

**La politique monétaire et les atouts
de la place financière suisse**

Ulrich Kohli

**Suppléant du Chef du 1^{er} département
Banque nationale suisse**

**Texte préparé pour la Conférence
"La Place Financière Suisse dans son Environnement International"**

**Alliance pour une Suisse forte
Berne, 4 novembre 2002**

1. Importance de la place financière suisse

L'importance du secteur financier suisse n'est plus à démontrer. Tout le monde sait que la Suisse compte de très nombreuses banques, y compris quelques-unes parmi les plus importantes de la planète. Notre pays dispose d'un réseau bancaire extrêmement dense. Il accueille également une multitude de banques étrangères. Il n'existe guère d'institut bancaire dont l'ambition est mondiale qui ne soit pas représentée en Suisse. Dans leur ensemble nos banques sont véritablement des institutions universelles qui offrent une palette très complète de produits financiers, du plus simple au plus sophistiqué, destinés à toutes les clientèles. Les compagnies d'assurance et de réassurance elles aussi sont fort développées dans notre pays, et les caisses de pension et de prévoyance y ont une présence très importante. Selon une étude récente, environ 11% du produit intérieur brut de la Suisse est imputable au seul secteur financier qui, par ailleurs, occupe près de 4% de la population active. Ces deux chiffres à eux seuls donnent la mesure de la très haute productivité dans ce secteur, productivité qui justifie les salaires relativement élevés qui y sont versés.

L'essor de la place financière suisse ne date pas d'hier, mais il s'est encore renforcé au cours des dernières décennies. Le succès du secteur financier, un des fleurons de l'économie suisse, cause parfois un sentiment d'envie ou d'amertume auprès d'autres acteurs économiques helvétiques. On reproche parfois au secteur financier d'assurer son succès aux dépens du secteur industriel dont la taille va en diminuant. Il est vrai que la concurrence du secteur financier, dans le marché du travail et celui de l'immobilier notamment, pèse sur certaines entreprises du secteur secondaire dont les gains de productivité sont parfois à la traîne et qui peinent alors à verser à leurs employés des salaires compétitifs. Toutefois, la croissance économique nécessite une concentration des ressources dans les secteurs porteurs. Cette allocation se fait au gré des forces du marché, par le jeu de l'offre et de la demande. La croissance économique conduit invariablement à des changements de structures. Certains secteurs prospèrent, alors que d'autres voient au contraire leur poids diminuer. Même si l'on peut regretter que certaines industries traditionnelles puissent connaître un déclin, il serait vain de vouloir s'opposer à cette tendance. Cela reviendrait à perpétuer

le statut quo et à entraver le progrès économique. Une économie figée est une économie en déclin. Le marché suisse du travail étant relativement flexible, cette évolution se fait sans trop de difficultés, même si l'ajustement est forcément très pénible pour les personnes concernées.

2. Avantages comparatifs

Qu'est-ce qui assure le succès de la place financière suisse? Les avantages comparatifs d'un pays s'expliquent par sa dotation en facteurs de production et par la technologie à sa disposition. La Suisse, pauvre en terre et en ressources naturelles, est riche en capital et en ressources humaines. Elle dispose d'une force de travail hautement qualifiée et elle bénéficie de conditions cadre très favorables au développement d'un secteur financier.

L'industrie financière suisse est riche en tradition et en expérience. Elle offre un produit de qualité dont la réputation internationale rivalise avec celle de notre fromage ou de notre chocolat. Elle peut s'appuyer sur un personnel très qualifié, motivé et consciencieux. Les banques suisses ont acquis une vaste expérience et une solide réputation dans le domaine de la gestion de fortune. Elles sont cosmopolites et polyglottes, et elles sont habituées à travailler avec la monnaie de tous les pays. Elles sont bien capitalisées et réputées sûres. A cela s'ajoute une technologie de pointe qui se traduit par une très grande efficacité. L'honnêteté, le sérieux et la discrétion qui prévalent dans l'industrie financière suisse, enfin, sont des qualités *sine qua non* dans le commerce de l'argent.

3. Conditions cadre

L'industrie financière suisse bénéficie également de conditions cadre qui contribuent grandement à son succès. Une infrastructure très performante. Un réseau de routes nationales et de chemins de fer très étendu, plusieurs aéroports internationaux, un système de télécommunication très fiable, un système de paiements extrêmement efficace, tant d'atouts qui favorisent la venue en Suisse de clients de toutes origines et le déroulement de leurs affaires. Il faut ajouter qu'il n'est pas désagréable de venir en

Suisse pour passer quelques jours à Genève, Zurich ou Lugano. Ces villes sont connues pour la qualité de leur shopping, elles hébergent des musées renommés, d'excellents hôtels et de bonnes tables. La Suisse est une destination touristique favorite. Le climat y est clément, la population accueillante et multilingue. Située au cœur de l'Europe, la Suisse peut être facilement atteinte de toutes les directions.

L'environnement socio-politico-économique de la Suisse est également très favorable au développement d'une place financière réputée. La criminalité y est basse. Le système judiciaire y fonctionne bien. La Suisse dispose d'un filet de sécurité social enviable, sans être pour autant sur dimensionné. La Suisse jouit depuis longtemps d'un système politique très stable, si stable même que de nombreux observateurs le trouvent presque ennuyeux. La politique économique y est caractérisée par la raison. La politique budgétaire y est menée avec prudence. Les autorités locales s'adonnent à une saine concurrence fiscale, si bien que les taux d'imposition restent relativement bas. Les déficits budgétaires sont maîtrisés. Autant d'éléments qui inspirent la confiance, tant aux ménages qu'aux investisseurs.

Une autre caractéristique qui contribue assurément au succès de la place financière suisse, même si son importance est souvent exagérée, est le secret bancaire ou pour utiliser un terme anglais qui me paraît mieux convenir, la "financial privacy", c'est à dire, la confidentialité financière. Les Suisses y sont très attachés, tout comme ils tiennent au secret des rapports entre un avocat et son client, au secret médical ou au secret professionnel plus généralement. La Suisse est un pays construit de bas en haut, "bottom up". Ce sont les citoyens et les citoyennes qui surveillent le gouvernement et non pas l'inverse. Les Suisses ne sauraient tolérer un Etat fouineur. La fraude et l'évasion fiscales sont sévèrement punies dans notre pays, mais nos concitoyens sont habitués à ce que l'on leur fasse confiance et la très grande majorité d'entre eux la mérite amplement. Ils ne pourraient pas comprendre que cette même confiance ne soit pas accordée non plus aux ressortissants étrangers, clients de nos banques.

4. La politique de stabilité des prix

La politique monétaire elle aussi contribue largement au maintien de conditions cadre favorables au développement économique en général et de la place financière suisse en particulier. Elle est axée sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Le premier élément de notre concept de politique monétaire concerne la définition de la stabilité des prix. Par là nous entendons un taux d'inflation compris entre 0% et 2%. Deuxièmement nous guidons notre action sur une prévision conditionnelle d'inflation à trois ans. Si la prévision indique que la stabilité des prix est menacée de façon significative, une correction de la politique monétaire s'impose. La cible opérationnelle que nous utilisons dans ce but est le taux d'intérêt du Libor à trois mois. Bien que nous ne contrôlions pas directement ce taux, nous pouvons l'influencer de près à travers les opérations de refinancement des banques, en agissant soit sur le prix, soit sur le volume de ces opérations.

La stabilité des prix est la contribution la plus importante que nous puissions apporter à la santé de notre économie nationale et à celle de la place financière suisse.

L'inflation est un fléau redoutable qui entraîne des coûts considérables pour l'économie tout entière. L'inflation signifie une perte du pouvoir d'achat de la monnaie. Elle conduit à une augmentation des coûts de transaction et des coûts d'information. Elle engendre une perte de confiance de la part des ménages et des investisseurs envers non seulement la monnaie nationale, mais aussi envers les institutions du pays. L'inflation conduit à des distorsions de prix et incite les agents économiques à modifier leur comportement dans l'espoir de se mettre à l'abri de l'érosion monétaire. Elle pénalise particulièrement les membres les plus faibles de la société, à savoir les travailleurs peu qualifiés et les retraités. Même un taux d'inflation apparemment inoffensif de 3% par an conduit à un doublement du niveau des prix en moins de 25 ans. Une personne qui prendrait sa retraite à l'âge de 60 ans au bénéfice d'une pension fixe verrait son pouvoir d'achat diminuer de moitié avant d'avoir atteint l'âge de 85 ans. Bien entendu, une baisse soutenue des prix, la déflation, conduit à des problèmes au moins aussi importants et doit être combattue avec tout autant de résolution.

La plupart des économistes admettent aujourd'hui que la politique monétaire n'a guère de prise à long terme sur les variables économiques réelles, comme la croissance du PIB réel ou le taux de chômage. Une création monétaire excessive, même si elle peut à court terme avoir des effets favorables sur l'activité économique, se traduit rapidement par une hausse du niveau des prix, alors même que le niveau d'activité aura tôt fait de retourner à son niveau naturel, voire même de tomber au-dessous. Si l'effet d'une politique monétaire expansive sur la conjoncture est éphémère, l'inflation qu'elle déclenche, elle, va perdurer. Avec elle, la montée des taux d'intérêt est inexorable. Tôt ou tard cette inflation devra être combattue, au prix d'un ralentissement passager, mais bien inopportun, de l'activité économique. Une politique monétaire trop activiste est contre-productive et se traduit par des fluctuations excessives de l'activité économique. Une politique monétaire trop expansive porte en elle les germes de la récession suivante. Nous avons la chance en Suisse que ces mécanismes soient relativement bien compris par le public, si bien que la Banque nationale suisse profite d'un large soutien de la population et des milieux politiques dans la poursuite de sa politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Cette stabilité des prix profite notamment à la place financière suisse. Le pouvoir d'achat de notre monnaie est préservé à travers le temps. Les taux d'intérêt sont stables. La transparence s'en trouve accrue. Les débiteurs aussi bien que les créanciers peuvent s'engager dans des contrats sans devoir craindre des surprises dues à des poussées inflationnistes inattendues.

Il n'est peut-être pas inutile de mentionner également que la Banque nationale suisse dispose de réserves monétaires très importantes. Une partie de ces réserves monétaires est détenue sous forme d'or, ce qui est d'ailleurs requis par la Constitution fédérale. Même s'il est prévu que nous continuions à écouler une partie de notre stock au cours des années à venir, la BNS disposera encore de près de 1'300 tonnes au terme de ce programme de vente. Ces réserves très amples renforcent la confiance placée dans notre monnaie et contribuent au bon renom de la place financière suisse. Sans être excessives, elles sont confortables en comparaison internationale, ce qui nous vaut

d'ailleurs parfois quelques critiques de la part de certains observateurs qui ont un peu de peine à comprendre le rôle d'une banque centrale et de ses réserves monétaires.

5. Une politique monétaire indépendante

Comme vous le savez, la Suisse ne fait pas partie de l'Union monétaire européenne. En conservant notre monnaie, nous gardons également notre capacité à mener une politique monétaire indépendante, une politique faite sur mesure et adaptée aux besoins spécifiques de la Suisse. Ceci nous a permis depuis le début de l'année dernière d'abaisser les taux d'intérêt de façon répétée et de manière beaucoup plus agressive que la Banque centrale européenne. En moins d'un an et demi, le niveau du Libor a ainsi été ramené de 3.50% à 0.75%.

La stabilité interne de notre monnaie a pour corollaire sa fermeté extérieure. Le franc suisse est considéré comme une monnaie forte. Par cela, il faut entendre que le franc tend à conserver sa valeur sur le marché des changes, qu'il ne se déprécie guère face aux monnaies étrangères. Au contraire, depuis de nombreuses années le franc a plutôt tendance à s'apprécier par rapport aux principales monnaies internationales. Dans une large mesure, cette appréciation est due à la perte de pouvoir d'achat des monnaies en question. Toutefois l'appréciation du franc va au-delà du simple différentiel d'inflation. C'est dire que le franc s'apprécie également en termes réels. L'appréciation réelle d'une monnaie est fondamentalement une issue favorable. Cela est une marque de succès, un vote de confiance et signifie une augmentation du pouvoir d'achat pour le pays dans son ensemble. Dans une large mesure cette appréciation réelle du franc reflète la haute productivité des entreprises suisses, mais il faut reconnaître que si elle est trop violente ou trop rapide, elle peut entraîner des difficultés pour les entreprises exportatrices dont la compétitivité est alors amputée. La Banque nationale suisse est pleinement consciente de ces difficultés et elle a démontré à plusieurs reprises récemment qu'elle n'hésite pas à relâcher sa politique monétaire en cas de besoin pour contrer une appréciation excessive de notre monnaie.

Il faut cependant faire la part des choses. De janvier 1999 à aujourd'hui, le cours de l'euro est tombé de Fr. 1.60 à Fr. 1.46, ce qui équivaut à une dépréciation nominale

d'environ 9%. En termes réels, toutefois, l'appréciation du franc n'est que de moitié en raison de l'inflation moyenne plus faible que la Suisse a connue pendant cette période. Une appréciation réelle de 4 ou 5% en quatre années n'est pas exceptionnelle en comparaison historique, même s'il est vrai que cette hausse du franc est douloureuse pour certains acteurs économiques.

Serait-il préférable de lier le franc à l'euro et de supprimer une bonne fois pour toutes ces fluctuations de change si désagréables? Nous ne le pensons pas. D'une part, le fait de fixer le franc à l'euro ne stabiliserait en rien son taux de change par rapport à d'autres monnaies, comme le dollar américain, le yen japonais ou la livre anglaise. D'autre part, ce qui est bien plus important encore, la fixation du taux de change nominal par rapport à l'euro n'entraverait nullement la tendance de notre monnaie à s'apprécier en termes réels sur la longue période. Cette tendance peut se manifester soit par une appréciation nominale du franc par rapport à d'autres monnaies comme c'est le cas aujourd'hui, soit, si le taux de change était fixe, par une hausse des prix plus rapide en Suisse qu'ailleurs.

A ce propos, l'exemple des Pays-Bas - le pays de toute l'Union européenne qui peut-être ressemble le plus à la Suisse - est parlant. Ce pays, qui a pourtant adopté l'euro, est autant soumis à l'appréciation réelle de sa monnaie que la Suisse. Bien que son taux de change nominal par rapport à ses voisins soit rigoureusement fixe, le fait que l'inflation, avec un taux de 3.3% sur les douze derniers mois, y soit nettement plus élevée qu'en Allemagne, par exemple, dont le taux d'inflation n'est que de 1.1%, signifie que les entreprises néerlandaises sont autant soumises à des pressions concurrentielles que les entreprises suisses, sans toutefois pouvoir profiter des avantages qu'assure la stabilité des prix.

La politique monétaire de la BNS et celle de la Banque centrale européenne se ressemblent. Les deux instituts partagent la même philosophie et sont pleinement conscients des contraintes qui délimitent leur action. Les chocs auxquels sont soumises leurs économies respectives sont souvent, mais pas toujours, les mêmes, ce qui se traduit par une certaine convergence, aussi bien au niveau de la politique suivie

que de l'évolution de la conjoncture. Les cycles économiques internationaux paraissent en effet être de plus en plus synchronisés. Néanmoins, l'environnement dans lequel ces économies évoluent n'est pas toujours identique, ce qui peut appeler à des réactions différenciées. En maintenant l'indépendance du franc, la Banque nationale est capable d'offrir à la Suisse une politique monétaire taillée sur mesure, une politique qui corresponde le plus précisément possible à ses besoins. En fixant le franc à l'euro, la BNS ne serait plus en mesure d'assouplir sa politique monétaire en cas de ralentissement conjoncturel dans notre pays ou de la resserrer en cas de surchauffe. Le taux de change ne pourrait plus remplir son rôle régulateur et ce serait alors aux prix et aux salaires d'assurer la totalité des ajustements. La fixité du taux de change nominal ne garantirait nullement l'absence de mouvements du change réel, comme le cas des Pays-Bas le démontre. Et cette rigidité nominale serait chère payée, puisque la Suisse perdrait son double privilège de taux d'intérêt bas et de stabilité des prix.

6. Un produit à succès

La place financière suisse est une des rares places financières internationales qui dispose encore de sa propre banque centrale et de sa propre monnaie. Le franc suisse est un survivant. Les monnaie indépendantes se font de plus en plus rares, ce qui confère au franc et à la place financière suisse un prestige particulier. Selon certains classements, le franc est la cinquième monnaie internationale en importance et il reste une monnaie de diversification incontournable. C'est un produit à succès. Nous en avons l'exclusivité. Il serait dommage d'y renoncer.