

M. Roth dresse un tableau de la politique monétaire et de la conjoncture économique en Suisse Allocution de M. Jean-Pierre Roth, Vice-président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, au Centre International d'Etudes Monétaires et Bancaires, (CIMB), à Genève, le 22/4/97.

Mesdames et Messieurs,

C'est avec des sentiments bien particuliers que je m'adresse à vous aujourd'hui. Certes, le thème de mon exposé - Politique monétaire et reprise: où en sommes-nous ? - est d'une grande actualité alors que notre pays connaît sa septième année de stagnation économique. Mais au-delà de cette constatation - et avant d'entrer dans le vif du sujet -, j'aimerais rendre hommage à la maison qui nous accueille ce soir - l'Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales-, où j'ai eu le privilège de pouvoir faire mes études de doctorat au début des années septante. Par son enseignement dans les domaines de l'histoire, de la politique et de l'économie, l'Institut HEI a formé des générations de diplomates, de hauts fonctionnaires, de chefs d'entreprises, en Suisse et à l'étranger. Sans rien ôter aux mérites de HEI dans les autres domaines, je voudrais souligner le rôle éminent que l'Institut a joué et joue encore dans le domaine monétaire. Les plus grands noms de la théorie monétaire sont venus ici, faisant de HEI un centre privilégié d'enseignement sur le plan suisse. Les travaux de recherche de l'Institut ont un renom qui dépasse largement nos frontières. Tout ceci est dû aux efforts du corps professoral et de la direction de HEI, soutenus par les Autorités fédérales et genevoises. Je forme le voeu que ce centre d'excellence dans le domaine de la monnaie et des relations internationales continue à fournir à notre pays les services qu'il nous a rendus jusqu'ici.

Je ferme cette parenthèse pour en venir à cette question qui nous préoccupe tous: qu'en est-il de la conjoncture? Sommes-nous au terme de la phase de stagnation qui frappe si durement la Suisse depuis 1990? Pourquoi cette traversée du désert si douloureuse sur le plan social? Quels sont nos moyens pour gérer la situation?

J'aborderai le problème en trois phases: en premier lieu, je ferai le point sur la conjoncture internationale et mettrai en évidence la situation particulière dans laquelle se trouve l'Europe continentale dont notre pays dépend si étroitement. Ensuite, je ferai une rétrospective des événements conjoncturels des années nonante et m'attarderai sur les problèmes spécifiques rencontrés par notre pays. Enfin, je tirerai de ce survol quelques enseignements pour la conduite de la politique économique dans ce pays.

1. Un survol conjoncturel

Commençons par faire le point de la situation conjoncturelle. Comment ne pas être frappé par la césure qui existe, aujourd'hui, dans les pays de l'OCDE entre le monde anglo-saxon, d'une part, et l'Europe continentale, de l'autre.

Les Etats-Unis font preuve d'une bonne santé conjoncturelle, qui semble résister à l'usure du temps. Après avoir stagné, puis reculé à la fin des années quatre-vingt, l'économie américaine a retrouvé le chemin de la croissance. L'emploi global n'a pas cessé d'augmenter et le taux de chômage de baisser. La croissance de l'économie se poursuit sans discontinuer depuis 1992 et aucun ralentissement notable n'est attendu pour l'instant. Le risque d'une pression excessive sur les ressources ne peut même plus être écarté, aussi la Réserve fédérale a-t-elle récemment décidé de relever d'un quart de point le taux des Fonds fédéraux. Les perspectives en matière d'inflation restent toutefois bonnes, avec une progression modeste des coûts salariaux.

Un scénario analogue a pu être observé au Royaume-Uni. Là aussi une stagnation conjoncturelle a pu être observée à la fin des années quatre-vingt. La reprise s'est manifestée un peu plus tard qu'Outre-Atlantique, au début de 1993, soit avec douze mois de retard par rapport au cycle américain. Au Royaume-Uni, comme aux Etats-Unis, la croissance s'est maintenue depuis lors, entraînant une réduction du chômage sans créer de menaces sérieuses pour la stabilité des prix.

Force est de constater que l'atmosphère est bien différente sur le continent européen. D'une part, en raison de la réunification allemande, le creux conjoncturel s'y est manifesté plus tard que dans les économies anglo-saxonnes, la croissance tombant à son niveau le plus bas en 1993 seulement, et, d'autre part, la remontée d'activité ne s'est jamais véritablement matérialisée. Après une légère embellie à la fin de 1994 et au début de 1995, le ciel conjoncturel européen s'est à nouveau assombri pour déboucher sur une année 1996 franchement morose contrairement aux attentes. Parallèlement, le chômage a augmenté de manière spectaculaire, atteignant des taux records pour les quinze dernières années.

Pour clore ce tour d'horizon, quelques mots sur l'Asie, l'autre pôle de développement de l'économie mondiale. Je ne m'y arrêterai que brièvement car les faits sont largement connus. En Asie, on constate également une opposition entre deux types de situation économique bien différents. Les nouveaux pays industrialisés, qui, dans le sillage des Etats-Unis, ont réalisé d'importants progrès économiques, et ont vu leur croissance, ces dernières années, se situer au-dessus de la moyenne des dix années précédentes. De son côté, le Japon, le champion de la croissance par le passé, a de la peine à retrouver un sentier d'expansion comparable à celui qui était le sien dans les années quatre-vingt. A ses problèmes de compétitivité s'ajoute une situation financière interne chancelante.

Qu'en est-il de la Suisse?

2. La situation en Suisse

Un survol des dix dernières années nous indique que le destin conjoncturel de la Suisse a été étroitement lié à celui de l'Europe continentale. Comme chez nos voisins immédiats, le cycle conjoncturel s'est retourné en 1993 seulement et, après une amélioration passagère en 1994, de nouveaux signes de faiblesse de la demande sont intervenus en 1995 et 1996. La séquence de nos épisodes conjoncturels a donc parfaitement coïncidé avec ce qui se passait en France et en Allemagne. Mais, contrairement à ces deux pays qui ont pu malgré tout enregistrer des taux de croissance de l'ordre de 1 à 2%, les nôtres sont restés proche de zéro. Dans une Europe continentale croissant à un rythme modeste, la Suisse a connu des années de stagnation.

Que s'est-il passé dans notre pays pour qu'il connaisse des élans conjoncturels insignifiants?

Ma réponse est relativement simple: la Suisse a connu avec une acuité toute particulière un certain nombre de difficultés rencontrées également par nos voisins. Elle s'est trouvée dans leur mouvance mais a occupé l'inconfortable situation d'être placée continuellement un peu plus que les autres à l'écart des pressions de la demande.

Quels sont ces facteurs négatifs?

2.1. Le renforcement du franc

Le premier facteur qui a contribué à marginaliser la Suisse sur le plan conjoncturel a été l'évolution du franc. Alors que les monnaies européennes étaient déjà fortes par rapport au dollar, le franc se renforçait à leur égard.

L'histoire devra juger si, à la suite de la réunification allemande et dans la perspective de l'Union monétaire, les pays de l'Union européenne n'ont pas été amenés à appliquer une politique monétaire trop restrictive en regard de leur situation économique. Les faits sont là: du début à la fin de 1994, le mark s'apprécie de 10% face au dollar, entraînant le franc français et les autres monnaies du SME dans son sillage. Les raisons de cette correction des changes ne se situent pas que du côté européen. Il faut se souvenir que, durant les années précédentes, les Etats-Unis avaient poursuivi une politique monétaire résolument expansive. Des stratégies monétaires opposées de part et d'autre de l'Atlantique créèrent un potentiel d'ajustement de change. La perte de compétitivité qui s'en est suivi a fait jouer au commerce extérieur européen, en 1995, un rôle de frein alors qu'il aurait dû soutenir la croissance.

Les choses ne se sont pas manifestées différemment dans notre pays, mais avec une intensité particulière. Le franc s'est non seulement renforcé face au dollar, mais aussi face aux monnaies européennes. Le coup de frein conjoncturel a donc été encore plus fort chez nous que chez nos voisins. De plus, l'atmosphère conjoncturelle s'effritant en Europe, la Suisse voyait sa demande extérieure perdre rapidement du dynamisme.

Les raisons de cette réaction excessive du franc sont vraisemblablement doubles. D'une part, notre monnaie a tendance à "surréagir" en cas de faiblesse du dollar; d'autre part, la discussion sur l'intégration monétaire en Europe a peut-être terni l'image du mark allemand et provoqué le report sur le franc suisse de capitaux spéculatifs.

2.2. L'héritage de la surchauffe des années quatre-vingt

Le second facteur qui a mis en difficulté l'économie suisse dans les années nonante a été la gestion de l'héritage des années quatre-vingt. Nous le savons maintenant, le rythme de croissance de l'économie suisse durant la seconde moitié de années quatre-vingt allait au-delà de ce qui était soutenable en durée. Avant même le krach boursier et les injections de liquidité qui lui furent liées, les crédits augmentaient à un rythme de 8 à 9%. Des signes de surchauffe étaient apparus dans l'immobilier d'abord, dans l'ensemble de l'économie ensuite. Le recours aux ressources productives était excessif.

La fin de la période inflationniste des années quatre-vingt entraîna d'importants ajustements structurels, notamment dans l'immobilier. Des situations analogues ont pu être observées en Allemagne et en France, mais le phénomène avait pris chez nous une grande ampleur en raison du rôle du marché hypothécaire. L'assainissement du secteur immobilier, au début des années nonante, a pesé ainsi de manière toute particulière sur la demande globale en Suisse, non seulement sur la demande de construction, mais également sur la demande des ménages, ceux-ci étant souvent confrontés à la nécessité de consacrer une part plus importante que souhaitée de leur revenu disponible au service de leur dette hypothécaire ou de leur loyer.

Enfin, après des années de plein-emploi, voire de "suremplei", la montée du chômage a provoqué beaucoup d'inquiétude et d'insécurité dans le public. Cette situation nouvelle a forcément pesé négativement sur le climat de la consommation.

2.3. La libéralisation du marché intérieur

Le troisième facteur qui a influencé la conjoncture helvétique par rapport à celle de ses voisins est la difficile libéralisation de notre marché intérieur.

Il ne fait pas de doute que les années de haute conjoncture avaient conduit à une cartellisation excessive du marché intérieur en Suisse. Les exemples ici sont multiples. Avec l'isolement de notre pays face aux mouvements européens d'intégration, nous avons dû nous atteler nous-mêmes à la libéralisation de notre marché intérieur. Le processus de déréglementation est engagé. Sur la courte période, ce vent nouveau de concurrence crée des incertitudes, laisse des traces en termes de croissance et d'emploi. Ici aussi, nous nous attaquons à des problèmes que nos voisins connaissent également. Il est probable que la faible dimension de notre marché intérieur, ses cloisonnements culturels et politiques font de cette libéralisation un exercice particulièrement difficile.

3. La politique monétaire 1990 -1997

Comment la Banque nationale a-t-elle intégré cette situation économique dans sa stratégie monétaire au cours des dernières années?

Comme je l'indiquais tout à l'heure, le début des années nonante a correspondu à la fin d'une phase inflationniste. On l'a oublié aujourd'hui, mais en 1991 notre taux d'inflation avait franchi la barre des 6%. Une certaine accélération de la hausse des prix s'était également manifestée dans les pays qui nous entourent, mais le phénomène avait pris chez nous une ampleur inaccoutumée. Même l'Allemagne, qui vivait alors sa réunification, n'affichait pas des taux d'inflation aussi élevés. La politique monétaire de l'époque visait donc la restauration de la stabilité des prix, en Suisse comme chez nos voisins.

Le caractère restrictif de notre politique monétaire du début des années nonante peut être illustré par le fait - et cela était inhabituel - que les taux d'intérêt à court terme dans notre pays se situaient au niveau des taux allemands.

La fin de la phase restrictive de la politique de la BNS peut être située au milieu de l'année 1992. L'inflation était encore de l'ordre de 4%, mais nos projections nous indiquaient qu'un ralentissement graduel de la hausse des prix allait intervenir. Par ailleurs, les taux européens, anormalement tirés vers le haut par les conséquences de la réunification allemande, ne nous paraissaient plus correspondre aux perspectives de l'économie suisse.

En 1992, la Banque nationale a été la première banque centrale de l'Europe continentale à baisser ses taux d'intérêt. Le différentiel de taux d'intérêt avec l'Allemagne s'est rapidement creusé pour atteindre deux points de pourcentage douze mois plus tard. Cette correction n'a toutefois pas pu corriger les tendances récessives qui existaient déjà chez nous et chez nos voisins européens. Comme je vous l'indiquais tout à l'heure, l'économie suisse entraînait en récession au début de 1993 et cette situation dura durant la majeure partie de l'année.

La BNS aurait-elle pu assouplir sa politique plus tôt? Cette question a souvent été évoquée dans le public. Les jugements a posteriori sont toujours dangereux car ils se basent forcément sur une connaissance des choses qui n'était pas celle des décideurs de l'époque. Je constate simplement que le franc était orienté à la baisse durant les premiers mois de 1992, et que l'inflation se situait encore entre 4 et 5%, aussi je comprends que la Banque nationale ait

considéré que le moment n'était pas propice à donner des signes de relâchement monétaire. Le risque aurait été d'affaiblir le franc et de relancer une pression inflationniste qui était encore vive à ce moment-là.

Une fois la politique monétaire assouplie en Suisse à la moitié de l'année 1992, un relâchement prudent est intervenu en France et en Allemagne, je dis prudent car la décrue des taux dans ces pays s'est toujours située en retrait de ce qui se passait chez nous. Parallèlement, la croissance monétaire reprenait dans notre pays, si bien que des conditions favorables à une reprise apparaissaient progressivement. Pour 1994, une croissance de l'ordre de 1,5% était attendue par l'institut de prévision de l'EPFZ, avec une perspective d'accélération à 2% pour 1995.

Le réveil conjoncturel eut bien lieu, non seulement chez nous, mais également chez nos partenaires européens, mais il ne dura pas. De nouvelles difficultés surgirent. En février 1994, la Réserve fédérale américaine décida, après avoir maintenu longtemps une orientation expansive à sa politique, de tirer à nouveau sur les rênes monétaires. En l'espace de douze mois, les taux à court terme sur l'eurodollar passaient ainsi de 3 à 6%, mettant un terme à la baisse des taux en Europe. Les taux longs montèrent sur un large front et le dollar fléchit. Le recul du dollar se poursuivit pendant deux ans, entraînant une appréciation des monnaies européennes, particulièrement du franc suisse qui a toujours tendance à surréagir dans de pareilles circonstances.

L'année 1994 joua donc un rôle crucial dans le déroulement des événements conjoncturels de ces dernières années car elle vit une très forte détérioration des conditions monétaires en Europe continentale. La reprise se fragilisa partout sans que les spécialistes s'en rendent compte; leurs prévisions conjoncturelles demeurant franchement optimistes. A la fin de 1994, une accélération de la croissance était encore envisagée pour l'année suivante et une consolidation de ce mouvement en 1996. On le sait, les événements se déroulèrent différemment: le dollar continua de fléchir; la Suisse, comme ses voisins, sombra une nouvelle fois en récession. La Banque nationale provoqua bien de nouvelles réductions des taux d'intérêt et un élargissement de l'écart entre les taux suisses et allemands, mais la croissance économique dans notre pays se ralentit, puis stagna purement et simplement.

Au milieu de l'année dernière, il nous est apparu évident qu'un retournement de situation conjoncturel était improbable et que les risques déflationnistes augmentaient. C'est pour cette raison que nous avons donné un accent nouveau à notre politique monétaire, provoquant une baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire. Parallèlement, le dollar, qui avait commencé à se redresser en début d'année, faisait un bond en avant sur le marché des changes et le franc fléchissait par rapport aux monnaies européennes. Dans leur ensemble, la baisse des taux d'intérêt en Suisse et la baisse du franc ont corrigé les conditions monétaires pour les rendre plus favorables à la reprise conjoncturelle. Mais une nouvelle fois nous ne sommes pas seuls. Une amélioration semblable du cadre monétaire est aussi intervenue chez nos voisins allemands et français. Au niveau du continent européen, les conditions monétaires ont rarement été aussi bonnes pour assurer une reprise économique.

4. Le bout du tunnel?

Si tel est le cas, peut-on maintenant être optimiste? Sommes-nous au bout du tunnel puisque chez nos partenaires comme chez nous les ingrédients sont là pour permettre un redressement conjoncturel?

Je ne doute pas que, la machine économique européenne repartie, nous voyions les choses rapidement bouger chez nous. Nos entreprises ont fait ces dernières années des efforts considérables d'ajustement afin de devenir plus compétitives, d'assurer la qualité de leur produit et de mieux répondre aux besoins de leurs clients. Les mesures de restructuration qui ont été prises - avec leur impact douloureux sur le chômage - révèlent leur prise de conscience et leur volonté d'aller de l'avant. Par ailleurs, il existe suffisamment de ressources disponibles pour qu'une réaction rapide de la production soit possible, et ceci sans pressions inflationnistes .

Je m'associe toutefois à ceux qui ne pensent pas que la reprise se manifesterait en 1997 avec vigueur. En effet, tout porte à croire que si l'environnement européen sera porteur, ses impulsions demeureront modestes.

Pourquoi?

(a) En premier lieu, les problèmes de l'Europe continentale - comme lieu de production - ne sont pas encore réglés. Les termes libéralisation, déréglementation, flexibilisation sont souvent évoqués, mais les ajustements sont loin d'avoir été pleinement opérés. Un marché du travail plus efficace, des conditions plus stimulantes pour le développement technologique et la création d'emplois sont les axes de développement sur lesquels tous les Européens doivent s'engager plus fermement. Il est frappant de constater que depuis le début des années nonante, l'Europe occidentale a détruit environ 4% de ses places de travail alors que les Etats-Unis en ont gagné 8%. Les conditions monétaires seules n'expliquent pas le déclin de la compétitivité européenne. En arrière-plan se trouvent des facteurs plus lourds de formation, de recherche, d'incitation à la création de valeur plutôt qu'à la gestion de l'acquis. Ces problèmes sont difficiles à aborder car ils sont de nature politique, économique et sociale. Le débat sur ces sujets est largement engagé chez nous, il l'est aussi chez nos voisins. Mais nos démocraties européennes ne progressent qu'avec peine dans ces terrains difficiles.

(b) En second lieu, la probabilité est grande que nous observions, ces prochains mois, un redressement des taux d'intérêt aux Etats-Unis. L'exemple de 1994 revient alors à l'esprit. Si l'Europe est entraînée dans un mouvement de hausse des taux alors que sa conjoncture est encore fragile, le redressement pourrait être compromis ou, du moins, se déployer à un rythme ralenti. Au coeur du problème se situera bien entendu la position du dollar. Si celui-ci reste orienté à la hausse, les conditions de la reprise resteront favorables. Si un nouvel accident devait intervenir, une hypothèque supplémentaire - bien lourde celle-là - pèserait sur le cycle européen, donc sur notre pays.

(c) Enfin, il faut craindre que les incertitudes qui entourent le projet d'unification monétaire pèsent encore sur les décisions des entrepreneurs, voire créent un biais restrictif dans le cours de la politique monétaire européenne, avant tout allemande et française. Peut-on imaginer - avec des marchés continuellement à l'affût de ce qui pourrait être un signe

avant-coureur de la qualité future de l'euro - que les autorités monétaires européennes prennent le moindre risque en matière d'expansion monétaire? Je ne le pense pas.

Il faut toutefois souligner un point positif: l'incertitude européenne semble profiter avant tout au dollar américain. Il se peut donc que la situation de dollar fort que nous connaissons maintenant se maintienne au cours des prochains mois, ce qui me fait également penser que le franc suisse ne sera pas forcément au coeur de la tourmente si le processus d'intégration monétaire européenne devait connaître des difficultés.

5. Les enseignements

Quels enseignements devons-nous tirer de ce survol de la politique monétaire des dernières années?

5.1. La Suisse: un pays d'Europe continentale

Le premier enseignement est une évidence, la situation conjoncturelle de la Suisse dépend étroitement de ce qui se passe à l'étranger, notamment dans les pays qui nous entourent. C'est là que se trouvent nos premiers marchés d'exportation. Depuis le début des années nonante, tous nos retournements conjoncturels ont coïncidé avec ceux de nos grands voisins. C'est une illusion de penser que nous disposons des moyens de nous dégager de cet environnement pour vivre à notre propre rythme économique. Je crois que ceux qui y songent surestiment notre marge de manoeuvre et aussi notre capacité de mettre correctement en cours nos instruments de politique macro-économique.

La réalité me semble tout autre: La Suisse est une économie dont la structure, les ressources, les orientations sont proches des autres économies du continent. Nous avons bien entendu nos spécificités, mais plus de points nous lient que nous séparent de nos voisins.

Je tire tout naturellement une conclusion intermédiaire de cette constatation: notre ambition dans le domaine macro-économique ne doit pas être de vouloir donner à la Suisse un autre destin conjoncturel que celui de l'Europe, mais d'essayer de la placer au mieux dans le sillage du grand navire qu'est l'économie d'Europe continentale.

5.2. La nécessaire autonomie monétaire

Le deuxième enseignement se réfère à la politique monétaire: Pour tenter de tirer le meilleur parti de notre situation dans la mouvance de l'économie de nos voisins, nous devons chercher à jouer le plus souvent possible la carte de notre autonomie monétaire. Cette conclusion, un peu surprenante étant donné notre intégration économique, vient du fait que, aux yeux des marchés, le franc suisse n'est pas perçu comme une monnaie européenne typique. Les réactions du franc aux variations du dollar sont plus exacerbées que celles du DM ou du franc français. Il en résulte une volatilité qui peut entraver l'activité économique, peser sur la conjoncture.

A première vue, on pourrait penser que si tel est le cas, ce n'est pas l'autonomie monétaire, mais bien plus l'alignement qui serait la réponse stratégique appropriée. Je ne le pense pas. Tant que la Suisse ne fera pas partie des institutions européennes, le franc suisse

continuera d'être considéré comme un élément particulier sur le marché. Dans ce cas, l'alignement de notre politique monétaire sur celle de l'Europe - aujourd'hui celle de la Bundesbank, demain celle de la Banque centrale européenne - nous priverait de nos possibilités de réactions en cas de perturbations des marchés. L'autonomie monétaire me paraît donc être la bonne stratégie tant que l'intégration économique et politique de la Suisse en Europe n'est pas définitive.

5.3. Apprécier les conditions monétaires élargies

Le troisième enseignement se rapporte à la stratégie monétaire. Dans un pays placé aussi fortement sous l'influence des humeurs des marchés des changes que le nôtre, la politique monétaire ne peut être rigide mais doit essayer de tenir compte, au mieux, des différents types de chocs auxquels il est soumis. Un certain dogmatisme est évidemment nécessaire. Pour les banquiers centraux, le lien entre l'évolution tendancielle de la liquidité et le niveau général des prix est une relation fondamentale qu'ils ne peuvent pas perdre de vue sur la durée. Mais dans la conduite des opérations de court terme, ce que l'on appelle les "conditions monétaires", c'est-à-dire un juste équilibre entre les conditions de taux d'intérêt et de cours de change, se révèlent être un guide opérationnel utile. Dans notre cas, c'est bien dans le but d'améliorer ces "conditions monétaires" que nous avons relâché notre politique au milieu de l'année dernière. Je ne vous cacherai pas que ce relâchement est allé au-delà de ce que nous attendions car nous avons bénéficié également d'une phase de redressement du dollar. Si la tendance du dollar avait été différente, notre action n'aurait certainement pas produit des effets comparables.

5.4. Disposer de structures efficaces

Le dernier enseignement que je tire des événements conjoncturels de ces dernières années est que, dans l'incertitude financière et monétaire qui caractérise l'Europe d'aujourd'hui et qui continuera de la caractériser dans les années à venir, nous devons absolument jouer à bon escient les cartes "structurelles" que nous avons dans notre jeu. L'environnement international est trop contraignant pour que nous puissions nous permettre de ne pas créer sur le plan interne un cadre conduisant à une gestion efficace de nos ressources. Je sors ici évidemment de la politique monétaire pour rappeler l'importance essentielle de nos efforts en matière de formation, de recherche, d'intégration de l'innovation dans les processus de production, mais aussi de flexibilisation des conditions-cadre au niveau du marché du travail et de la création d'entreprises.

6. Conclusion

Politique monétaire et reprise: où en sommes-nous?

Au cours des derniers mois, d'importants points positifs sont apparus, qui font espérer un réchauffement prochain de l'activité économique. La baisse des taux d'intérêt, la correction du franc et des monnaies d'Europe continentale face au dollar ont créé des conditions-cadre propices au développement de l'activité économique. Par ailleurs, le fait que la politique monétaire soit expansive depuis près de deux ans, que des efforts considérables aient été consentis en matière de restructuration d'entreprise, nous incite à un certain optimisme.

Mais, j'ai essayé de vous le montrer, notre destin économique dépend étroitement de celui de nos voisins européens. Ces pays, comme le nôtre, sortent d'une période de croissance insuffisante, marquée par une augmentation du chômage et par une morosité ambiante. Chez eux aussi, l'atmosphère est plus à la délocalisation qu'à l'investissement. Nous connaissons des problèmes conjoncturels et structurels analogues aux leurs.

Ce qui nous sépare de nos voisins, c'est notre relative ouverture vers le monde, la densité de notre production dans des secteurs de pointe, mais aussi notre absence du processus européen d'intégration économique et monétaire. Dans de nombreux cas, nous devons relever, de nos propres forces, les défis qu'ils affrontent ensemble. C'est peut-être une chance, mais les objectifs à atteindre sont très ambitieux; ils réclament toutes nos énergies.

Sans aucun doute - nous le sentons déjà maintenant -, la conjoncture se réchauffera et s'améliorera ces prochains mois. Il faut s'en réjouir, mais ne pas crier victoire. Ne nous laissons pas bercer d'illusion. La Suisse ne retrouvera un sentier de croissance durable et pourra résorber son chômage que si elle est capable de préserver ses avantages et même augmenter ses attraits. Cela lui demandera non seulement de bonnes conditions monétaires - sur la durée, la stabilité des prix -, mais également des ajustements en profondeur de ses structures et, au-delà, peut-être une nouvelle manière de gérer ses affaires.

* * *

NB This BIS Review is available on the BIS World Wide Web site (<http://www.bis.org>).
