

Exposé de M. Jean-Pierre Roth,
président de la Direction générale,
à l'Assemblée générale des actionnaires
de la Banque nationale suisse du 25 avril 2008

Monsieur le président du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

Comme l'histoire nous l'a montré, et le président du Conseil nous l'a rappelé tout à l'heure, les festivités organisées à l'occasion de nos différents anniversaires ont souvent été ternies par des situations difficiles.

Il en a été ainsi en 2007. Dès le mois d'août, à la suite de la crise du marché immobilier américain, la confiance dans la qualité de nombreux produits financiers s'est évaporée, ce qui a entraîné d'importants besoins de provision de la part des banques internationales et sapé la confiance des marchés. Il s'en est suivi une détérioration des perspectives conjoncturelles, ainsi que d'importantes corrections boursières.

Pourtant, dans son ensemble, l'année 2007 restera une bonne année du point de vue de l'activité économique. La croissance économique mondiale s'est établie autour de 5%. Cet excellent résultat s'explique d'abord par le dynamisme ininterrompu des pays émergents, notamment en Asie, mais également par des conditions financières particulièrement stimulantes jusqu'au milieu de l'année.

Les performances de l'économie mondiale ont cependant été moins uniformes qu'en 2006. En effet, alors que la croissance élevée des pays émergents se maintenait et que celle de l'économie européenne dépassait sa tendance de long terme, l'activité américaine a sensiblement ralenti à l'automne, dans le sillage de la crise du financement de l'immobilier.

Les derniers mois de l'année 2007 ont été marqués par l'émergence de fortes incertitudes concernant la trajectoire future de l'économie mondiale. Les principales sources d'inquiétude ont été le nouvel envol des prix de l'énergie et, bien entendu, la forte déstabilisation des marchés financiers intervenue à l'automne.

La Suisse n'est pas restée à l'abri de la tourmente. Dès l'été, nous avons assisté chez nous aussi à une correction marquée des valeurs boursières et à un repli des investisseurs vers des actifs moins risqués, en particulier le franc. Ces turbulences ont toutefois eu lieu dans le contexte d'une économie très dynamique. Aussi, malgré le climat orageux des derniers mois, notre économie a-t-elle continué de croître à un rythme soutenu.

Pour la quatrième année consécutive, la croissance du produit intérieur brut réel a été significativement supérieure à son rythme de long terme, atteignant 3,1%. Ce bon résultat tient au fait que notre croissance est fondée sur une assise très large. Comme cela était déjà le cas en 2006, la conjoncture internationale et l'évolution du franc ont soutenu nos exportations. Celles-ci ont enregistré une progression de l'ordre de 10%. Le fait nouveau a été la vigueur de la demande intérieure: d'un côté, la consommation privée a profité de la progression robuste des salaires réels et de l'amélioration continue observée sur le marché du travail; d'un autre, la bonne situation financière des entreprises et les perspectives d'affaires réjouissantes ont stimulé les investissements. La demande interne finale a ainsi progressé de 2% en 2007, contre 1,7% l'année précédente.

Le dynamisme de la demande a favorisé une forte croissance de l'emploi et un repli progressif du taux de chômage, qui s'est inscrit à 2,6% en décembre, en termes corrigés des variations saisonnières. L'économie suisse se trouve ainsi en situation de quasi plein emploi; elle a pu compter sur la flexibilité que lui confère l'immigration en provenance des pays de l'Union européenne.

Ce bilan conjoncturel 2007 est d'autant plus réjouissant que la stabilité des prix a pu être préservée malgré la poussée des prix des matières premières. En moyenne sur l'ensemble de l'année, le renchérissement s'est établi à 0,7%. Au mois de décembre, il a toutefois atteint 2%. Cette accélération a été due en très large partie à la forte poussée du prix du pétrole.

Dans ce climat de bonne conjoncture, il était important que la politique monétaire n'exerce plus d'effets stimulants. Le maintien de taux d'intérêt excessivement bas aurait en effet pu perturber le cadre macroéconomique en augmentant les risques inflationnistes. Pour cette raison, la Banque nationale a poursuivi sa politique de normalisation des conditions monétaires en relevant trois fois de 25 points de base la marge de fluctuation

du Libor à trois mois. Le Libor a ainsi passé de 2,1% en début d'année à 2,75% en septembre. Dès ce moment, compte tenu des fortes incertitudes que les turbulences financières faisaient planer sur la croissance à l'horizon de 2008, nous avons laissé inchangée la marge de fluctuation et stabilisé le Libor à hauteur de 2,75%. Cette ligne de conduite a été maintenue jusqu'ici.

Turbulences sur les marchés financiers

Les turbulences financières de ces neuf derniers mois ont fortement brouillé nos éléments d'appréciation. Elles sont porteuses d'importants risques pour l'avenir.

Permettez-moi tout d'abord de revenir sur ce qui s'est passé.

Aux Etats-Unis, après plusieurs années d'envol des prix immobiliers, on a assisté à un renversement de tendance qui a frappé de plein fouet le segment des prêts hypothécaires à haut risque – les fameux *subprime*. Les marchés financiers internationaux ont pris pleinement conscience de la gravité de la situation lorsque les agences de notation ont commencé à dégrader massivement les titres adossés aux crédits *subprime*. Durant l'été, les prix de ces titres ont chuté et leur liquidité a fortement diminué. Ces développements ont alarmé les investisseurs. Les primes de risque ont augmenté et les incertitudes quant aux pertes des banques ont provoqué une crise générale de confiance entre les participants sur le marché financier. Cela a débouché sur une raréfaction de la liquidité sur les principaux marchés monétaires et à un retour de la volatilité sur les marchés boursiers.

Répercussions des turbulences en Suisse

La Suisse a été affectée rapidement par ces turbulences, en raison de l'ouverture de son secteur financier.

En premier lieu, nos deux grandes banques ont subi une forte baisse de leur rentabilité au cours du second semestre 2007. Cette dégradation a été provoquée essentiellement par des pertes liées à leurs activités de banque d'investissement aux Etats-Unis. Une des grandes banques a même enregistré des pertes dont l'ampleur a rendu nécessaire de nouvelles injections de capital. En revanche, les activités de *private banking* sont restées florissantes, de même que la marche des affaires bancaires sur le marché domestique.

Deuxièmement, les turbulences ont entravé le fonctionnement du marché monétaire en francs et provoqué un élargissement des *spreads*, donc une hausse malvenue des taux d'intérêt. La Banque nationale a réagi immédiatement en assouplissant ses conditions de crédit aux banques. Contrairement à une perception erronée des faits, notre action n'a pas visé à augmenter durablement la liquidité en circulation – ce qui aurait pu attiser les tensions inflationnistes –, mais à alimenter le marché de manière flexible en adaptant les échéances de nos opérations à ses besoins. Nous avons ainsi été amenés à faire des crédits à trois mois, alors que nos échéances passées n'ont jamais dépassé la limite de trente jours. Dans le cadre de mesures concertées avec d'autres banques centrales, nous avons également approvisionné – pour la première fois de notre histoire – nos contreparties avec des liquidités en dollars.

Une troisième conséquence – qui ne s'est pas encore pleinement manifestée – tient au resserrement progressif des conditions du crédit sur notre marché. On peut craindre en effet que les besoins de liquidité des deux grandes banques ne pèsent sur le volume et les conditions du crédit en Suisse. Ce risque est cependant réduit par le fait que le reste de notre secteur bancaire, qui gère près des deux tiers de l'offre de crédits domestiques, a enregistré d'excellents résultats en 2007. Nos statistiques indiquent d'ailleurs que la croissance des crédits n'a pas été affectée jusqu'à présent. Toutefois, du fait des seules incertitudes conjoncturelles des derniers mois, il faut s'attendre à ce que les banques révisent progressivement à la hausse leur appréciation des risques de crédit. Elles pourraient alors relever leurs taux commerciaux ou exiger davantage de garanties de la part de leurs clients. La forte augmentation des primes sur le marché obligataire notée ces derniers mois constitue un indice allant dans ce sens, en tout cas en ce qui concerne les grandes entreprises. Cette tendance pourrait affecter ensuite les conditions de crédit faites aux PME. La Banque nationale mène actuellement une enquête auprès des banques pour mieux apprécier l'évolution des conditions de crédit.

Enseignements à tirer des turbulences

La période de turbulences que nous traversons est riche d'enseignements pour la surveillance des banques et pour la stabilité du système financier. Le Forum de stabilité financière vient d'ailleurs de soumettre au G7 un catalogue de mesures visant à améliorer

le fonctionnement des marchés financiers. Nous avons participé activement à son établissement.

Permettez-moi de vous livrer quelques réflexions à ce sujet.

Tout d'abord, il est frappant de constater qu'un problème limité a priori à un segment du marché hypothécaire d'un seul pays ait pu déboucher sur une crise de dimension globale. Nous nous expliquons cette situation non seulement par la mondialisation des marchés financiers, mais surtout par la fragilisation progressive des banques internationales au cours des dernières années, fragilisation consécutive à leur recherche effrénée de rendement et à la sous-estimation des risques qui en découlent.

En deuxième lieu, les instruments de mesure et de gestion des risques des banques ont été dépassés par la crise. Ainsi, dans le domaine des titres adossés aux crédits hypothécaires, les pertes effectives ont été nettement supérieures au potentiel calculé par les modèles statistiques les plus sophistiqués, et les chocs de liquidité subis par les banques ont été au-delà de ce que prédisaient les scénarios les plus pessimistes. En d'autres termes: les systèmes de mesure des risques ont failli, alors même qu'ils avaient préalablement retenu toute l'attention des experts les plus avisés. Ce raccourci un peu brutal ne vise pas à jeter l'opprobre sur les banques, mais plutôt à rappeler qu'aucun modèle ne peut capter de manière satisfaisante la complexité des instruments financiers et de l'environnement économique dans lequel les banques évoluent aujourd'hui.

En troisième lieu, les événements des derniers mois peuvent faire douter de l'efficacité des normes de surveillance bancaire appliquées jusqu'ici. Il est alors naturel de demander que les systèmes de mesure des risques, la surveillance et la réglementation des banques soient encore affinés. Il existe certes un potentiel d'amélioration dans ces domaines – et il doit être exploité. Néanmoins, nous devons admettre que la voie d'une réglementation toujours plus détaillée constitue une réponse incomplète à l'accroissement de la complexité des activités bancaires. Les événements des derniers mois nous invitent bien plus à tirer les conséquences de la capacité limitée des banques à mesurer leurs risques et – corollaire inévitable – de la capacité modeste des autorités à les surveiller. Ainsi, il serait naïf de croire que des normes de fonds propres pondérées – même avec les précieuses améliorations apportées par Bâle II – puissent livrer une appréciation infaillible

de l'adéquation en capital de nos banques. Il subsiste une marge d'erreur substantielle et celle-ci doit être prise en compte. Pour la couvrir de manière adéquate, les exigences traditionnelles en matière de capitalisation, de liquidité et de degré d'endettement des banques devront être rendues plus sévères. Cela est particulièrement nécessaire pour une place financière comme la nôtre, qui compte des banques de dimension internationale et dont les activités de *private banking* – qui exigent une réputation irréprochable – constituent une source essentielle de revenus.

Enfin, les banques qui ont été malmenées lors des turbulences financières se devront d'examiner de manière critique divers aspects de leur gouvernance d'entreprise. En particulier, il conviendra qu'elles s'interrogent sur le rôle de leur conseil d'administration dans l'exercice des *checks and balances* nécessaires à une gestion efficace des risques et qu'elles corrigent les excès de leur système de rémunération afin qu'il ne privilégie pas les résultats de court terme au détriment des performances de longue durée. Cette dernière question est débattue depuis des années déjà; il est temps d'y apporter une réponse appropriée.

Implications des turbulences pour la politique monétaire

Les turbulences sur les marchés financiers ont également eu des implications en matière de politique monétaire. La Banque nationale a veillé à ce qu'elles n'entraînent pas un resserrement inopportun des conditions de crédit dans notre pays.

En effet, l'augmentation des primes de risque que nous avons observée en automne renchérit *de facto* les conditions de financement des banques et des entreprises. En modérant l'évolution des taux d'intérêt, la politique monétaire peut éviter que cette hausse des primes de risque ne débouche sur un ralentissement de l'activité économique. Sur ce plan, l'objectif opérationnel de la Banque nationale – une marge de fluctuation pour le taux Libor à trois mois – présente le grand avantage de tenir compte de la prime de risque supportée par les banques dans leurs opérations de refinancement. Comme les banques répercutent cette prime de risque sur les conditions de crédit faites à leurs clients, le Libor est représentatif du degré de restriction sur le marché du crédit. La Banque nationale en a été bien consciente et s'est appliquée, ces derniers mois, à

stabiliser le Libor à 2,75%, soit à un niveau que nous jugeons approprié pour assurer la stabilité des prix à moyen terme dans les circonstances présentes.

Résurgence des risques inflationnistes

Les turbulences financières ne doivent pas nous faire oublier notre mandat de préservation de la stabilité des prix à moyen terme. Sur ce plan, l'année 2007 a été marquée par une dégradation de l'environnement en raison d'une forte augmentation des prix des matières premières. En effet, les indicateurs synthétisant l'évolution des prix des produits de base ont affiché une croissance allant de 15% à 40% selon l'indice retenu, et le prix du baril de pétrole a progressé de presque 50% en un an. Même les denrées alimentaires ont vu leurs prix augmenter de plus de 20% sur les marchés internationaux; cela constitue un chiffre éloquent quand on sait que, ces dernières années, les prix de ces produits avaient plutôt eu tendance à stagner.

Les causes principales de cette envolée des prix des produits de base résident, d'une part, dans la croissance solide de la demande en provenance des économies émergentes et, d'autre part, dans les faibles capacités excédentaires d'extraction ou de production. A notre avis, il ne faut pas s'attendre dans un proche avenir à ce que cette situation évolue notablement dans une direction ou dans une autre.

Au cours du dernier trimestre de 2007, l'augmentation du prix du pétrole – bien que partiellement compensée par l'affaiblissement du dollar – a provoqué une accélération rapide de notre taux de renchérissement, qui est passé de 0,7% en septembre à 2% en décembre. Bien que prononcée, la flambée des prix des autres produits de base n'a, en revanche, exercé qu'une influence modérée sur l'inflation en Suisse. En effet, les matières premières n'entrent pas directement dans le panier de référence fondant l'indice des prix, si bien que leur renchérissement ne l'a que peu affecté. Par contre, les effets indirects, c'est-à-dire la majoration des prix des biens et services consécutive à l'augmentation des coûts de production des entreprises, représentent un potentiel inflationniste bien plus inquiétant. Cette répercussion est pourtant demeurée modérée l'an dernier, car la situation de forte concurrence qui a régné sur de nombreux marchés a fait que beaucoup d'entreprises ont renoncé à reporter sur les consommateurs les hausses de leurs coûts. De plus, la modération de la progression des coûts salariaux et les gains de productivité

enregistrés au cours des dernières années ont permis aux entreprises d'absorber une bonne partie des coûts supplémentaires entraînés par l'envol des prix des matières premières.

A la fin de l'an dernier et au premier trimestre de cette année, la retenue des entreprises a toutefois fait place à des ajustements de coûts plus fréquents et plus marqués. A l'évidence, les facteurs modérateurs à l'œuvre jusqu'ici ont peu à peu perdu de leur intensité. Le taux d'inflation a ainsi atteint 2% en décembre et a même dépassé ce niveau ces derniers mois. En 2008, une intensification des reports de coûts ne peut être exclue.

Deux raisons étayent mes craintes à ce sujet. Premièrement, la pression sur les marges s'est accentuée du fait de la progression accélérée des coûts salariaux à la fin de 2007, alors que les gains de productivité fléchissaient en raison de capacités techniques de production toujours plus fortement sollicitées. Des ajustements visant à défendre les marges sont donc probables. Deuxièmement, la bonne marche actuelle de l'économie encourage les entreprises à reconstituer les marges qu'elles avaient comprimées pour maintenir leurs parts de marché face à une concurrence intense. On ne saurait exclure que certaines d'entre elles ne répercutent plus que proportionnellement les hausses de coûts supportées par le passé.

Sans sous-estimer la montée de ces risques, la Banque nationale reste toutefois confiante face aux perspectives d'inflation à moyen et long terme. Notre assurance repose essentiellement sur le fait que la politique monétaire de ces trois dernières années a progressivement normalisé le niveau des taux d'intérêt. Nous avons ainsi relevé à dix reprises la marge de fluctuation du Libor depuis 2004, pour porter les taux d'intérêt à un niveau compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. Grâce à cette politique préventive, les perspectives d'inflation ne se sont pas dégradées malgré les poussées inflationnistes de ces derniers mois.

De plus, notre confiance dans le maintien de la stabilité des prix est renforcée par l'évolution de nos agrégats monétaires. Contrairement à ce que l'on observe chez nos voisins, nos agrégats monétaires évoluent de manière compatible avec une inflation stable à moyen et long terme, et ce depuis plusieurs années déjà. Les hausses successives de taux d'intérêt ont conduit à des transferts des dépôts à vue et d'épargne vers les dépôts à terme, qui sont généralement mieux rémunérés. Ainsi, en 2007, les agrégats M1 et M2 ont

continué de décroître et M3 n'a enregistré qu'une progression modeste. L'excédent de monnaie, apparu en 2003, a maintenant disparu, ce qui est de bon augure pour la stabilité future des prix.

Enfin, depuis quelques mois, le marché des changes a largement corrigé la baisse du franc face à l'euro observée précédemment, un mouvement qui renchérisait les produits importés. Le redressement du franc crée un environnement plus favorable à la préservation de la stabilité des prix à moyen terme. Ce changement des conditions monétaires nous a permis de laisser les taux d'intérêt inchangés lors de notre appréciation de la situation économique et monétaire en mars.

Perspectives mitigées pour 2008

Malgré le fait que notre économie enregistre encore d'excellents résultats, l'année 2008 est marquée de grandes incertitudes. La situation sur les marchés financiers n'est pas encore stabilisée et un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale est en cours. Notre économie, avec son important secteur financier et sa forte présence sur les marchés internationaux, ne manquera pas d'en être affectée. Par ailleurs, la montée des prix des matières premières, notamment du pétrole, provoque une poussée de l'inflation.

Ces différents éléments créent un environnement délicat pour la politique monétaire et l'incertitude ambiante est peu favorable à nos entreprises. J'ai cependant confiance dans le fait que la Suisse passera au travers de ces écueils sans dommage majeur. D'une part, notre économie est très compétitive. Les réformes entreprises ces dernières années ont rendu la place de production helvétique capable de s'ajuster aux besoins changeants de l'économie mondiale et aux tensions sur le marché des changes. D'autre part, la politique prudente de normalisation des taux d'intérêt que nous avons menée depuis 2004 a resserré progressivement le cadre monétaire, si bien que la stabilité des prix devrait pouvoir être préservée sur le moyen terme.

C'est sur ces paroles d'espoir que je clos cet exposé. Je vous remercie de votre attention et, surtout, du soutien que vous apportez aux efforts de la Banque nationale pour garantir la stabilité monétaire du pays.