

Le point sur la situation économique et monétaire

Exposé de

Jean-Pierre Roth

**Président de la Direction générale
de la Banque nationale suisse**

Centro di Studi Bancari, Vezia

Lundi 17 septembre 2007

Je vous remercie tout d'abord de cette nouvelle invitation et de l'occasion que vous me donnez de reprendre le fil de mon intervention du mois de novembre passé pour tracer un bilan des développements qui observés depuis et présenter les perspectives économiques actuelles.

Comme vous le savez, la Direction générale de la banque nationale a décidé jeudi dernier de hausser de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor. Cette mesure demande davantage d'explications que les décisions antérieures: contrairement à ce qui s'était passé précédemment, elle va en effet de pair avec notre volonté de favoriser une détente du marché monétaire. Je ne manquerai donc pas de revenir sur notre décision et de la mettre en relation avec notre vision de la réalité conjoncturelle nationale et internationale.

En novembre passé, je me demandais ici si nous ne voyions pas trop la vie en rose. Je vous faisais part d'une conjoncture très favorable dans son ensemble et d'un environnement international très porteur pour nos exportations. De plus, toutes les conditions semblaient réunies pour une robuste croissance de la demande intérieure. Au cours des mois qui ont suivi, les attentes n'ont pas été déçues. Dans mes remarques finales, je n'avais toutefois pas manqué de signaler un certain nombre de facteurs financiers qui devaient inciter à la prudence. L'euphorie sur les marchés boursiers s'accompagnait alors d'une perception excessivement optimiste des risques. Or, depuis l'émergence du problème des crédits sur le marché hypothécaire *subprime* des Etats-Unis, en août, nous avons assisté à un brusque revirement de situation: incertitude et volatilité occupent à nouveau le devant de la scène sur les marchés financiers.

L'impact de telles turbulences sur l'économie réelle demeure très difficile à quantifier, d'autant plus que celles-ci n'ont pas fini de déployer leurs effets. En l'état actuel des choses, il nous paraît prématuré d'envisager un ralentissement marqué, voire une récession, au niveau mondial. En Suisse, les événements évoqués sont intervenus à un moment où notre économie affiche une forme enviable. A moins que la situation sur les marchés financiers ne se dégrade davantage, la croissance ne devrait pas connaître d'arrêt brutal. L'incertitude est tout de même significativement plus importante qu'elle ne l'était au début de l'été et les risques sont clairement défavorables.

Mais traitons les choses les unes après les autres.

Environnement international: un été orageux

Au début de l'été, l'évolution de l'économie mondiale se présentait sous des auspices particulièrement favorables. Les indicateurs à disposition faisaient apparaître un regain de vigueur de l'économie américaine au cours du 2^e trimestre tandis que, dans le même temps, les fondamentaux économiques continuaient de se renforcer en Europe et au Japon, en particulier sur le marché de l'emploi. Sans parler bien sûr de la performance des pays émergents... Cette évolution a amené le FMI à revoir ses projections de croissance pour l'économie mondiale à la hausse: 5,2% pour 2007 et 2008, soit ou 0,3 point de pourcentage au-dessus des prévisions publiées trois mois auparavant.

Face à la solide évolution de l'activité et au niveau élevé d'utilisation des capacités de production, la plupart des banques centrales ont conservé un biais haussier sur le degré de restriction des conditions monétaires. La Réserve Fédérale a maintenu le taux Fed funds – son taux de référence – à 5,25%, niveau atteint en juin de l'année passée après 17 hausses consécutives alors que la Banque centrale européenne poursuivait le cycle de resserrement progressif entamé fin 2005. La Banque du Japon, quant à elle, a abandonné depuis peu la gestion quantitative des réserves de monnaie centrale pour entamer un relèvement de ses taux d'intérêt directeurs.

Mais voilà, dans le sillage de la publication de saisies immobilières record aux Etats-Unis, une grande nervosité s'est développée sur les marchés financiers. Les agences de notation ont procédé à une réévaluation abrupte du prix des actifs risqués liés au marché immobilier américain. Début août, les primes de risque sur les dérivés de crédits adossés aux hypothèques *subprime* se sont envolées, et le marché – jusqu'alors florissant – de ce type d'actifs s'est brutalement asséché. La défiance des investisseurs a rapidement provoqué une hausse brutale des rendements offerts sur les effets commerciaux qui constituent le principal canal de refinancement de court terme des fonds engagés sur les dérivés de crédit. Les marchés directement liés aux produits reposant sur des hypothèques n'ont pas été les seuls touchés. Les principales places boursières ainsi que les cotations des matières premières ont accusé une baisse sensible. Les valeurs financières ont été

malmenées, la méfiance s'est glissée dans les relations entre banques, les lignes de crédit ont été reconsidérées et les taux de refinancement interbancaires (par ex. le Libor) se sont sérieusement tendus.

La question centrale qui se pose désormais porte sur l'estimation de l'impact des turbulences financières sur l'environnement économique et, partant, sur l'orientation des politiques monétaires. Avant d'engager la réflexion, j'aimerais d'entrée souligner l'incertitude particulièrement importante qui entache les prévisions lors de crises financières. L'histoire récente illustre bien la largeur du spectre des évolutions possibles: soubresaut à peine perceptible comme en 1998 ou épisode récessif comme au début des années 2000.

Au regard des informations disponibles, il nous semble probable que l'évolution de la situation ces prochains mois sera caractérisée par deux éléments centraux.

Premièrement, les tensions qui affectent actuellement les marchés financiers ne devraient pas disparaître du jour au lendemain. L'évaluation précise du montant et de la répartition de l'exposition des acteurs financiers aux crédits risqués prendra du temps. On observe en effet que, malgré la stabilisation apparente du cours des actions, les indices de volatilité implicite des cotations restent très élevés. Sur le marché du crédit interbancaire, les taux à trois mois se sont à nouveau tendus au début du mois de septembre, après pratiquement trois semaines de répit.

Deuxième point, la croissance des économies développées devrait légèrement fléchir, en particulier aux Etats-Unis, mais le ralentissement devrait probablement rester contenu. L'activité économique aux Etats-Unis devrait évoluer en dessous de ce que nous anticipions il y a trois mois. La correction dans le domaine immobilier américain s'annonce en effet plus marquée et plus longue que prévu. Les ventes de maisons neuves ou existantes sont toujours en baisse et gonflent le stock d'objets invendus, déprimant ainsi l'activité de construction. Avec le resserrement attendu des taux et des conditions sur les hypothèques, ce phénomène s'accroîtra certainement et pèsera sur le prix des immeubles. L'évolution défavorable des valeurs immobilières détenues par les ménages associée à la perte d'emplois dans le secteur de la construction restreindra à son tour la

consommation privée. Du côté des entreprises, la hausse des taux de financement devrait brider les dépenses d'investissement, mais l'impact devrait rester modeste étant donné la situation éclatante des bilans des entreprises et leur haut degré d'autofinancement. En Europe et au Japon, le ralentissement devrait être plus faible étant donné la situation du secteur immobilier, certes pas toujours brillante, mais nettement moins précaire.

Malgré une détérioration des perspectives économiques, il nous paraît prématuré de tabler sur l'avènement d'une période prolongée de faiblesse, voire de récession au niveau mondial et ce, pour deux raisons.

D'abord, à l'exception des Etats-Unis, les fondamentaux économiques sont excellents, en particulier dans les pays émergents comme la Chine, l'Inde ou la Russie. En Europe, la situation sur le marché de l'emploi – longtemps le talon d'Achille du continent – s'est considérablement améliorée, offrant ainsi une base plus solide à la croissance. Le FMI vient de publier ses prévisions conjoncturelles d'automne, ne révisant que faiblement à la baisse les chiffres précédents.

Ensuite, les banques centrales devraient ajuster leur stratégie. Nous l'avons déjà constaté en Europe. Début septembre, la BCE a maintenu son taux d'intérêt cible à 4,0% alors qu'en juillet encore, la vaste majorité des observateurs anticipaient la poursuite du cycle de hausse. Demain, la Réserve fédérale devrait selon toute vraisemblance baisser le niveau visé du taux des Fed funds. En modérant l'évolution des dépenses d'investissement et de consommation, les turbulences financières réduisent les risques d'une accélération future de l'inflation. En ce qui concerne la Suisse, le chemin attendu des taux d'intérêt se situe maintenant nettement en dessous de ce qui pouvait être observé au début de l'été. Dans le communiqué de presse de jeudi dernier, qui a accompagné notre décision monétaire, nous n'avons pas évoqué de nouvelles hausses de taux, alors que nous avons clairement mentionné cette possibilité en juin.

Comme je l'ai évoqué auparavant, les prévisions actuelles sont entachées d'une forte incertitude. Les risques sont haussiers et baissiers, même si la balance penche plutôt vers le bas. Pour ce qui concerne les risques à la hausse, on peut évoquer la tendance récurrente à surestimer les conséquences négatives d'un choc financier sur l'économie

réelle. Rappelez-vous par exemple la crise sévère de liquidité qui a suivi la débâcle de LTCM en 1998. Elle n'a finalement eu aucun impact sur la croissance américaine. La Fed avait alors réagi en baissant de 3/4 de point et en trois fois les taux d'intérêt. Une raison supplémentaire d'être optimiste réside dans le fait que, jusqu'à présent, on n'observe nulle part de véritable *credit-crunch*, autrement dit de restriction à l'accès au crédit qui toucherait des débiteurs finaux parfaitement solvables. Pour l'instant, seul le marché américain des crédits hypothécaires laxistes a souffert.

Bien sûr, tous ces éléments positifs ne doivent pas masquer les défaillances qui pourraient survenir sur la scène économique internationale. La première concerne la sensibilité de la consommation privée américaine à la diminution de la valeur du patrimoine des ménages. Si le prix de l'immobilier baisse plus que prévu et, surtout, si le marché des actions se corrige nettement, on peut redouter un tassement sévère de la croissance de la dépense des ménages. Deuxièmement, la consommation privée en Europe reste fragile malgré l'amélioration claire du marché du travail. Ces six derniers trimestres, la consommation européenne a progressé de 1,7% par trimestre (chiffre annualisé) en moyenne, contre 2,9% pour le PIB. En d'autres termes, si les exportations – et, par effet de ricochet, les investissements – devaient brutalement décélérer, on ne pourrait probablement pas compter sur les ménages pour pallier le défaut de croissance en Europe.

Voilà, brossée en quelques traits, la situation internationale. Penchons-nous maintenant sur la conjoncture suisse.

Conjoncture suisse

Un état des lieux réjouissant

Jusqu'ici, notre économie a largement profité de la bonne tenue de la conjoncture internationale. La Suisse a vu ses exportations croître très rapidement depuis le milieu de 2003. Grâce à leur orientation mondiale et à des produits de haute technologie, nos exportateurs ont su, dans une première phase, profiter du regain de vigueur de la demande aux Etats-Unis, en Asie et en Europe centrale et orientale, alors que la conjoncture continentale était encore très incertaine. Actuellement, ce sont par contre

nos voisins proches qui soutiennent la demande étrangère. Bien entendu, la tendance à l'affaiblissement du franc a également contribué à cette évolution favorable.

La longue phase d'expansion des marchés boursiers ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt ont aussi joué leur rôle, en stimulant la croissance de l'activité dans le secteur financier, par le biais d'un accroissement du volume des transactions financières, d'une part, et par la relance du marché hypothécaire, de l'autre.

À l'exception d'un bref passage à vide au milieu de 2004, l'économie suisse se trouve en phase d'expansion depuis l'été 2003. C'est ce que les chiffres de la comptabilité nationale indiquent et ce que l'analyse croisée de nombreux autres indicateurs confirme clairement.

Le volume d'affaires des entreprises a connu une nette relance dans la majorité des branches d'activité. Les entreprises ont vu leurs bénéfices bondir et disposent actuellement d'importantes liquidités; la marche des affaires soutenue et les perspectives favorables les ont poussées à engager du personnel. Selon la statistique de l'emploi, l'économie suisse a créé un peu plus de 100 000 places de travail entre le milieu de 2003 et aujourd'hui, ce qui a engendré un repli du chômage. Cette évolution réjouissante ne semble pas prête de s'interrompre, car les indicateurs de la demande de travail demeuraient solidement orientés à la hausse en juillet-août. Cela profite à la consommation, tant sous la forme d'une augmentation des revenus disponibles que d'une réduction des incertitudes liées à l'emploi.

Nous identifions par ailleurs plusieurs signes typiques des situations de haute conjoncture. Dans les entreprises, le degré d'utilisation des capacités techniques de production est très élevé. La situation sur le marché du travail n'est pas encore tendue à proprement parler; toutefois, la recherche de nouveau personnel est sans doute devenue moins aisée. Les entreprises font un usage intensif des nouvelles possibilités d'embauche de ressortissants de l'Union européenne offertes par l'Accord bilatéral sur la libre circulation des personnes. Environ la moitié des nouvelles places de travail sont occupées par des personnes en provenance de l'étranger, souvent des personnes qualifiées non disponibles sur notre marché. Il est fort probable que les flux migratoires induits par la libre circulation des personnes aient permis à notre économie d'enregistrer un surplus de croissance.

Par ailleurs, des revenus en hausse, des conditions de financement favorables et une confiance retrouvée ont favorisé l'accès au logement de nombreux ménages. Depuis le début de 2003, 170 000 nouveaux logements ont été bâtis. Actuellement, le parc de logements s'accroît de 40 000 unités par année. Un tel rythme n'avait plus été observé depuis la fin des mesures fédérales de soutien à la construction au milieu des années nonante. Malgré cette extension de l'offre, la demande demeure robuste, ce qui se traduit par une augmentation plus marquée des prix à l'heure actuelle.

Les éléments que je viens de citer sont indéniables. Ensemble, ils donnent l'image d'une économie en très bonne santé.

La performance de l'économie tessinoise a aussi été très positive. La place financière a bien sûr profité de la tendance générale. Malgré un fléchissement de la croissance des exportations au deuxième trimestre, la dynamique reste robuste dans l'industrie. Le secteur de la construction tourne à plein régime. La demande, en particulier de logements privés, demeure forte et la hausse des prix immobiliers a été significativement supérieure à la moyenne nationale. Seule l'évolution du chômage a été initialement décevante. Dans un premier temps, le taux de chômage a continué de progresser alors qu'il était en baisse dans le reste du pays (une évolution que le Tessin partage avec d'autres cantons frontaliers, comme Genève et le Valais). L'entrée en vigueur des Accords bilatéraux et la suppression de la clause de préférence pour les travailleurs indigènes ont probablement contribué à cette évolution. En fait, il s'agissait plus d'un retard dans l'ajustement que d'un découplage entre le marché du travail tessinois et la réalité nationale. Depuis quelques trimestres, l'emploi est en forte croissance et le chômage est clairement orienté à la baisse.

Une demande interne solide

Comme pour l'Asie et l'Europe continentale, les fondamentaux de l'économie suisse restent robustes. La consommation privée en profite. Elle était très dynamique au début de l'été, les ventes dans le commerce de détail progressant à un rythme très appréciable. L'accroissement marqué des ventes de voitures a constitué un signe supplémentaire de confiance de la part des consommateurs. Dans les trimestres à venir, il est fort probable qu'une accalmie intervienne sur ce front. Néanmoins, compte tenu des perspectives favorables sur le marché du travail, la consommation privée devrait continuer de soutenir la croissance.

Comme je l'ai souligné précédemment, le degré d'utilisation des capacités techniques de production est très élevé. Toutefois, malgré la bonne marche des affaires, les entreprises ont jusqu'ici été prudentes dans leurs dépenses d'investissement. Au deuxième trimestre, nous avons assisté à une nette accélération des investissements en équipement. Si des éléments nouveaux ne viennent perturber les perspectives d'affaires, les entreprises devraient continuer d'investir dans les mois à venir.

En ce qui concerne les investissements en construction, en revanche, le pic de croissance est désormais derrière nous – avec de possibles différences régionales. L'activité dans ce secteur devrait continuer de tourner à haut niveau, mais aucune croissance supplémentaire n'est attendue. Dans le secteur du logement, le volume des investissements devrait même se contracter quelque peu. Il s'agit là de la conséquence naturelle du resserrement des conditions monétaires par la Banque nationale.

Demande extérieure

Au niveau international, nous l'avons vu, notre scénario principal reste celui d'un prolongement de la croissance, particulièrement en Europe. Les conditions semblent donc réunies pour un maintien du niveau des exportations suisses, tant de marchandises que de services. Les exportations de services bancaires pourraient se tasser en raison d'un moindre dynamisme des marchés financiers. En ce qui concerne le tourisme, en revanche, la bonne conjoncture devrait continuer, grâce à une série de facteurs favorables: la

croissance des revenus à l'étranger, l'évolution du taux de change et les retombées de l'Euro 2008.

Jusqu'ici, le bilan d'ensemble est donc réjouissant. Mais que va-t-il se passer dans le mois à venir? Comme tous les autres participants au marché, la Banque nationale n'a pas de réponse définitive à cette question. Nous devons continuer de suivre de manière très attentive le déroulement des événements.

Inflation

En matière de prix, la Suisse comme les autres pays industrialisés est confrontée aux conséquences des fluctuations des prix des matières premières, en particulier du pétrole. De plus, la faiblesse du franc suisse contribue à renchérir tous les produits importés. Généralement, avec la bonne conjoncture, la marge de manœuvre des entreprises pour imposer des hausses de prix sur le marché augmente. Néanmoins, la transmission des hausses de coûts sur les prix est jusqu'ici demeurée modeste et le taux d'inflation est resté clairement au-dessous de la barre des 2% que nous assimilons à la stabilité des prix. En août, la variation sur base annuelle de l'indice des prix à la consommation était de 0,4%.

Cette absence d'inflation par les coûts peut être attribuée à une pression sur les marges due à la plus grande concurrence qui règne sur les marchés (distribution), à la baisse de prix d'autres biens (électroniques, par exemple) ou aux progrès de la productivité permettant d'absorber les hausses des coûts de production.

Pour cette année, nous nous attendons à une inflation moyenne inférieure à 1%. L'an prochain, la dynamique des prix devrait s'accroître quelque peu, tout en restant bien au-dessus du seuil de stabilité. Nous restons toutefois vigilants, car la compression des marges et les gains de productivité ne sont pas illimités.

Marchés financiers et politique monétaire

Les marchés financiers sont actuellement en position d'attente et aucune tendance ne se dessine. Cette phase pourrait se prolonger encore plusieurs semaines. La bourse suisse a récupéré une partie du terrain perdu en août, mais la volatilité reste substantielle. Le

changement d'atmosphère sur les marchés boursiers a aussi affecté le cours du franc face à l'euro. Le retour de la volatilité a redonné de l'attrait aux placements sûrs et le cours du franc s'est partiellement corrigé ou, du moins, il a interrompu sa tendance à la dépréciation.

Mais c'est sur le marché monétaire que les tensions sont les plus évidentes. Alors que le milieu de la marge de fluctuation se trouvait à 2,5%, le taux Libor à trois mois avait déjà été tiré sensiblement à la hausse en juin, dans les jours qui ont suivi notre décision. Ce mouvement a traduit l'anticipation d'une éventuelle nouvelle correction de la politique monétaire en raison de la faiblesse du taux de change. Dès le début de la crise américaine, le Libor a subi une nouvelle correction à la hausse, de nature toutefois différente. Celle-ci a en effet reflété une augmentation de la prime de risque sur les dépôts interbancaires. A la veille de notre décision de politique monétaire, notre taux de référence se situait ainsi environ 40 points de base au-dessus de son niveau du mois de juin.

Ce développement a conduit à un resserrement des rênes monétaires qui, au vu des incertitudes actuelles, nous paraît excessif. Par sa décision de favoriser à court terme un repli du Libor à 2,75%, la Banque nationale a transmis un message clair de détente au marché interbancaire. Ce message a été compris, le taux Libor s'est replié dès vendredi dernier. Le déplacement vers le haut de la marge de fluctuation de notre taux de référence doit permettre l'accrochage des anticipations du marché. Il est cohérent avec notre décision de calmer le marché interbancaire.

Conclusion

La loi nous demande de préserver la stabilité des prix tout en tenant compte de la conjoncture. Je crois que nous avons rempli cette mission au plus près de notre conscience. La stabilité des prix règne en Suisse depuis 13 ans, la croissance se situe maintenant nettement au-dessus des performances des années nonante et notre taux de chômage est le plus bas des pays industrialisés. Notre défi est de préserver cette situation.

Notre politique a consisté ces dernières années à normaliser le cours très expansif de la politique que nous avons adopté en 2003 alors que la conjoncture était au plus bas et que

le franc était sous pression. A partir du milieu de 2004, nous avons progressivement corrigé le niveau des taux. Les récentes turbulences sur les marchés financiers ont fait apparaître des nuages dans un ciel jusque-là très bleu. Dans les semaines et mois à venir, nous continuerons de suivre très attentivement l'évolution de l'ensemble des facteurs dont je viens de vous parler afin d'évaluer avec le maximum de précision les perspectives inflationnistes et conjoncturelles.

En novembre dernier, aucun nuage ne pointait à l'horizon. Les marchés financiers faisaient même preuve d'une exubérance inquiétante. Je me demandais si nous ne voyions pas la vie trop en rose.

Aujourd'hui, des incertitudes sont réapparues. Des turbulences financières pourraient menacer la conjoncture aux Etats-Unis et, par ricochet, celle du reste du monde. Pour l'instant, ces risques sont contenus et l'activité économique demeure soutenue dans notre pays. Les éléments à notre disposition ne nous permettent pas d'anticiper un accident conjoncturel majeur.

Il est trop tôt pour broyer du noir!