

# **La politique de la Banque nationale suisse en période difficile**

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

Business Club de Genève

Mardi 11 février 2003

## 1. 2002: Une année décevante

Sur le plan conjoncturel, 2002 fut une année décevante. Il y a un an, quelques mois à peine après les attentats du 11 septembre, la situation économique internationale semblait se stabiliser et nous inspirait un optimisme prudent. Le premier trimestre '02 s'annonçait relativement bien et l'économie mondiale semblait être sur le point de regagner progressivement le chemin de la croissance. Notre prévision, qui à l'époque avait été taxée de timorée, envisageait une croissance moyenne du PIB de l'ordre de 1% pour l'année entière, avec une nette accélération de l'activité dès la fin du premier semestre.

Il nous a fallu rapidement déchanter. Les signaux contradictoires ont commencé à se multiplier dès le mois d'avril. Là-dessus est venu se greffer un renforcement du franc face à l'euro. Cette appréciation de notre monnaie, qui signifiait un resserrement des conditions monétaires dans notre pays, survenait au plus mauvais moment. Nous avons alors réagi en abaissant de 50 points de base l'intervalle de fluctuation du Libor à trois mois. Ceci a non seulement stoppé net le mouvement à la hausse de notre monnaie, mais cela a également fourni une bouffée d'oxygène à notre économie.

Dès l'été il devenait évident que la reprise tant attendue tardait à se manifester. L'économie américaine se montrait de plus en plus hésitante, les signaux positifs étant systématiquement contrebalancés par des indications négatives. Sur le front européen, à commencer par l'Allemagne, le ciel devenait toujours plus menaçant. Ce retard de la reprise était d'autant plus fâcheux que le franc frisait à nouveau des sommets face à la monnaie européenne. Nous avons agi sans tarder, en abaissant une nouvelle fois de 50 points de base la bande de fluctuation du Libor, centrée depuis lors sur un taux de 0.75%, quasiment un record historique.

Comment expliquer cette succession de déconvenues? En réalité, certaines des causes de la faiblesse l'économie mondiale avaient déjà été identifiées il y a un an. L'éclatement de la bulle spéculative de la fin des années nonante, les excès en matière d'investissement – dans le domaine de la technologie de l'information tout particulièrement –, le surplus de capital, tous ces facteurs nous étaient connus, mais leur potentiel déstabilisateur a selon toute évidence été sous-estimé par l'ensemble des économistes. De même, il y a un an, nous avions déjà connaissance de la faillite d'Enron, mais nous pensions tous qu'il s'agissait d'un cas isolé. Le cas plus grave encore de Worldcom, par contre, n'avait pas encore été dévoilé et personne n'aurait pu imaginer il y a 12 mois à peine que les pratiques comptables frauduleuses étaient si largement répandues.

Ces événements ont ébranlé la confiance des investisseurs d'une manière aussi malencontreuse qu'imprévisible. Les primes de risque réclamées par le marché se sont trouvées augmentées. La bourse, qui avait pourtant déjà baissé pendant deux années d'affilée, chuta bien plus lourdement encore. La solidité des compagnies d'assurance et des caisses de pension fut tout à coup remise en question, ce qui a désécurisé plus d'un ménage. Le coût de financement des entreprises a augmenté et leur confiance s'étant évaporée, l'investissement s'est effondré bien plus que ce que l'on pouvait envisager.

La Suisse a été particulièrement affectée par ces développements. Comme la plupart de ses voisins, elle a été frappée de plein fouet par la chute de l'investissement et elle a ressenti le ralentissement de la conjoncture mondiale. Toutefois, notre pays a été touché de manière particulièrement violente du fait que nos exportations sont intensives en biens d'équipement et que notre voisin du nord constitue précisément notre client principal. De plus, n'oublions pas que le secteur financier représente dans notre pays une part importante – estimée à près de 15% – du produit intérieur brut. La dégradation boursière et les baisses de revenus financiers qui s'ensuivirent ont constitué un boulet supplémentaire pour notre croissance.

Là-dessus sont venues se greffer les considérations géopolitiques. Bien entendu, nous connaissions tous la situation irakienne qui dure depuis dix ans, mais rares sont ceux qui auraient pu, il y a une année, anticiper l'escalade des tensions au Moyen-Orient et les perspectives d'un nouveau conflit armé, si peu de temps après la cessation des opérations en Afghanistan. De nouveaux attentats à Bali et au Pakistan, des complots déjoués en Europe, un regain de tension avec la Corée du Nord, tant d'événements qui ont sapé le moral de tous les acteurs économiques, consommateurs et entrepreneurs confondus.

Il faudra longtemps encore avant que les chiffres définitifs de la comptabilité nationale pour l'année écoulée soient connus, mais nous pensons que la croissance l'an dernier fut essentiellement nulle. Cette stagnation économique s'est traduite par une hausse du chômage, et ce pour la première fois depuis cinq années. Si le franc s'est apprécié par rapport à l'euro en moyenne annuelle, ceci est essentiellement dû au saut qu'il a enregistré en septembre 2001, au lendemain des attaques sur New York et Washington. En réalité, le taux de change entre l'euro et le franc est resté remarquablement stable pendant toute l'année 2002, oscillant pour l'essentiel dans une bande très étroite située entre Fr. 1.45 et Fr. 1.48. En ce qui concerne l'évolution des prix, le constat est des plus satisfaisants. Notre objectif de stabilité des prix a été atteint une fois de plus. Le pouvoir d'achat de notre monnaie est ainsi resté intact tout au long de l'année.

## 2. Retour vers le futur

A bien des égards donc, 2002 fut une année pour rien. Nous nous retrouvons dès lors dans une situation similaire à celle d'il y a un an. Comme il y a 12 mois, nous tablons aujourd'hui sur une reprise progressive de la conjoncture mondiale. Même si nous sommes réconfortés par un certain nombre d'éléments positifs, nous devons faire preuve d'une grande retenue – et d'humilité – au vu de l'incertitude régnante et de nos espoirs déçus de l'an dernier. Il n'en demeure pas moins que le stock de capital excédentaire est en train de se résorber, en partie par le mécanisme de l'obsolescence économique et technologique. Les politiques monétaire et budgétaire restent expansives. En fait, l'impulsion monétaire dans le pipeline, comme on dit, est considérable. Les taux d'intérêt sont extrêmement bas dans la plupart des pays sans que la stabilité des prix ne soit menacée pour autant. Hormis au Japon, les institutions bancaires sont relativement en bonne santé et elles sont aptes à remplir leur rôle. D'une manière générale, suite aux nombreuses restructurations qui ont eu lieu pendant les années nonante, l'économie suisse est bien positionnée et prête à profiter d'un réveil de la conjoncture mondiale. Si nos hypothèses concernant l'environnement international se vérifient, la croissance de l'économie suisse devrait pouvoir atteindre 1% cette année et aller en se renforçant.

Ceci dit, les risques restent considérables et ils pointent tous vers le bas. Nous ne sommes à l'abri, ni d'un nouveau scandale financier, ni d'une nouvelle attaque terroriste, et les perspectives d'une guerre au Moyen-Orient, aux conséquences incertaines, sont en mesure d'ébranler la confiance des optimistes les plus invétérés. Sur le plan strictement économique également, l'incertitude demeure grande. Une montée en flèche du prix du pétrole, même si elle ne devait être que de courte durée, pourrait couper l'élan de la conjoncture mondiale. La reprise américaine, bien qu'elle semble se confirmer, reste hésitante. Il est vrai que la récession fut peu profonde de telle sorte que la pente à grimper est moins raide. Plus près de nous, l'Allemagne semble avoir beaucoup de peine à s'extirper du marasme économique dans lequel elle se trouve plongée depuis plusieurs années. Il ne faut pas se faire d'illusions, nous aurons beaucoup de peine à redémarrer si l'économie allemande nous fait faux bond.

Pour notre pays, les risques actuels sont de deux ordres. D'une part, nous pouvons craindre que l'économie mondiale ne redémarre pas selon le schéma retenu pour cette année 2003; d'autre part, notre monnaie pourrait être mise sous pression en cas de grande instabilité géopolitique. Dans le premier cas, nous pouvons nous attendre à une nouvelle réaction des autorités monétaires de part et d'autre de l'Atlantique. Chez nous, la

politique monétaire est déjà nettement expansive, mais une certaine marge de manœuvre existe encore. Dans le second cas, nous serions confrontés à un problème spécifique à notre pays. Notre franc est déjà lourd et nous savons qu'une réaction déraisonnée des marchés pourrait le pousser vers de nouveaux sommets. Nous risquerions alors de voir notre économie être exclue de la reprise lorsqu'elle se dessinera sur le plan international et l'évolution des prix en Suisse se rapprocherait de la zone dangereuse des chiffres négatifs. Nous voulons éviter une telle situation. Aussi, en cas de choc de cette nature, nous engagerons tous les moyens de défense nécessaires – sans exclure des interventions.

### **3. Le D-word**

Que penser du risque de déflation ?

L'hebdomadaire britannique *The Economist* s'amuse régulièrement à compter dans la presse internationale la fréquence d'utilisation de certains mots clés, comme ceux qui commencent par R – pour récession – ou par D – pour déflation. L'utilisation du D-word, en particulier, serait en nette augmentation. Est-ce le signe précurseur d'une nouvelle menace qui nous guette?

Les banques centrales ne peuvent rester indifférentes au danger que représenterait une baisse soutenue du niveau des prix. La poursuite de la stabilité des prix signifie la lutte contre l'inflation aussi bien que contre la déflation. La déflation a des effets tout aussi pervers que l'inflation. En faussant la fonction de signal des prix, elle conduit à une mauvaise allocation des ressources, elle induit les agents économiques à commettre des erreurs coûteuses et provoque une redistribution des revenus parfaitement arbitraire entre débiteurs et créanciers. La déflation a une réputation particulièrement sinistre car on l'associe souvent à la Dépression – un autre mot en D – des années 30. Toutefois, il faut faire preuve de discernement dans ce domaine, car l'exemple de la Chine, qui vit une croissance économique fabuleuse tout en voyant son niveau des prix baisser, est là pour nous rappeler que déflation n'est pas synonyme de récession, pas plus qu'inflation ne rime avec boom économique.

Il n'en demeure pas moins – comme je l'indiquais tout à l'heure en évoquant les conséquences possibles d'une spéculation sur le franc – que le danger de la déflation doit être repoussé avec détermination et même préemption. En effet, les choses ne se présentent pas de manière parfaitement symétrique dans le domaine de la dynamique des prix. On sait que les taux d'intérêt nominaux ont tendance à augmenter avec le taux

d'inflation, mais, en raison de l'existence même de la monnaie, le mouvement dans la direction opposée est limité par l'impossibilité des taux d'intérêt nominaux de tomber au-dessous de zéro. Une fois ce seuil atteint, toute aggravation de la déflation signifie une hausse perverse des taux d'intérêt réels contre laquelle la politique monétaire ne peut rien.

Cela ne signifie pas pour autant que la Banque nationale soit démunie devant la déflation. La déflation, tout comme l'inflation, restent des phénomènes monétaires après tout. Toutefois, en cas de déflation, en raison même de la borne inférieure nulle des taux d'intérêt, la BNS se trouverait privée de son instrument privilégié, le taux d'intérêt de court terme. Mais il lui reste d'autres canaux par lesquels elle peut influencer la conjoncture et la formation des prix, y compris ceux du taux de change et du taux d'intérêt de long terme. Il n'en est pas moins vrai qu'une banque centrale ne se verra pas de gaieté de cœur ainsi amputée de son instrument principal. Dans ce domaine, comme dans tant d'autres, il vaut mieux prévenir que guérir.

Ceci dit, nous ne considérons pas aujourd'hui la déflation comme une menace significative pour notre pays. Certes, notre taux d'inflation est bas, mais ce résultat est atteint en grande partie grâce au repli du prix des produits importés. Le prix des biens et services d'origine intérieure augmente à un rythme légèrement supérieur à 1%. L'inflation sous-jacente, qui exclut certains biens dont le prix est très volatil comme l'alimentation et les produits pétroliers, est elle aussi stable à près de 1%. Si par ailleurs on considère l'ampleur du stimulus monétaire appliqué depuis bientôt deux années et le niveau extrêmement bas de nos taux d'intérêt, on doit admettre que le risque de déflation est effectivement minime. Notre prévision d'inflation, que nous publierons dorénavant tous les trois mois, confirme cette analyse. Ceci ne signifie pas qu'il soit impossible que le taux d'inflation sur 12 mois puisse occasionnellement tomber au-dessous de zéro en raison de facteurs particuliers, comme un repli du prix du pétrole par exemple. Mais il faudrait un choc totalement imprévu et d'une rare violence pour que la déflation devienne véritablement un thème d'actualité dans notre pays.

#### **4. Le défi des changes**

Pour la Suisse, il est évident qu'un tel choc pourrait venir du marché des changes. Quelle a été notre expérience ces dernières années dans ce domaine ?

Depuis son introduction le 1er janvier 1999, l'euro a perdu près de 9% de sa valeur par rapport au franc. En raison du différentiel d'inflation, la dépréciation réelle de l'euro n'est toutefois que de moitié. Un mouvement de 5% du taux de change réel sur une période de

quatre ans n'est pas exceptionnel, même s'il peut être douloureux pour certains secteurs de notre économie. Nous avons connu des périodes beaucoup plus difficiles par le passé.

Mais pourrions-nous assigner à notre politique l'objectif de modifier le cours de change réel en fonction des besoins de la conjoncture ? C'est une option tentante à première vue mais elle n'est pas réaliste. En effet, l'expérience – comme la théorie économique d'ailleurs – nous montrent qu'à long terme la politique monétaire n'a aucune prise sur les variables réelles de l'économie, taux de change réel compris. Toute tentative d'affaiblir durablement le franc se traduirait à terme par une hausse de l'inflation et, partant, une hausse des taux d'intérêt nominaux. Aucun gain de compétitivité ne serait ainsi durablement acquis, alors que la stabilité des prix et des coûts serait perdue.

Fixer le taux de change entre le franc et l'euro n'est pas non plus une option attrayante. Même en admettant qu'une telle mesure puisse être appliquée de façon crédible, elle créerait plus de problèmes qu'elle n'en résoudrait. D'une part, seul le taux de change nominal entre le franc et l'euro serait ainsi stabilisé, mais le taux de change réel – le seul qui importe pour le commerce extérieur et les décisions de production – continuerait à évoluer en fonction des circonstances économiques et des différentiels d'inflation. En réalité, tout ajustement qui s'opère normalement à travers le taux de change, devrait obligatoirement se faire par le biais de changements de prix, de salaires et d'activité, un processus ô combien plus douloureux. Certains pays membres de l'Euroland en font aujourd'hui l'expérience. Prenons l'exemple de l'Allemagne dont une partie des difficultés présentes vient probablement du fait qu'elle ne peut plus mener une politique monétaire autonome. Si elle pouvait encore le faire, la Bundesbank aurait certainement baissé plus rapidement et de manière plus marquée les taux d'intérêt que ne l'a fait la Banque centrale européenne et l'affaiblissement du Mark face au franc aurait été probablement plus fort que ce que nous avons vécu avec l'euro.

Un rattachement du franc à l'euro entraînerait également une hausse massive de nos taux d'intérêt. Le coût d'usage du capital augmenterait sensiblement, sans que le coût du facteur travail ne diminue pour autant. La compétitivité de nos entreprises s'en trouverait sérieusement entamée. Plus grave encore, le prix des actifs suisses, biens immobiliers en tête, chuterait, ce qui découragerait l'investissement dans notre pays. Les effets récessifs d'une telle politique seraient bien pires que les inconvénients liés aux fluctuations du cours de change nominal. Si l'on ajoute à cela que la Suisse perdrait toute possibilité de mener une politique monétaire indépendante, c'est à dire taillée selon ses besoins, on voit que ce serait cher payer cette illusion d'un taux de change fixe garantissant notre compétitivité.

Ces derniers mois, le dollar est redevenu d'actualité. Sa baisse, depuis si longtemps annoncée et tant de fois repoussée, est finalement intervenue. De janvier 2002 à aujourd'hui, la monnaie américaine a perdu un cinquième de sa valeur face à l'euro. En soi, cette correction devrait plutôt être saluée, si elle peut contribuer à résorber les déséquilibres financiers internationaux. Encore faut-il qu'elle se déroule de façon ordonnée et non exagérée. Un phénomène de dépassement vers le bas— un undershooting – serait tout à fait malvenu. Il est peut-être bon de rappeler, toutefois, que le dollar reste encore bien au-dessus des bas-fonds qu'il avait atteints face au franc en 1995, surtout si l'on raisonne en termes réels.

La Banque nationale ne peut que prendre acte de cette évolution. Il va sans dire qu'elle est dans l'incapacité de modifier la parité entre le dollar et l'euro. Elle est bien consciente toutefois que cette correction de la devise américaine vient au plus mauvais moment, alors que la conjoncture est déjà difficile sur nos marchés d'exportation et que le franc – même s'il a été stable en 2002 – s'est apprécié par rapport à l'euro depuis l'introduction de ce dernier en 1999. Nous intégrons évidemment ce nouveau facteur négatif dans nos appréciations de situation.

## **5. Notre navigabilité reste intacte**

Nous sommes ainsi dans une période difficile du fait de la conjoncture internationale qui tarde à se réveiller et du fait des développements contraires sur le marché des changes. Et tout semble indiquer que les semaines à venir seront plus délicates encore. Nous pouvons néanmoins rester confiants. Notre économie a une capacité d'adaptation très grande et nous sommes bien positionnés pour profiter de la reprise mondiale lorsque celle-ci se produira enfin. La relation entre le franc et l'euro n'a pas été déstabilisée par la récente chute du dollar et la montée des risques géopolitiques. Le rôle traditionnel de havre de sécurité de notre monnaie est aujourd'hui nettement moins accusé que par le passé.

Même si l'économie suisse devait à nouveau être secouée par de violents éclats dans un proche avenir, nous sommes réconfortés de savoir que beaucoup a été fait pour permettre à nos entreprises d'affronter les incertitudes des marchés et traverser une phase difficile. Notre embarcation tient la mer et nous pouvons espérer qu'après la tempête et ses flots tumultueux, nous retrouverons des eaux plus calmes et un ciel plus clément.

En cette veille de la finale de la Coupe de l'America, alors que Genève défend brillamment les couleurs de la Suisse aux Antipodes, je ne dois point vous rappeler que nous avons



beaucoup d'atouts de notre côté. Notre vaisseau incorpore une technologie de pointe et il reflète le savoir-faire de notre pays; notre équipage est bien préparé, surdoué et hyper-motivé; notre skipper et notre tacticien connaissent parfaitement les eaux dans lesquelles ils naviguent. Contre vents et marées, nous avons tout pour réussir. Gardons le cap, les vents nous seront bientôt favorables.