

Exposé de M. Jean-Pierre Roth,
président de la Direction générale,
à l'Assemblée générale des actionnaires
de la Banque nationale suisse du 28 avril 2006

Monsieur le président du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

Les hésitations de la conjoncture en 2005

Comme nous le constatons maintenant, sur la base des chiffres révisés de notre comptabilité nationale, l'année 2005 a été meilleure que prévu. Un ralentissement de la conjoncture s'est manifesté dès l'automne 2004, mais le terrain perdu a pu être largement regagné en 2005 grâce à la vigueur de nos exportations.

Cette parenthèse conjoncturelle a été avant tout la conséquence des incertitudes consécutives à la hausse des prix de l'énergie, incertitudes encore amplifiées par la mise hors service d'une partie de la capacité de raffinage des Etats-Unis durant l'automne. Le prix du pétrole brut a progressé de 50% de janvier à août dernier pour atteindre un pic de 65 dollars environ, avant de se corriger partiellement. La confiance des entrepreneurs et des consommateurs s'en est trouvée ébranlée: la demande de biens d'équipement s'est assouplie et celle des consommateurs n'a progressé que faiblement. Ce n'est que dans la seconde partie de l'année dernière que la conjoncture a clairement gagné en assurance.

Ces hésitations conjoncturelles n'ont pas frappé l'économie mondiale de manière uniforme: les Etats-Unis sont restés le moteur principal des pays industrialisés; la croissance s'y est maintenue proche de son niveau potentiel et au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE. Les économies émergentes d'Asie ont constitué à nouveau un pôle de croissance particulièrement dynamique, l'extension de la production manufacturière en Chine stimulant les échanges internationaux. Toute l'Asie, en particulier le Japon, a ainsi bénéficié de la vigueur de l'économie chinoise. De son côté, l'économie européenne a manqué de dynamisme durant la première partie de l'année du fait notamment d'une faiblesse chronique

de la demande intérieure. Au début de l'an dernier, l'Allemagne, la France et l'Italie connaissaient même une situation de quasi-stagnation. Le climat s'est ensuite réchauffé, mais souvent de manière très hésitante.

Grâce à ses marchés d'exportation relativement diversifiés, l'économie suisse a pu échapper en grande partie à la léthargie européenne. Notre commerce extérieur a fléchi au premier trimestre de l'an dernier, pour retrouver ensuite le chemin d'une expansion vigoureuse. De son côté, la consommation a fait preuve d'une relative solidité, bien que sa croissance soit demeurée fort modeste. Quant aux investissements, ils n'ont pas montré le tonus qui avait été le leur en 2004, minés par les incertitudes sur la solidité de la reprise. Même le domaine de la construction, pourtant fortement soutenu par des taux d'intérêt bas, a connu un début d'année difficile en raison de conditions climatiques particulièrement sévères. Il s'est ensuite repris, mais n'a pas été en mesure de retrouver pleinement son dynamisme de l'année précédente.

Pour l'ensemble de l'année, le rythme de croissance de notre économie a été de 1,9%, soit un taux légèrement inférieur au résultat atteint en 2004.

Dans l'environnement conjoncturel incertain qui régnait en 2005, la Banque nationale n'a pas poursuivi la politique de normalisation des taux d'intérêt qu'elle avait engagée au printemps de 2004. Ce n'est qu'en fin d'année, lorsque les indices d'un redressement de la conjoncture se sont clairement confirmés, que nous avons décidé de nous replacer sur la voie de la normalisation graduelle des taux d'intérêt. En décembre et mars derniers, nous avons relevé à chaque fois de 25 points de base la marge de fluctuation du taux Libor à trois mois. Aujourd'hui, ce taux se situe à 1,25%, un taux comparable au rythme actuel de la hausse des prix, donc toujours fort attrayant en regard de la bonne tenue de la conjoncture.

2005: nouvelle année de stabilité des prix

En dépit de la hausse des prix des produits pétroliers, l'année 2005 a été une nouvelle année de stabilité des prix, la douzième consécutive d'ailleurs, puisque, depuis 1994, la hausse annuelle des prix à la consommation a toujours été inférieure à 2% dans notre pays. La Banque nationale a ainsi rempli son mandat.

La faiblesse du report des hausses du coût de l'énergie a surpris nombre d'observateurs. La situation sur ce plan est bien différente de celle que nous avons connue lors des chocs pétroliers des années 1970. Il faut y voir le résultat à la fois d'une économie suisse bien plus soumise à la concurrence qu'à l'époque et de la présence d'importantes ressources productives encore sous-utilisées à travers le monde. Cet aspect favorable ne doit toutefois pas nous inciter à relâcher notre vigilance à l'égard des phénomènes inflationnistes.

L'année 2006 se présente favorablement

L'année 2006 se présente sous des auspices favorables pour l'économie suisse, bien que la hausse récente du prix du pétrole constitue une nouvelle source d'incertitude. La croissance de l'économie mondiale reste soutenue. L'économie américaine demeure robuste en dépit des hausses de taux d'intérêt décidées par la Réserve fédérale et du léger affaiblissement du marché immobilier qui s'en est suivi. Les économies d'Asie profitent de manière croissante du dynamisme chinois. En Europe, particulièrement en Allemagne, un regain d'activité, bien qu'encore modéré, est aussi perceptible. De plus, le fait que la croissance mondiale engendre une demande accrue de biens d'investissement crée une situation particulièrement favorable pour nos exportations.

De cette bonne tenue de notre commerce extérieur, nous pouvons attendre des retombées positives sur l'ensemble de notre économie, sur le plan de la production comme sur celui de l'emploi. Jusqu'ici, la croissance de nos ventes à l'étranger a été assurée par des gains substantiels de productivité. On peut maintenant espérer qu'elle débouche sur une reprise des investissements en équipement et une plus forte embauche. Le climat général de notre économie devrait donc continuer de s'améliorer ces prochains mois, ce qui soutiendra la consommation. Nous tablons sur une croissance légèrement supérieure à 2% pour l'ensemble de l'année.

Ce regain de croissance ne constitue pas une menace pour la stabilité des prix. Nos prévisions à ce sujet nous indiquent que l'inflation devrait avoisiner 1%, en moyenne annuelle, et les perspectives demeurent également favorables pour 2007. En comparaison internationale, notre pays continuera de jouir d'une situation fort privilégiée à cet égard.

Que faut-il attendre de la politique monétaire? Notre prévision d'inflation de mars dernier indique clairement que le niveau actuel des taux d'intérêt n'est pas compatible avec la stabilité des prix à long terme. La stratégie de normalisation monétaire, que nous appliquons depuis juin 2004, restera donc notre ligne de conduite. Nous la poursuivrons avec la conviction que, pour notre économie, une politique préventive est bien moins douloureuse que des mesures correctrices prises tardivement.

La nouvelle d'un retour de la croissance est réjouissante, mais nous ne devons pas nous en satisfaire pour autant, car le résultat attendu demeure encore en deçà de ce qui est nécessaire pour faire face aux besoins financiers grandissants de notre population vieillissante. Beaucoup doit encore être entrepris pour relever le potentiel de croissance de notre économie. Les propositions faites aux Chambres par le Conseil fédéral en vue de libéraliser le marché intérieur vont dans la bonne direction. D'autres réformes doivent encore être envisagées dans le but de stimuler la concurrence interne et d'abaisser le degré de réglementation des marchés. Il est en effet inquiétant de voir notre pays figurer souvent en mauvaise place dans les indicateurs de libéralisation des marchés. Le dynamisme des pays qui ont laissé plus de place à l'initiative privée doit nous inspirer. La bonne tenue de notre conjoncture est une excellente occasion de poursuivre le programme de réformes de notre économie. Nous ferions une grave erreur en nous contentant des résultats déjà atteints. Pour sa part, la Banque nationale, en assurant la stabilité des prix, crée un environnement propice à l'essor économique général et aux ajustements structurels.

Des marchés financiers stables

L'année écoulée a été grevée d'incertitudes: montée des prix pétroliers, interruption des capacités de raffinage aux Etats-Unis, tensions géopolitiques. Par ailleurs, l'économie mondiale est restée marquée par de profonds déséquilibres: déficit des comptes extérieurs américains, manque de flexibilité du système monétaire chinois. Quant aux politiques monétaires, elles ont souvent présenté des tonalités fort différentes: montée progressive des taux d'intérêt aux Etats-Unis, attentisme de l'action monétaire en Europe.

En dépit de ces facteurs potentiellement déstabilisateurs, les marchés financiers sont restés relativement calmes. Sur le marché des changes, le dollar s'est repris dans le sillage

du resserrement de la politique monétaire américaine, et le yen n'a que peu changé face au franc suisse. Quant à la relation franc-euro, elle a oscillé dans une étroite bande, reflet de la forte convergence des facteurs fondamentaux entre la Suisse et la zone euro. Le franc a même eu une tendance baissière ces derniers mois, tendance peu explicable si l'on considère le bas niveau de l'inflation suisse par rapport à celle du reste de l'Europe. Si ce mouvement devait s'accélérer et relâcher ainsi trop fortement les conditions monétaires en regard de l'évolution conjoncturelle, la normalisation des taux d'intérêt n'en deviendrait que plus nécessaire.

De manière générale, la capacité des marchés financiers d'absorber des chocs ou de tolérer des déséquilibres est une conséquence de la mondialisation et des progrès de l'intermédiation financière. La mondialisation n'a pas seulement dynamisé les marchés des biens, elle a aussi, et de manière croissante, élargi et approfondi les marchés financiers. La liberté de mouvement des capitaux, qui est maintenant la règle entre les pays industrialisés, se généralise dans les pays émergents. Le financement des déficits des uns est ainsi plus facilement assuré par les surplus des autres.

En soi, l'efficacité accrue des marchés financiers est un facteur supplémentaire de croissance, donc une bonne chose, mais l'endettement continu de certains pays, dû à une grande disparité des efforts nationaux d'épargne, pourrait dangereusement fragiliser les marchés financiers en cas de crise de confiance.

La grande stabilité montrée par les marchés financiers internationaux l'an dernier a été favorable à notre pays, lui qui est si imbriqué dans l'économie mondiale et dont la monnaie a souvent été victime des turbulences monétaires extérieures. Cette remarquable stabilité des marchés ne peut toutefois être considérée comme définitivement acquise. Les risques sous-jacents demeurent importants; rien ne nous autorise à baisser notre garde à l'égard d'éventuelles turbulences sur les marchés. Au niveau des entreprises, la prudence doit rester de mise envers les risques de change, même si la volatilité du franc a été faible ces dernières années. De son côté, la Banque nationale, consciente de la vulnérabilité des marchés financiers, veille particulièrement à ce que sa politique monétaire soit correctement perçue par les agents économiques. Le soin que nous portons à la communication de nos décisions et les résultats que nous avons atteints en matière de stabilité monétaire

dans notre pays nous assurent une bonne crédibilité, ce qui confère une grande efficacité à notre politique de taux d'intérêt.

La Banque nationale au cœur de discussions politiques

Aujourd'hui, la crédibilité est un atout d'autant plus important que les marchés financiers sont vastes et étroitement liés. Alors que, par le passé, les banques centrales pouvaient faire état de leur pouvoir régulateur en intervenant sur les marchés afin d'influencer les cours, notamment ceux des devises, aujourd'hui la faiblesse relative de leurs moyens, face à des marchés devenus globaux, leur demande d'agir plus avec doigté qu'avec force. Leur crédibilité est essentielle à cet égard: la crédibilité atténue la volatilité des cours et permet aux décisions monétaires de déployer leur plein effet sur les anticipations du marché.

La crédibilité est donc un acquis précieux de la politique monétaire et sa préservation doit réclamer toute notre attention. La Banque nationale ne peut se contenter de faire simplement état de ses bons résultats passés, il faut aussi qu'elle soit en mesure de convaincre les marchés de sa volonté de recourir, si nécessaire, à la totalité de ses moyens en vue de préserver la stabilité monétaire du pays à l'avenir également.

Aujourd'hui, il est largement reconnu qu'une banque centrale n'est crédible que si elle peut engager ses moyens sans devoir solliciter l'avis préalable du Gouvernement ou sans risquer d'être sanctionnée par lui. C'est la raison d'être de son indépendance. En Suisse, l'indépendance de la Banque nationale est garantie par l'art. 99 de la Constitution fédérale et par l'art. 6 de la loi sur la BNS. Le cadre juridique est adéquat.

Néanmoins, la crédibilité n'est pas seulement une question d'indépendance juridique. Elle dépend aussi de l'atmosphère politique qui entoure l'action des banques centrales. En effet, les marchés ne s'interrogent pas seulement sur l'autonomie fonctionnelle des autorités monétaires, mais aussi sur le degré d'acceptation politique de leurs décisions. Une politisation permanente des affaires monétaires peut ainsi devenir un boulet pour la crédibilité.

Reconnaître qu'une certaine sérénité devrait entourer les questions monétaires ne veut pas dire que la politique des instituts d'émission doive échapper au contrôle démocratique. Ce contrôle est aujourd'hui beaucoup plus étroit qu'autrefois. En effet, la plupart des régimes monétaires prévoient maintenant que la banque centrale rende compte de l'exécution de son mandat devant le législateur. C'est le cas en Suisse puisque l'article 7 de la loi sur la Banque nationale nous demande de présenter chaque année à l'Assemblée fédérale un rapport sur l'accomplissement de nos tâches.

En dépit de ces dispositions, les affaires de la Banque nationale sont souvent au cœur de débats politiques animés. Paradoxalement, ces débats ne portent pas sur la politique monétaire au sens strict, mais sur d'autres aspects de nature plus opérationnelle comme le niveau des réserves monétaires ou la distribution des bénéfices.

Permettez-moi d'illustrer ce propos. A l'issue de récentes délibérations de la Commission de gestion du Conseil national, l'information a été publiée qu'une nouvelle partie du stock d'or pourrait être liquidée en vue d'assurer une nouvelle distribution extraordinaire de bénéfices de l'ordre de 10 milliards de francs, laissant ainsi entendre que la BNS serait trop richement dotée en réserves monétaires. Cette appréciation est totalement erronée.

Maintenant que la moitié de notre stock d'or a été vendue et que le produit de ces ventes a été distribué à la Confédération et aux cantons, la Banque nationale dispose de réserves monétaires, en or et en devises, appropriées pour la conduite de sa politique monétaire. Le niveau de nos réserves, comparé au poids économique de notre pays, ne nous place pas dans le peloton de tête des pays les plus richement dotés. Loin s'en faut: en 1950, nos réserves s'élevaient à 30% du PIB; aujourd'hui cette proportion est tombée à 12,5% et nous nous situons, sur le plan international, dans une honorable moyenne en compagnie des pays scandinaves. Si l'on songe que, contrairement à ces pays, la Suisse est aussi une place financière d'importance mondiale, personne ne peut arriver rationnellement à la conclusion que nous disposons aujourd'hui de réserves monétaires superflues.

De plus, la loi est parfaitement claire en ce qui concerne les compétences: il appartient au Conseil de banque d'apprécier la politique de provisionnement de la BNS, donc l'évolution des réserves monétaires de la Banque, et non aux commissions parlementaires. La politique de provisionnement adoptée par notre Conseil porte le sceau du bon sens: elle vise à

ce que les réserves monétaires augmentent graduellement, de telle sorte que la relation entre les réserves et le PIB ne se détériore pas au fil du temps. Cette approche est cohérente avec le fait que nous soyons, aujourd'hui, seulement moyennement dotés.

Ceux qui estiment que nous disposons de réserves monétaires excédentaires oublient que la BNS constitue une sorte d'assurance pour la stabilité monétaire du pays. Comme toute assurance, elle doit, face à l'expansion des marchés et à la montée des risques, pouvoir compter sur des réserves croissant au même rythme que l'économie. S'il en était autrement, son pouvoir d'action sur les marchés en serait affaibli. C'est ici la défense des intérêts à long terme du pays qu'il s'agit de ne pas perdre de vue.

Le débat sur l'initiative Cosa (bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS) est un autre exemple d'action politique pouvant conduire à un affaiblissement de notre crédibilité monétaire. J'ai déjà eu l'occasion de vous présenter l'an dernier, en détail, les raisons pour lesquelles nous considérons que cette initiative entraverait l'exécution de notre mandat. Permettez-moi de vous les rappeler rapidement:

En premier lieu, en créant une relation directe entre nos bénéfices et le financement d'un élément important de notre sécurité sociale, l'initiative établirait un lien dangereux, car elle placerait à coup sûr la BNS sous la pression continue de distribuer plus de bénéfices à l'avenir. Or, une distribution plus élevée ne serait possible que par une plus grande prise de risques dans nos placements ou par une diminution de nos réserves monétaires. Les marchés viendraient à s'interroger si la BNS conduit sa politique dans le but d'assurer la stabilité monétaire du pays ou de générer des profits. Comme je l'indiquais précédemment, des débats continuels sur ce sujet risquent d'affaiblir la perception par les marchés de notre indépendance, ce qui pèserait sur notre crédibilité et entraverait notre action monétaire. En fin de compte, la mise en œuvre de cette initiative minerait la confiance dans le franc.

En second lieu, l'initiative part de l'hypothèse que notre distribution de bénéfices pourrait s'établir durablement au-dessus d'un milliard de francs par an. C'est une illusion qui ne ferait que conduire nos concitoyens à d'amères déceptions. En effet, tous nos calculs le montrent, et le commentaire du président du Conseil sur le résultat de 2005 le confirme, la capacité distributive à moyen terme de la Banque nationale s'établit à hauteur d'un

milliard de francs par an seulement. Pour 2005, si nous éliminons des 12 milliards de bénéfices les gains issus de la montée spectaculaire du prix de l'or et de la revalorisation des devises, le bénéfice distribuable tombe à 2 milliards de francs, ce qui fait de cet exercice un bon exercice, sans plus.

Espérer que la Banque nationale puisse distribuer nettement plus d'un milliard de francs de bénéfices sur la durée, c'est vouloir la pousser à prendre plus de risques dans la gestion de ses réserves ou vouloir freiner l'approvisionnement de ses réserves de change, donc affaiblir sa position sur les marchés. Etant donné notre dotation actuelle en réserves, ce serait imprudent.

Chers actionnaires,

Chers invités,

Pour que la Banque nationale puisse mener efficacement son action, elle a besoin de la confiance de la population et des marchés. L'initiative Cosa joue avec le feu. C'est une invitation permanente à de nouvelles exigences financières. Elle place la Banque nationale au cœur d'un débat politique sans fin qui menace sa crédibilité et l'efficacité de sa politique. C'est pourquoi la prudence demande qu'elle soit rejetée.

Dans cette phase délicate, la Banque nationale a besoin du soutien de chacune et de chacun, et en particulier de ses actionnaires. Je vous remercie de votre présence de ce jour et de l'intérêt constant que vous portez à notre action.