

**Perspectives économiques et
politique de la Banque nationale suisse**

Jean-Pierre Roth
Vice-président de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

Assemblée générale annuelle du Conseil pour le
Développement Economique du Canton de Vaud (DEV)

Lausanne, le 25 mai 1999

Après de nombreuses années de stagnation économique, la Suisse a retrouvé le chemin de la croissance il y a un peu plus de deux ans. La conjoncture fut d'abord tirée par les exportations puis, dès la fin de 1997, alors que la demande externe perdait progressivement de son élan, la demande intérieure prit le relais. La croissance atteignit son point culminant vers le début de l'année 1998. Depuis lors, le rythme d'expansion de l'économie suisse s'est progressivement ralenti. L'embellie conjoncturelle n'était-elle que passagère ?

Permettez-moi d'aborder cette question en vous présentant tout d'abord les raisons du tassement conjoncturel des douze derniers mois. Je vous rappellerai, ensuite, quelle a été la contribution de la politique monétaire dans le soutien de l'activité économique et m'interrogerai, enfin, sur les perspectives de la conjoncture.

Le diagnostic conjoncturel : la Suisse victime du refroidissement général

Sur le plan conjoncturel, l'année 1998 avait commencé de manière très encourageante. La croissance économique dépassait les 3%, chiffre que nous n'avions plus connu depuis près de dix ans. Notre pays semblait ainsi sortir du tunnel de la stagnation dans lequel il cheminait depuis 1991.

Mais des nuages de mauvaise augure conjoncturelle étaient déjà visibles à l'horizon. Une crise financière secouait les pays émergents d'Asie. Elle avait débuté en Thaïlande, en été 1997, pour se propager ensuite à l'Indonésie, à la Malaisie et aux Philippines. Peu après, elle frappait la Corée du Sud, la dixième puissance économique mondiale. Le Japon, de son côté, ne sortait toujours pas de la stagnation dans laquelle il se trouvait depuis deux ans. Ainsi, toute une région, si gâtée antérieurement par des taux de croissance exceptionnels, rencontrait d'importantes difficultés.

Fragilisation de l'économie mondiale

On pensa tout d'abord que la crise asiatique n'affecterait que peu la situation économique des pays industrialisés. Rappelons que pour la Suisse les exportations vers les

économies émergentes d'Asie ne représentaient que 9% des exportations totales en 1997.

C'était sous-estimer les effets de contagion et la fragilisation accrue de l'économie mondiale, notamment sur le plan financier, entraînés par la crise de ces pays.

En août dernier, la crise russe succéda aux difficultés asiatiques. Ici clairement, ce ne fut pas la perspective d'une dégradation des relations commerciales qui inquiéta - nos exportations vers la Russie sont de l'ordre de grandeur de celles que nous écoulons au Portugal - mais le nouvel ébranlement de l'édifice financier international que ne manquerait pas de déclencher la suspension des paiements d'une grande puissance politique.

Les marchés financiers furent effectivement profondément ébranlés par la crise russe. Ils manifestèrent rapidement une forte méfiance à l'égard de placements risqués: les bourses chutèrent brusquement, les taux d'intérêt sur les obligations de seconde qualité montèrent en flèche. On commença à craindre pour la stabilité du système financier international, ce qui entraîna une baisse marquée du dollar sur tous les fronts.

A l'automne, l'atmosphère continua de s'alourdir car le Brésil fut touché à son tour par la crise de confiance des investisseurs. La mobilisation fut alors générale pour éviter une extension de la crise. Le Fonds monétaire international et les pays industrialisés apportèrent une aide financière massive à ce pays. La situation paraissait si fragile que la Réserve fédérale baissa ses taux directeurs à trois reprises alors même que la conjoncture Outre-Atlantique était encore très vigoureuse. L'action du FMI et la baisse des taux américains contribuèrent à calmer la situation, les primes de risque se replièrent, les bourses se reprirent, mais la volatilité des marchés resta relativement élevée.

En s'additionnant, les difficultés des économies émergentes et celles du Japon pesèrent de plus en plus sur les exportations suisses. Nos livraisons sur ces marchés, qui représentent globalement un sixième de notre commerce extérieur, baissèrent de près de 17% en un an. Par ailleurs, comme la plupart des pays européens étaient confrontés au même phénomène, la demande de nos voisins s'inscrivit également en baisse.

A mon sens, si la crise des pays émergents a joué un rôle direct dans le tassement de la conjoncture en Suisse, nous devons bien nous rendre compte que le degré d'activité dans notre pays dépend avant tout de la situation économique des pays qui nous entourent, eux-mêmes également affectés par la conjoncture mondiale. Lorsqu'on sait que l'Allemagne, la France et l'Italie absorbent en gros 40% de nos exportations et sont à l'origine de la moitié de nos importations, il n'est pas étonnant que notre cycle économique soit étroitement lié au leur.

Or, l'année 1998 a été marquée par un fléchissement marqué de la conjoncture en Allemagne en raison non seulement du ralentissement des exportations dû à la détérioration de la scène internationale mais aussi du fait de problèmes propres à ce pays, en particulier une perte de confiance marquée des investisseurs, perte de confiance provoquée à la fois par les incertitudes entourant la réforme fiscale allemande et par l'absence de progrès dans les réformes structurelles indispensables à stimuler l'emploi. Du côté français, un ralentissement d'activité est intervenu mais l'ampleur du mouvement a été moins prononcé qu'en Allemagne. En Italie, en revanche, le renversement de tendance a été beaucoup plus abrupt.

En fait, seuls les Etats-Unis jouèrent l'an dernier le rôle de locomotive économique. Outre-Atlantique, la croissance et l'emploi se maintinrent à un haut niveau. Malheureusement pour nous, même si la croissance de nos exportations en direction de l'Amérique du Nord était encore fortement positive au début de 1998, elle le fut de moins en moins et devint même négative en fin d'année.

Dans l'ensemble, la dégradation de la situation économique chez nos partenaires commerciaux pesa de plus en plus sur nos exportations. La progression de ces dernières ne cessa de fléchir tout au long de 1998 pour même devenir négative en fin d'année.

Demande intérieure soutenue

Si le ralentissement puis la baisse des exportations entravèrent progressivement la croissance en Suisse, la demande intérieure connut une évolution réjouissante qui atténua les effets du tassement de l'activité au niveau international. En effet, la consommation privée est devenue, en 1998, le soutien le plus solide de notre

conjoncture. Elle trouve ses racines dans une évolution favorable du revenu des ménages et dans un climat de confiance créé par la baisse du chômage. Il en est résulté une demande pour les biens de consommation durables particulièrement soutenue. Manifestement, un besoin de rattrapage par rapport aux années maigres antérieures se concrétisait.

Contrairement à la consommation privée, la consommation publique n'a que faiblement contribué à la croissance, l'assainissement nécessaire des finances publiques interdisant une croissance plus élevée des dépenses publiques. Cette situation n'est pas défavorable car elle contribue à rassurer les investisseurs sur la stabilité financière future.

Le haut degré de confiance des acteurs économiques est confirmé par l'absence d'essoufflement dans le domaine des investissements. La stagnation des investissements dans la construction est plus que compensée par la croissance marquée des investissements en équipement. Il semble que la dynamique des investissements en équipement puisse surtout être attribuée au secteur des services, tandis que le secteur industriel fait preuve de retenue. Dans la construction, la reprise souvent annoncée se fait toujours attendre. Les informations sur ce secteur sont contradictoires; la seule chose que l'on puisse dire est qu'un changement de trend clair et net n'a pas encore eu lieu.

Dans son ensemble donc, l'état de santé de l'économie suisse est relativement bon. La demande intérieure est solide, elle est soutenue par le haut degré de confiance que manifestent les consommateurs et les investisseurs. La faiblesse conjoncturelle est d'origine externe, un phénomène qui n'est pas la conséquence d'une perte de compétitivité de l'économie suisse, mais le résultat de la faiblesse de la demande mondiale.

Baisse du chômage et stabilité des prix

Ce diagnostic positif peut être complété par les informations relatives à l'évolution du chômage et des prix.

En avril, les statisticiens nous ont surpris avec la bonne nouvelle que le chômage, en Suisse, était tombé sous la barre des 3 % pour atteindre son niveau le plus bas depuis 1992. Avec 106'000 personnes, le nombre de chômeurs a pratiquement baissé de la moitié depuis le maximum de 200'000 personnes enregistrées en février 1997. Ces chiffres tendent cependant à surestimer l'amélioration de la situation sur le marché du travail. En effet, il ne suffit pas d'observer le nombre de chômeurs, nous devons garder à l'esprit que la statistique est enjolivée par le fait que des chômeurs sont arrivés en fin de droits. Par ailleurs, il faut également tenir compte des personnes cherchant un emploi sans être classées chômeurs car elles suivent un programme d'occupation ou de formation, ou ont un emploi intermédiaire. Le nombre total de demandeurs d'emploi et de chômeurs atteint alors plus de 180'000 personnes, mais le trend est heureusement à la baisse. En ce qui concerne la composition des chômeurs, il semblerait que le marché du travail ait pratiquement absorbé la main-d'œuvre qualifiée, tandis que les chômeurs faiblement qualifiés ont plus de difficultés à retrouver un emploi.

Le deuxième facteur positif que j'aimerais aborder est la stabilité des prix. Le rythme actuel de la hausse des prix est de l'ordre de 0,5% en dépit de la récente hausse de TVA de 1 point de pourcentage. La stabilité des prix est un bien étrange: quand on ne l'a pas, elle est ce qu'on désire de plus, et lorsqu'on l'a, on la considère comme sans importance. On tend alors à oublier rapidement les effets vicieux de l'inflation, les distorsions qu'elle entraîne et les mesallocations qu'elle provoque. A long terme, une hausse excessive des prix entrave la croissance et l'emploi et provoque une redistribution injustifiée de revenus entre débiteurs et créditeurs, et frappe surtout les classes socialement défavorisées.

Certains s'inquiètent que la stabilité des prix ne tourne à une baisse générale du niveau des prix, c'est-à-dire à une déflation. La déflation est tout aussi dangereuse, si ce n'est plus, que l'inflation. Outre les effets de distorsion des prix et de redistribution qu'elle provoque, la déflation peut véritablement paralyser une économie. Etant donné la vigueur actuelle de la demande interne, je crois que les craintes d'une spirale déflationniste sont sans fondement.

Le rôle stabilisateur de la politique monétaire

L'action de la Banque nationale vise au maintien de la stabilité monétaire tout en favorisant autant que possible la croissance économique. C'est pourquoi, convaincus du retour prochain de la stabilité des prix, nous avons commencé, dès 1995, à relâcher les rênes monétaires. Cette politique fut même renforcée en 1996 alors que les perspectives d'un réchauffement conjoncturel tardaient à se concrétiser. Pendant toutes ces années, nous avons approvisionné généreusement le marché en liquidités, ce qui se refléta dans une baisse des taux d'intérêt à court terme, qui passèrent de près de 4% au début de 1995 à 1,5% au début de 1997.

A ce moment-là, se manifestèrent les premiers signes d'une reprise économique basée sur les exportations. Notre sentiment était toutefois que cette évolution était encore trop incertaine pour justifier une modification de notre politique. En outre, la situation sur le marché des changes, caractérisée à l'époque par une faiblesse prononcée du mark allemand par rapport au franc suisse, ne laissait pas non plus paraître opportun un changement de stratégie.

Les signes de reprise se multiplièrent au courant de l'été 1997. Pour la BNS, se posait dès lors la question de savoir si le moment était venu de resserrer lentement sa politique. Au même moment éclata la crise asiatique. Bien que la dimension et les conséquences de cette crise n'étaient pas encore mesurables, on pouvait s'attendre à un affaiblissement des commandes en provenance de ces pays. Avec des perspectives d'exportation plus incertaines et une demande intérieure encore fragile, nous pouvions nous permettre de maintenir notre politique généreuse sans craindre des pressions inflationnistes; ceci d'autant plus que la force du franc par rapport au DM atténuait le développement du prix des biens importés.

1998 entraîna un nouveau changement de décor. L'année fut mouvementée en raison de la fragilisation des marchés financiers et une grande incertitude entourait le processus d'intégration monétaire en Europe. Le franc suisse fut ainsi amené à jouer de temps à autre un rôle de monnaie de refuge. En janvier et février, une première vague de spéculation mena à une forte demande de francs sur le marché. Pour contrecarrer le mouvement, la BNS alimenta le marché en liquidités supplémentaires. Le taux

d'intérêt à trois mois tomba temporairement à 1%. En mars, la situation sur le marché des changes s'étant normalisée, la liquidité excédentaire fut résorbée.

Côté conjoncture, la croissance annuelle dépassa le seuil de 3% pendant le premier trimestre de 1998, mais les prévisions étaient au ralentissement de la croissance vers la fin de l'année, ce qui rendait inopportune une éventuelle modification des conditions monétaires. En août, la débâcle russe, suivie par la plus grave crise sur les marchés financiers depuis le crash boursier de 1987, nous demanda de satisfaire une nouvelle fois l'appétit des marchés pour les liquidités, ce qui réorienta les taux d'intérêt vers le bas.

Contrairement à la situation précédente, il aurait été contre-indiqué, une fois le calme revenu, de retirer rapidement les liquidités du marché car la crise était beaucoup plus sérieuse que les turbulences du printemps. De plus, les prévisions de croissance étaient continuellement révisées à la baisse et des risques de déflation étaient même évoqués. Enfin, nous jugions préférable de conserver une alimentation généreuse du marché en liquidités alors que les incertitudes entourant l'introduction de l'euro pouvaient être sources de perturbations. Par notre décision d'avril dernier de suivre par un ajustement de notre taux d'escompte la baisse des taux directeurs de la Banque Centrale Européenne, nous avons confirmé notre volonté de voir la relation franc-euro demeurer stable alors que les perspectives inflationnistes convergent fortement entre la Suisse et ses voisins.

Dans l'ensemble, la politique monétaire de ces trois dernières années a été marquée par une remarquable continuité. Nous nous sommes efforcés de maintenir des conditions monétaires favorables au développement de l'économie suisse sans toutefois prendre le risque d'un emballement monétaire, donc d'une déstabilisation des prix. La relative stabilité du franc par rapport aux monnaies des pays voisins, puis par rapport à l'euro qui en est découlée a donné à notre économie les meilleures chances de s'adapter à l'évolution de la conjoncture internationale. Elle a certainement été un élément renforçant la confiance des investisseurs et des consommateurs, dont la stabilité du comportement a été décisive pour empêcher que la conjoncture ne pique plus fortement du nez.

Des perspectives encourageantes

Malgré le ralentissement survenu à la mi-1998, la croissance de l'année passée s'est encore inscrite à 2,1%. Pour 1999, les prévisions d'automne des instituts spécialisés s'élevaient encore à un taux de croissance de 1,7%. Entre-temps, ces chiffres ont été révisés à la baisse pour ne retenir qu'une croissance de 1,3%. La révision à la baisse ne touche pas toutes les composantes de la demande dans la même mesure. Les prévisions concernant la demande interne (consommation et investissements) ne furent que légèrement corrigées, tandis que les exportations ont subi une révision plus prononcée.

Une fois de plus, nous nous rendons compte à quel point la conjoncture suisse est liée à l'état de l'économie européenne qui nous entoure. La Suisse dirige plus de la moitié de ses exportations vers les pays de la zone euro. La faiblesse actuelle de la conjoncture dans ce grand espace économique ne peut donc rester sans conséquence pour notre pays.

Un certain optimisme s'installe maintenant en Europe et un réchauffement conjoncturel est annoncé. Les chiffres récents publiés par l'OCDE sont encourageants à cet égard. La zone euro devrait connaître une croissance plus soutenue dès cet été. Nous pouvons en attendre une stimulation de nos exportations et un regain de croissance pour l'économie suisse. Ainsi, les instituts de prévision s'attendent maintenant à ce que la conjoncture s'accélère à partir de la deuxième moitié de l'année. Pour l'année prochaine, ils prévoient un taux de croissance de 1,8%.

Du côté monétaire, les conditions pour une reprise sont favorables. Les prix sont stables et les taux d'intérêt sont bas aussi bien sur le court que sur le long terme. Le taux de change par rapport à l'euro n'est pas un handicap pour notre compétitivité et sa stabilité est réjouissante.

Un autre point qui m'inspire de l'optimisme est l'aboutissement des accords bilatéraux entre la Suisse et l'Union européenne. La conclusion des négociations met fin à une phase d'incertitude concernant le rapport Suisse-Europe, phase qui avait débuté avec le rejet de la participation de la Suisse à l'EEE en 1992. Les accords bilatéraux donnent une nouvelle base à nos relations avec notre plus important partenaire

commercial; ils contribuent sensiblement à l'amélioration des conditions cadre pour l'économie suisse. Il reste à espérer que le processus de ratification des accords soit rapide et libre de frictions.

Dans certains autres domaines par contre, les conditions cadre pourraient encore être améliorées. Je pense, par exemple, à la poursuite des réformes structurelles, notamment à l'élimination de barrières entravant la concurrence sur notre marché intérieur et à la restauration de l'équilibre des finances publiques. De telles réformes sont nécessaires non seulement au progrès de notre bien-être mais aussi à la préservation de notre future compétitivité.

Conclusions

Le récent fléchissement de la conjoncture en Suisse n'est pas annonciateur d'une nouvelle phase de stagnation économique. La faiblesse de la croissance, notée depuis un an, a été entraînée par le refroidissement général de la marche des affaires au niveau mondial à la suite de la crise des pays émergents. La normalisation de la situation des marchés financiers et les perspectives de redressement conjoncturel en Europe placeront prochainement l'économie suisse sur le chemin d'une meilleure croissance.

La politique menée par la Banque nationale suisse ces dernières années a visé la stabilité des prix tout en cherchant à créer les meilleures conditions monétaires possibles pour l'expansion de l'économie suisse. Aujourd'hui, avec des taux d'intérêt bas et une grande stabilité du franc par rapport à l'euro, un cadre optimal existe, qui permettra à nos entreprises de profiter pleinement du redressement attendu de l'économie mondiale.