

Exposé de M. Philipp M. Hildebrand,
président de la Direction générale,
à l'Assemblée générale des actionnaires de la
Banque nationale suisse du 29 avril 2011

Monsieur le président du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

L'année passée a de nouveau été marquée par de fortes turbulences. Il est donc d'autant plus réjouissant de constater que 2010 a néanmoins été une bonne année pour l'économie suisse, dans l'ensemble. Selon de premières estimations, notre économie a progressé de 2,6%. La situation sur le marché du travail s'est nettement améliorée. Le renchérissement moyen, négatif en 2009, s'est inscrit à 0,7% en 2010. La stabilité des prix a ainsi été assurée.

Pour l'économie suisse, le principal risque a découlé de l'évolution des cours de change. En 2010 également, le franc a fait l'objet de pressions à la hausse. La Banque nationale a estimé qu'il subsistait des risques de déflation au premier semestre. Afin de les contrer, elle a conduit sa politique monétaire jusqu'à l'examen trimestriel de mi-juin en vue d'empêcher une appréciation excessive du franc. Pour la mise en œuvre de cette politique, elle a acheté de grandes quantités de devises. Durant cette période, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, ne s'est appréciée que de 2,5% environ. En juin, la Banque nationale a suspendu ses interventions sur les marchés des changes. Depuis, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a augmenté de près de 13%, ce qui s'est traduit pour la Banque nationale par d'importantes pertes de change sur ses réserves de devises.

Les achats de devises ont suscité des critiques parfois virulentes dans le public. Ces critiques ont soulevé des questions légitimes et importantes. Dans ma rétrospective de la politique monétaire menée en 2010, je reviendrai par conséquent une nouvelle fois sur les raisons qui ont motivé nos décisions.

Sous l'angle de la stabilité financière, l'année 2010 peut être considérée comme encourageante, même si le système financier mondial est demeuré fragile. De ce fait, il est d'autant plus important que la réforme du secteur financier progresse à un rythme soutenu et que le système financier soit durablement renforcé. Au niveau international, une étape considérable a été franchie avec le nouvel accord sur la réglementation bancaire de Bâle III. Cet accord prévoit un renforcement des prescriptions minimales, applicables au secteur bancaire, en matière de fonds propres et de liquidités. Le net durcissement ne porte pas uniquement sur la quantité, mais également sur la qualité des fonds propres. La mise en œuvre de Bâle III permettra de renforcer la résilience du système financier mondial.

Toutefois, Bâle III ne propose aucune solution à la problématique dite du too big to fail. On qualifie un établissement financier de trop grand pour faire faillite (too big to fail) si sa disparition peut constituer une menace existentielle pour le système financier ou l'économie réelle. En Suisse, la problématique du too big to fail est particulièrement aiguë. La somme des bilans des deux grandes banques représente en effet toujours plusieurs fois le produit intérieur brut de la Suisse. Dans ce contexte, le Conseil fédéral a institué en automne 2009 une Commission d'experts qui a publié en octobre dernier son rapport sur les moyens d'atténuer cette problématique. La Banque nationale était représentée dans les plus hautes instances de cette Commission, tout comme les deux grandes banques. Le rapport et les recommandations qu'il contient ont été approuvés à l'unanimité par tous les membres de la Commission.

Pour pouvoir largement atténuer la problématique du too big to fail, il convient maintenant de transposer dans la législation les recommandations de la Commission d'experts. La semaine dernière, le Conseil fédéral a adopté le message correspondant et l'a transmis au Parlement. La responsabilité en incombe maintenant à ce dernier.

J'aimerais à présent examiner un peu plus en détail l'évolution conjoncturelle et la politique monétaire menée en 2010.

Rétrospective de la politique monétaire menée en 2010

Comme je l'ai évoqué en introduction, l'année 2010 a, d'une part, été placée sous le signe de la reprise pour l'économie suisse. D'autre part, elle s'est aussi avérée une année difficile, caractérisée par une forte volatilité des cours de change et de très grandes incertitudes.

Permettez-moi de revenir brièvement un peu plus en arrière, sur l'année 2009. A cette période, l'effondrement de la conjoncture à l'échelle internationale menaçait de conduire, en Suisse, à une évolution déflationniste. Hormis la Banque nationale, diverses autres institutions comme le Fonds monétaire international (FMI) partageaient cette appréciation. La situation exigeait une réaction rapide et résolue sur le plan de la politique monétaire. Il s'agissait en premier lieu d'empêcher, dans cette phase particulièrement critique, un durcissement des conditions monétaires dû à la revalorisation du franc. Aussi la Banque nationale avait-elle décidé en mars 2009 d'abaisser les taux d'intérêt à un niveau très proche de zéro et d'empêcher systématiquement un nouveau raffermissement du franc face à l'euro.

Fin 2009, la Banque nationale avait estimé que le danger de déflation s'était atténué avec la progression de la reprise économique. La prévision d'inflation conditionnelle sert toujours de principale référence à la Banque nationale pour prendre ses décisions de politique monétaire. Elle reflète l'évolution qui paraît la plus probable au moment de l'appréciation de la situation économique et monétaire. Cependant, elle ne révèle rien sur les risques qui pourraient conduire à une autre évolution de l'inflation ou à une évolution déflationniste. Dans ses décisions, la Banque nationale tient compte de la probabilité d'autres évolutions possibles de l'inflation, et de leurs répercussions sur l'économie. Ainsi, la Banque nationale avait, d'une part, constaté en décembre 2009 que la reprise progressait, mais, d'autre part, elle avait estimé que cette dernière restait encore fragile et entachée de grandes incertitudes. Elle en avait conclu qu'une appréciation modérée du franc pouvait être assumée, mais qu'une revalorisation excessive du franc recelait toujours des risques de déflation. Aussi la Banque nationale avait-elle annoncé en décembre 2009 qu'elle ne s'opposerait désormais résolument qu'à une revalorisation excessive du franc face à l'euro. Elle a confirmé cette politique lors de son appréciation de la situation économique et monétaire de mars 2010.

A partir de la mi-avril 2010, l'aggravation de la crise de la dette souveraine en Europe a provoqué de fortes tensions et une brusque augmentation de la volatilité sur les marchés financiers. Ces derniers n'avaient plus confiance dans la capacité de la Grèce à honorer ses engagements financiers. Le système bancaire européen a subi de nouvelles pressions. Fin avril, la Grèce a dû solliciter l'aide financière internationale. Si, dans un premier temps, les inquiétudes ont porté principalement sur la Grèce, la crise s'est rapidement propagée. De nouvelles tensions sont apparues sur le marché interbancaire. Les accords de swaps passés entre les principales banques centrales étrangères ont alors été réactivés afin d'assurer l'approvisionnement dans les monnaies respectives.

Cette soudaine aggravation des incertitudes sur les marchés financiers a conduit en très peu de temps à une fuite massive vers le franc suisse. Compte tenu de ces circonstances exceptionnelles, la Banque nationale n'avait aucune raison de changer le cap de sa politique monétaire, qui consistait à empêcher une revalorisation rapide et excessive du franc. Face à une telle situation, la Banque nationale n'était pas prête à accepter un fort resserrement des conditions monétaires, qui aurait pu provoquer une évolution déflationniste. Elle a donc de nouveau acheté de grandes quantités de devises.

En mai, l'Union européenne (UE), la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international avaient réussi à calmer peu à peu les marchés financiers avec, comme principale mesure, la création d'un mécanisme européen de stabilisation financière. Parallèlement, la Banque centrale européenne a commencé à soutenir les marchés des titres en achetant des obligations émises par certains Etats membres de l'UE. Il en a résulté une diminution de la volatilité sur les marchés financiers. En outre, les données conjoncturelles indiquaient un raffermissement de la reprise en Suisse. Les perspectives de croissance économique, du marché du travail et de l'utilisation des capacités techniques s'étaient en effet améliorés.

Lors de son examen trimestriel de juin, la Banque nationale a par conséquent conclu qu'une nouvelle revalorisation du franc ne représentait plus la même menace pour la stabilité des prix que peu de temps auparavant. Elle s'est donc abstenue d'intervenir de nouveau sur les marchés des changes.

En raison des importants achats de devises, les liquidités en francs se sont fortement accrues dans le système bancaire en 2010. Fin mai, la monnaie centrale a atteint un pic record. De son côté, le Libor à trois mois est tombé à un niveau historiquement bas.

En juin, la Banque nationale a commencé à réduire les liquidités dans le système bancaire. A cette fin, elle a recouru, dans une première phase, à l'émission de propres titres de créance, soit aux Bons de la BNS. Depuis juillet 2010, elle a passé en outre des pensions de titres destinées à résorber des liquidités. Par ces mesures, la Banque nationale a posé les fondements en vue d'une normalisation de la politique monétaire qui lui permettra d'assurer à moyen et à long terme la stabilité des prix.

Mesdames et Messieurs, la stabilité des prix a pu être assurée tout au long de 2010, et l'économie suisse a connu une croissance robuste. Cela signifie-t-il pour autant qu'il n'y ait jamais eu de risque de déflation? Bien sûr que non. Cela signifie simplement que ce risque ne s'est pas concrétisé. Grâce à sa politique – et les achats de devises en font partie – la Banque nationale a contribué sans doute à cette issue positive. Cependant, les mesures monétaires exceptionnelles ne sont pas restées sans conséquences. Comme l'a souligné le président du Conseil de banque dans son allocution de ce jour, elles se reflètent dans les pertes portées au bilan et dans les risques plus élevés que la Banque nationale doit supporter au niveau de celui-ci.

J'aimerais maintenant considérer l'avenir et commenter les perspectives pour 2011.

Perspectives pour 2011

Les perspectives pour l'économie mondiale sont encourageantes dans l'ensemble. Les indicateurs conjoncturels les plus récents font état d'une croissance toujours dynamique dans les pays émergents d'Asie. Les pays industrialisés à vocation exportatrice ont tout particulièrement profité de la demande soutenue provenant d'Asie. En Europe, il s'agit surtout de l'Allemagne, dont le regain d'activité est nettement supérieur à la moyenne européenne. Ainsi, dans la zone euro, la reprise s'avère très contrastée d'un pays à l'autre. Alors que l'Allemagne et la France évoluent de manière réjouissante, les pays périphériques

ne sont pas encore sortis de la crise. Aux Etats-Unis, la consommation privée s'est raffermie avec le redressement progressif du marché du travail.

En Suisse, malgré la fermeté persistante du franc, l'économie croît à un rythme plus dynamique que prévu. Aujourd'hui encore, les attentes des entrepreneurs laissent présager une évolution de l'économie toujours favorable ces prochains mois.

Jusqu'ici, les exportations se sont développées de manière plus positive qu'il n'était à craindre. Trois facteurs devraient avoir compensé en partie l'impact négatif de la forte revalorisation du franc: premièrement, l'économie a connu une forte expansion dans d'importants pays de destination des exportations suisses, en particulier dans les pays émergents d'Asie et en Allemagne. Les exportateurs suisses ont pu bénéficier de ce contexte favorable grâce à leur plus forte concentration sur ces marchés. Deuxièmement, la Suisse est plutôt spécialisée dans la production de biens à forte valeur ajoutée. Le prix joue en l'occurrence un rôle moins important que pour d'autres biens. Troisièmement, les exportateurs suisses ont fait preuve d'une faculté d'adaptation impressionnante. Ils ont réagi avec une extrême souplesse aux désavantages concurrentiels dus à la revalorisation du franc.

La Banque nationale s'attend à un tassement de la croissance économique en Suisse courant 2011. Nous tablons actuellement sur une progression du PIB de l'ordre de 2% environ. Une analyse plus approfondie permet d'identifier clairement certains effets modérateurs découlant de l'appréciation du franc. Les exportations de marchandises ont affiché un taux de croissance proche de zéro durant une grande partie de 2010. Vers la fin de l'année, elles ont certes connu un net rebond grâce à la forte demande mondiale. Toutefois, elles n'ont toujours pas dépassé leur niveau d'avant la crise. Sans la vive revalorisation du franc, elles se situeraient aujourd'hui probablement à un niveau plus élevé. Le tourisme, notamment, a souffert du franc fort et, dans ce secteur, la demande étrangère de services a même reculé ces derniers mois. Les enquêtes menées par la Banque nationale indiquent un durcissement de la concurrence dans beaucoup d'entreprises suisses à vocation exportatrice. Par ailleurs, de nombreux établissements se plaignent de l'étroitesse des marges. Alors que jusqu'à présent, il avait été possible de compenser la revalorisation du franc par des mesures de réduction des coûts, un nombre croissant

d'entrepreneurs commencent à envisager de délocaliser à l'étranger leur outil de production.

Ces signes appellent à la prudence. La revalorisation du franc, qui s'est déjà produite, pourrait affecter plus fortement l'économie que ne le laissent supposer les données disponibles à ce jour. D'autres risques pesant sur la croissance découlent de l'environnement international, et en particulier de la situation précaire de nombreux Etats sur le plan de la dette extérieure ainsi que des possibles répercussions de ces problèmes sur les marchés financiers. Cela vaut principalement pour la zone euro, où le problème de la dette dans les pays périphériques n'est pas encore résolu malgré les récents progrès concernant l'accord sur le fonds de sauvetage de l'euro, mais aussi pour les Etats-Unis et le Japon qui devront faire face à des défis considérables au niveau budgétaire dans les années à venir. De plus, une nouvelle hausse du prix du pétrole, liée notamment aux tensions au Proche-Orient, pourrait sensiblement freiner la croissance de l'économie mondiale. Enfin, il est actuellement encore difficile d'estimer les conséquences du tremblement de terre au Japon et de la crise nucléaire qu'il a provoquée.

Les risques d'un affaiblissement de la croissance demeurent donc importants. Malgré tout, la probabilité d'un effet de second tour paraît aujourd'hui peu probable compte tenu de la reprise conjoncturelle en Suisse comme à l'étranger.

Dans le domaine de la stabilité des prix, une certaine tendance à la hausse se profile. L'inflation a progressé à l'échelle mondiale. Les prix du pétrole et des produits agricoles ont augmenté. En outre, la demande toujours soutenue en provenance des pays émergents stimule, dans l'ensemble, la hausse des prix des matières premières.

En Suisse, l'évolution de l'inflation est restée modérée jusqu'ici. La très grande fermeté du franc a joué un rôle important dans ce domaine. En mars, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 1%. Toutefois, ce taux amplifie la pression inflationniste effective en Suisse. Les prix de l'habillement et des chaussures, désormais relevés sur une base mensuelle depuis début 2011, entraînent, pour des raisons techniques, une hausse temporaire du renchérissement annuel. Par ailleurs, comme le montrent certaines données

recueillies, les anticipations inflationnistes en Suisse sont certes en légère hausse, mais elles se situent toujours clairement dans la zone assimilée à la stabilité des prix.

Néanmoins, si le franc devait de nouveau rapidement s'affaiblir, le relèvement des prix des matières premières pourrait se faire davantage sentir en Suisse. La politique monétaire expansionniste recèle en outre à long terme des risques pour la stabilité des prix. En Suisse, ces risques se reflètent dans les taux de croissance durablement élevés des agrégats monétaires et des prêts hypothécaires. A plusieurs reprises, la Banque nationale a signalé que la situation sur les marchés hypothécaire et immobilier requiert la plus grande vigilance. Sur ces marchés précisément, des déséquilibres pourraient se former si une telle phase de taux très bas devait se prolonger.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'en arrive à la fin de mon exposé. La Banque nationale n'hésitera pas, à l'avenir également, à prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix dans notre pays. La stabilité des prix est une condition primordiale de la croissance et de la prospérité dans une société. C'est pourquoi la Banque nationale a pour mandat légal d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Le législateur lui a octroyé l'indépendance nécessaire dans l'accomplissement de ses tâches de politique monétaire. L'indépendance de l'institut d'émission est un bien précieux, qui a clairement fait ses preuves dans l'histoire de l'économie.

Mesdames et Messieurs, vous l'aurez aisément compris, nous continuons d'opérer dans un environnement extrêmement exigeant. Au nom de la Direction générale, je tiens à vous remercier, Mesdames et Messieurs les actionnaires, de votre fidèle soutien et de l'intérêt sans faille que vous témoignez à notre activité. J'aimerais également saisir l'occasion de cette Assemblée générale pour mentionner les nombreuses collaboratrices et collaborateurs de la Banque nationale, qui ont fait preuve d'un engagement exceptionnel depuis le début de la crise financière et économique. Ils ont accompli un travail remarquable. Au nom de mes collègues de la Direction générale, je leur adresse mes plus sincères remerciements.