernisation bienvenue est prévue. Aujourd'hui, l'article 14 de notre loi définit très précisément quelles sont les opérations que la Banque peut passer pour mettre en œuvre sa politique monétaire. L'article est bien poussiéreux et fleure bon le chèque, l'effet de change et le réescompte. Nous sommes souvent bien loin de la réalité actuelle des marchés et des produits financiers. Le projet de loi n'établit plus la liste exhaustive des opérations autorisées, mais donne à la BNS la compétence d'agir avec la panoplie

complète des instruments du marché. Cette approche nous donnera plus de possibilités, tant du côté du réglage de la liquidité du marché et du placement des actifs que de celui de la gestion de nos risques.

L'extension de nos possibilités implique aussi une responsabilité accrue. Il s'agira d'utiliser ces instruments en ne perdant pas de vue les principes traditionnels de liquidité et de sécurité qui caractérisent la gestion de nos actifs. Il ne saurait être question de voir dans l'élargissement de notre palette d'instruments un moyen commode d'atteindre un rendement plus élevé sans tenir compte des contraintes de la politique monétaire.

Le projet de loi prévoit aussi de nous donner des moyens supplémentaires dans le domaine de la surveillance des systèmes de paiement. Il nous confie notamment le mandat de faciliter et de surveiller les paiements sans numéraire. La BNS aurait en particulier la compétence d'imposer des conditions de fonctionnement aux mécanismes de paiement sans numéraire d'importance majeure. Ce que nous avons réalisé avec les banques sur une base contractuelle lors de la création du SIC pourrait entrer, demain, dans nos compétences de régulation.

Dans la procédure de consultation, il est apparu que cette fonction de surveillance devrait être étendue aux systèmes de règlement des opérations sur titres. Nous sommes prêts à apporter notre concours dans ce domaine et préparons actuellement, en collaboration avec la Commission fédérale des banques, un projet d'article à ce sujet. Par ailleurs, pour assurer la clarté de notre mandat, nous avons suggéré d'introduire dans la loi une disposition appelant la BNS à contribuer à la stabilité du système financier. Cette précision couvrira non seulement les responsabilités particulières qui seront les nôtres en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement, mais aussi notre participation aux travaux du Comité de Bâle, aux côtés de la CFB.

N'allez pas imaginer que nous cherchons des mandats supplémentaires! L'attribution de compétences élargies dans la surveillance des systèmes de paiement et de règlement découle simplement de la constatation que ces systèmes sont devenus des pièces essentielles au bon fonctionnement des marchés financiers. L'institut d'émission, qui doit veiller à la stabilité globale, ne peut donc s'en désintéresser.

Je ne saurais terminer ce survol des domaines dans lesquels le projet de loi sur la BNS envisage une modernisation sans mentionner la réforme de nos organes de conduite et de surveillance. Il s'agit ici plus d'une recherche d'efficacité que d'une révolution. En matière de politique monétaire, les décisions seront, à l'avenir également, prises par une direction

générale de trois membres. De nombreuses banques centrales sont organisées un peu différemment. Ainsi, le FOMC et le Conseil de la Banque centrale européenne sont des organes sensiblement plus larges, où les régions sont représentées. Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre est constitué de 9 membres, dont 4 experts extérieurs. Avec notre collègue de trois chefs de département, nous sommes effectivement un cas à part. Notre nombre limité nous permet une conduite efficace et une communication convaincante, tout en assurant la diversité des opinions internes. Le projet de loi ne prévoit aucun changement sur ce plan.

En revanche, une réforme profonde de notre Conseil de banque est envisagée. De 40 membres actuellement, notre Conseil devrait passer à un effectif de 10 à 15 membres selon la variante qui sera finalement retenue. Ce redimensionnement va de pair avec un renforcement des attributions du Conseil en matière de surveillance des opérations de la Banque. Outre ses attributions portant sur les nominations, l'estimation du crédit des contreparties et la surveillance des risques, le Conseil aura aussi la compétence d'arrêter la politique en matière de provisions, un paramètre essentiel pour la distribution des bénéfices, comme je l'ai indiqué tout à l'heure. Notre préférence va à un Conseil de 11 membres, la majorité d'entre eux étant désignée par le Conseil fédéral. Un Conseil restreint renforce l'engagement de ses membres et permet – nous en sommes persuadés – une efficacité accrue.

#### **4. Conclusions**

L'économie suisse a connu une excellente année 2000. Le chômage s'est résorbé, la croissance a été forte et les bénéfices de nos entreprises – tous secteurs confondus – ont atteint des niveaux records. 2001 est marqué par un fléchissement d'activité.

Le ralentissement de la conjoncture a révélé les fragilités de l'économie mondiale: les signes de redressement de la conjoncture ne sont pas encore visibles aux Etats-Unis et le dollar reste menacé; le Japon n'arrive pas à sortir d'une longue phase de stagnation, et son secteur financier est chancelant; les pays émergents subissent plus fortement que les autres les effets du tassement de l'activité; la croissance européenne s'est ralentie, et la zone euro entrera prochainement dans une phase cruciale de sa construction. Autant de sources d'incertitudes pour une économie comme la nôtre, qui n'est pas intégrée à un bloc monétaire et dont le bien-être dépend largement de son commerce extérieur.

Dans cet environnement, nous appliquons une stratégie monétaire autonome, faisant une large place à la transparence, dont l'objectif est de préserver la stabilité monétaire en Suisse. C'est ainsi que nous donnons à l'économie suisse les meilleures chances de développement à moyen terme.

La préservation des acquis de stabilité de la Suisse est une lutte continue qui demande une dotation satisfaisante en moyens d'intervention. Nous connaissons une situation avantageuse à cet égard. Le développement du marché des repos nous permet de gérer efficacement la liquidité du marché monétaire et nous disposerons de réserves monétaires substantielles même après la cession de la moitié de nos encaisses métalliques.

En période relativement facile, l'utilité de disposer d'une banque centrale bien dotée en instruments d'intervention n'est pas évidente. Il existe suffisamment d'incertitudes dans les relations monétaires internationales pour nous inciter à la prudence. Gardons à l'esprit qu'une bonne dotation en réserves monétaires est un coussin de sécurité pour l'économie.

Le projet de loi sur la Banque nationale prévoit de nombreuses améliorations techniques. Sur le plan du mandat, il ancre notre système monétaire à la stabilité des prix et nous donne clairement de nouvelles responsabilités dans la surveillance des systèmes de paiement. Il est même envisagé d'inclure la surveillance des systèmes de règlement des opérations sur titres. En préservant la stabilité monétaire du pays et en assurant la stabilité des systèmes de paiement et de règlement, la Banque nationale contribue à la solidité financière du pays. Cette contribution est de première importance pour les banques, mais elle est tout aussi essentielle au développement des autres secteurs de l'économie suisse. Sur la durée, un cadre financier stable assure la croissance et l'emploi.