

## **Perspectives conjoncturelles et politique monétaire**

Philipp M. Hildebrand

Membre de la Direction générale

Banque nationale suisse

Centro di Studi Bancari,

Villa Negroni,

Vezia Lugano

## **1. Introduction**

La traversée des Alpes en direction du Sud est toujours un plaisir mais aujourd'hui ma visite revêt une consonance particulière, car c'est ma première au Tessin depuis mon arrivée à la Banque nationale suisse (BNS). Ce matin, j'ai eu le privilège d'avoir un entretien avec des représentants locaux pour une discussion approfondie de l'évolution de l'économie tessinoise. J'aimerais remercier Monsieur Picchi, le Directeur de notre succursale de Lugano, de cette opportunité.

La BNS a procédé il y a quelques jours à son évaluation trimestrielle de la situation conjoncturelle. A cette occasion, nous avons relevé de 0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Aujourd'hui, j'aimerais évoquer en quelques détails les perspectives conjoncturelles et monétaires telle qu'elles se présentent suite à notre dernière décision monétaire. En préambule, Mesdames et Messieurs, permettez moi de faire quelques réflexions générales sur la politique monétaire et de rappeler brièvement le concept monétaire de la BNS.

## **2. L'incertitude – condition sine qua non de la politique monétaire**

L'incertitude constitue le pain quotidien d'un banquier central. Au fond, elle dérive du fait que la vaste complexité de l'économie globale ne permet pas – et vraisemblablement ne permettra jamais – de connaître précisément sa dynamique.

D'abord, nos instruments primaires de mesure – les statistiques économiques – reflètent de manière très partielle la réalité économique. Comme vous le savez, leur qualité est loin d'être uniforme, elles sont disponibles qu'avec retard et sont souvent sujettes à d'importantes révisions.

Deuxièmement, dans nos efforts d'évaluer l'état de l'économie, nous recourons d'avantage à des concepts inobservables, comme par exemple «l'output gap» ou la «liquidité excédentaire». Ces concepts dépendent non seulement de la qualité des séries statistiques à partir desquelles ils sont construits, mais aussi du modèle qui soutient leur construction. Ces concepts sont donc soumis à davantage d'incertitude que les statistiques économiques directement observables.

Une troisième source d'incertitude est liée aux multiples chocs qui affectent l'économie réelle et qui la font dévier de la trajectoire prévue. L'identification des différents chocs

représente déjà un défi difficile pour toute banque centrale. Mais même dans le cas le plus favorable où ces chocs sont identifiés correctement, leurs conséquences restent souvent extrêmement difficiles à évaluer.

Au delà de cette problématique d'incertitude, la politique monétaire est caractérisée par une difficulté de «timing» supplémentaire, car l'action d'une banque centrale n'a pas ou très peu d'effet instantané sur l'activité économique et le niveau des prix. Elle doit au contraire s'inscrire sur la durée.

Des règles mécaniques de politique monétaire ne permettent pas de répondre aux défis posés par l'incertitude fondamentale de l'environnement économique. Ceci ne veut pas dire pour autant que la politique monétaire puisse opérer dans le vide. L'existence d'un concept monétaire avec un objectif clair et une ligne d'action transparente est indispensable pour ancrer durablement les attentes d'inflation. Un tel concept permet aux agents économiques de développer une représentation fiable de la fonction de réaction de leur banque centrale. Consommateurs, producteurs ou investisseurs peuvent ainsi prendre leurs décisions en connaissance de cause.

### **3. Le concept monétaire de la BNS**

Conformément à la constitution et à la loi, la BNS doit servir les intérêts généraux du pays. Dans sa politique qui a pour objectif la stabilité des prix, la Banque nationale tient compte de la conjoncture. Par stabilité des prix, nous entendons une hausse tendancielle de l'indice suisse des prix à la consommation inférieure à 2% par an. Nous utilisons différents indicateurs pour assurer que la politique monétaire actuelle soit compatible avec notre objectif de stabilité de prix.

Notre évaluation des risques inflationnistes est présentée au grand public sous la forme d'une prévision d'inflation trimestrielle. Afin de tenir compte du délai entre les impulsions monétaires et leurs effets sur les prix, nous établissons une prévision d'inflation pour trois années consécutives. Cette prévision indique quelle devrait être l'évolution future des prix si la conjoncture devait se développer conformément à nos attentes et si les conditions monétaires devaient rester inchangées. Dans le cas où la prévision s'écarte de la stabilité des prix, cela signifie qu'une adaptation de la politique monétaire doit être envisagée. La prévision d'inflation n'est cependant pas une règle automatique car, comme je l'ai souligné auparavant, l'environnement incertain qui sous-tend sa construction ne permet pas une utilisation mécanique. Le jugement de la Direction générale de la BNS reste donc un élément important dans le processus de décision monétaire.

La politique monétaire de la BNS a pour objectif de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Elle n'a pas d'objectif de change. Néanmoins, comme le cours de l'euro par rapport au franc et la conjoncture européenne ont une influence prépondérante sur la conjoncture et l'évolution des prix en Suisse, ces deux paramètres constituent des éléments importants dans notre appréciation de la situation.

La mise en œuvre de notre politique monétaire se fait généralement par une action sur les taux d'intérêt à court terme. Concrètement, nous définissons une marge de fluctuation pour le taux Libor à trois mois et visons à stabiliser ce dernier en modulant la dotation des banques en liquidités. Les opérations de prises en pension de titres (repos) constituent notre instrument de prédilection.

Voilà donc les éléments les plus importants de notre concept monétaire. Permettez-moi maintenant de vous présenter sa mise en pratique à en faisant référence à la situation conjoncturelle et monétaire actuelle.

#### **4. L'environnement économique international**

Pour une petite économie ouverte comme la Suisse, il va sans dire que toute analyse conjoncturelle doit débiter par un survol de l'environnement international. Du point de vue de l'économie mondiale, l'année 2004 devrait se révéler comme un des meilleurs millésimes des 30 dernières années. On s'attend en effet à une croissance mondiale qui pourrait approcher les 5%. Dans les pays industrialisés, la reprise économique a gagné en profondeur, même si la dynamique de croissance s'est quelque peu affaiblie au cours des derniers mois.

Après s'être maintenue au-dessus de 4% au cours des quatre trimestres précédents, la croissance américaine a connu un tassement au 2ème trimestre de cette année. L'activité économique s'est inscrite en hausse de 2,8%, un chiffre respectable mais inférieur au potentiel économique. Cette baisse est à mettre essentiellement sur le compte de la faiblesse de la consommation privée qui, au deuxième trimestre, a augmenté à son rythme le plus faible (1,6%) depuis le 2e trimestre 2001. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette atonie :

En premier lieu, l'absence d'impulsion nouvelle des politiques monétaires et budgétaires a exercé une action modératrice sur la consommation privée. L'augmentation des taux d'intérêt au 2ème trimestre a eu l'effet de réduire les activités de refinancement des

ménages américains. De même, les abattements fiscaux décidés par l'administration Bush ont vu leur effet stimulant diminuer en cours d'année.

Deuxièmement, il est indéniable que la hausse du prix du pétrole a absorbé une partie du pouvoir d'achat des ménages. En deux ans et demi, le prix du baril de brut a plus que doublé et approche aujourd'hui les 50 USD, un niveau jamais atteint par le passé. Reste qu'en terme réel, le cours actuel de l'or noir est voisin du niveau de la 1ère Guerre du Golfe et ne représente que la moitié de celui atteint lors du 2ème choc pétrolier de 1979.

Troisièmement, la reprise économique américaine reste caractérisée par une croissance de l'emploi inférieure à la moyenne. Certes, les observateurs ne parlent plus aujourd'hui de «jobless recovery», mais il n'en demeure pas moins que les créations d'emplois restent inférieures aux attentes. Or, en absence d'impulsion extérieure, le maintien d'un haut niveau de consommation des ménages passe par une confiance renforcée dans les perspectives d'emploi.

La plupart des observateurs s'accordent à penser que le tassement de la consommation privée aux Etats-Unis est de nature passagère et que l'économie va retrouver plus de vigueur au cours des prochains mois. C'est ainsi que les récentes prévisions de l'OCDE tablent sur un retour à une croissance moyenne de 3.5% pour la 2ème partie de 2004. Les derniers indicateurs économiques semblent confirmer le scénario d'un «trou d'air» passager. Les conditions financières se sont améliorées depuis le mois de juillet grâce à la baisse des taux d'intérêt à long terme et à la légère reprise du marché des actions. L'hypothèse d'une croissance américaine retrouvant son potentiel correspond également au scénario de base de la BNS.

En Europe, la reprise économique a été plus tardive et plus modérée qu'aux Etats-Unis. D'abord essentiellement portée par les exportations, elle a gagné en profondeur au cours des derniers mois. Les pays de la zone euro ne font néanmoins pas tous preuve du même dynamisme: parmi nos voisins, la France connaît une croissance importante (3.4%) stimulée par une demande intérieure vivace ; la croissance de l'Allemagne se situe plutôt dans la moyenne (1.9%), grâce notamment à une demande extérieure très dynamique. La consommation privée en revanche n'a plus donné d'impulsion significative à la croissance depuis le 4ème trimestre 2000. L'Italie pour sa part continue à sous-performer le reste de l'Europe, avec un taux de croissance très modéré (1.2%).

Quelques mots enfin sur le continent asiatique qui devrait connaître une année 2004 exceptionnelle, grâce notamment à la bonne performance des deux poids lourds de la

région. Au Japon, les perspectives conjoncturelles ont été continuellement révisées à la hausse. Malgré un ralentissement au deuxième trimestre, les participants au marché s'attendent désormais à une croissance économique pouvant dépasser les 4%. Autre bonne nouvelle en provenance d'orient, les autorités chinoises semblent en passe de réussir le «soft landing» de leur économie. La croissance devrait y être tout de même supérieure à 7% contre 9.1% en 2003.

Ce tableau conjoncturel ne serait pas complet sans quelques mots sur l'évolution des prix. A cet égard, en dépit de l'augmentation de prix du pétrole et des politiques monétaires très expansives suivies par la plupart des banques centrales depuis le tournant du siècle, le risque d'un dérapage de l'inflation paraît limité. Aux Etats-Unis comme en Europe, l'inflation sous-jacente reste inférieure ou voisine à 2%, alors qu'elle est légèrement négative au Japon. Encore plus important, les anticipations de long terme en matière d'inflation restent bien contenues dans tous les pays développés.

Dans un contexte où l'on s'attend d'une part à voir les principales économies mondiales croître à un rythme voisin, voire légèrement supérieur à leur potentiel, et d'autre part à ce que l'inflation reste modérée, il n'est pas étonnant de voir les marchés anticiper un resserrement plutôt modéré de politiques monétaires qui, en règle générale restent accommodatrices.

## **5. L'évolution conjoncturelle en Suisse**

Depuis plus d'une année, l'économie suisse évolue à un rythme voisin, voire même supérieur à son potentiel. Au 2ème trimestre, la croissance par rapport au trimestre précédent a légèrement fléchi à 1,6%. La demande domestique est restée vigoureuse mais les exportations se sont inscrites en baisse. La consommation privée, soutenue par des effets de rattrapage de certains types de biens de consommation durable, a progressé à un rythme légèrement supérieur à sa moyenne de long terme. Les investissements ont augmenté à un rythme modéré. A cet égard, il est intéressant de constater que les chiffres révisés de la comptabilité nationale ne montrent plus de chute massive des investissements en équipements pour 2002, ce qui atténue significativement le besoin de rattrapage présumé. Frappante est la forte croissance des investissements en logement que nous connaissons depuis près d'une année. Les constructions à but commercial en revanche n'ont pas connu la même dynamique. Depuis le début de l'année, le commerce extérieur a certes souffert de l'anémie de la demande européenne – en particulier en Allemagne –, mais la croissance négative des exportations du 2ème trimestre s'explique

également par des raisons plus techniques. Les statistiques mensuelles des exportations de biens de l'administration des douanes permettent d'être optimistes pour le 3ème trimestre de cette année. Les indicateurs conjoncturels avancés (KOF, PMI, OCDE) ont certes fléchi mais ils indiquent toujours une orientation positive de l'activité économique.

La relance de l'activité n'a jusqu'ici pas suffi à sortir le marché du travail de sa torpeur. Les indicateurs de la demande de travail continuent de ne livrer aucun signal de reprise. Certes, la reprise de l'activité a été plus modérée qu'autrefois, mais cela ne suffit pas à expliquer l'absence de réaction du marché du travail. Une raison pourrait être que les entreprises ont supprimé relativement peu de places de travail pendant la récession. Cela a conduit à une évolution négative de la productivité du travail pendant cette phase. Nous vivons actuellement la situation opposée: les entreprises n'embauchent pas encore, malgré la relance de l'activité, ce qui leur permet de combler les retards accumulés au niveau de la croissance de la productivité du travail. Il faudra sans doute attendre 2005 pour observer un repli significatif du chômage.

Alors que les capacités inutilisées demeurent substantielles du côté du marché du travail, le degré d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a augmenté, ce qui tend à corroborer l'hypothèse d'une augmentation de la productivité. Au cours des prochains mois, la dynamique de croissance devrait rester supérieure au potentiel de l'économie. Les capacités excédentaires devraient par conséquent se réduire graduellement.

En Suisse également, la dynamique des prix reste très modérée. En rythme annuel, la hausse des prix atteignait 1% en août dernier. L'inflation a connu une légère correction à la hausse depuis le début de l'année, en raison notamment du renchérissement des produits pétroliers et de la progression des loyers. L'inflation sous-jacente (core inflation) est également en légère hausse mais elle reste inférieure à 1%.

## **6. Conséquence pour la politique monétaire**

Pour résumer notre évaluation de l'environnement économique, nous estimons que l'environnement conjoncturel reste porteur. Aujourd'hui, le Libor à trois mois a retrouvé son niveau d'avant la baisse de mars 2003, baisse qui était intervenue dans des circonstances exceptionnelles. La politique monétaire de la BNS demeure expansive et continue de soutenir fermement la reprise de la conjoncture. D'ailleurs, la prévision d'inflation élaborée à la mi-septembre (voir le graphique en annexe) nous enseigne que dans l'hypothèse d'une poursuite de la reprise en Suisse et à l'étranger, le niveau actuel des taux courts ne suffirait pas à stabiliser l'inflation à moins de 2% dès la mi-2006. Les hausses de taux

d'intérêt ne sont néanmoins pas programmées d'avance. Elles dépendront crucialement du développement futur de l'économie. Je suis convaincu que nous aurions tort de monter quasi-mécaniquement nos taux directeurs vers un niveau soi-disant neutre. D'ailleurs, ex ante, nous ne pouvons pas savoir précisément où se situe ce taux «neutre». Une attitude prudente dans la phase de normalisation des taux se justifie donc pour les raisons suivantes :

D'abord, l'économie suisse dispose toujours de capacités inutilisées. Par conséquent, elle peut supporter quelques trimestres de croissance supérieure au potentiel sans qu'il en résulte de pression immédiate sur les prix. Mais comme l'indique notre prévision d'inflation, cela ne signifie pas pour autant que nous puissions maintenir indéfiniment le degré d'expansion de la politique monétaire actuelle.

Deuxièmement, même si notre scénario de croissance soutenue de l'économie mondiale reste le plus vraisemblable, il demeure soumis à des risques. Parmi les évolutions à suivre avec attention, il y a d'abord la dynamique du marché du travail aux Etats-Unis et son effet potentiel sur la consommation privée et la croissance. Il y a ensuite la situation géopolitique difficile et les risques d'une augmentation supplémentaire du prix du pétrole. Enfin, parmi les dangers à plus long terme pour l'économie mondiale, je mentionnerais la persistance des déséquilibres de balance courante aux Etats-Unis.

Troisièmement, la politique monétaire d'un petit pays comme la Suisse doit également tenir compte du taux de change, car ce dernier constitue une composante importante des conditions monétaires générales. Pour éviter une appréciation prononcée du franc, notre politique de resserrement monétaire doit être conduite avec doigté, surtout si ce resserrement s'effectue de manière autonome vis-à-vis de la Banque centrale européenne. Une forte revalorisation du franc à la suite d'un événement imprévu commanderait une réaction appropriée de la BNS.

Enfin, d'un point de vue structurel, l'environnement économique général devrait rester favorable au maintien de la stabilité des prix au cours des prochaines années, facilitant ainsi la tâche de la politique monétaire. Ainsi, la poursuite du processus de globalisation, avec l'intégration d'économies aussi importantes que la Chine ou l'Inde, devrait maintenir une forte pression concurrentielle sur les entreprises et limiter leurs possibilités d'augmenter les prix. En Suisse, l'annonce de l'arrivée prochaine de chaînes de «discounters» plus agressives (Aldi, Lidl) secoue déjà le secteur de la distribution. La concurrence accrue devrait avoir un effet favorable sur les prix, sans qu'il soit pour cela nécessaire que le gouvernement prenne des mesures dirigistes comme les baisses de



prix imposées aux grands distributeurs français ou italiens. A terme, un troisième effet modérateur pourrait découler de l'entrée en vigueur de la 2ème phase de l'accord de libre circulation des personnes entre la Suisse et l'Union européenne. Une offre de travail plus flexible limite en effet le risque de déclenchement d'une spirale prix-salaires.

## **7. Conclusions**

Le cadre d'analyse de la BNS cherche à concilier la nécessité d'une action monétaire qui s'inscrive sur la durée et l'incertitude entourant l'évolution de l'environnement économique. La politique monétaire ne vise pas un réglage fin de l'activité économique mais reste orientée vers le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Elle se module toutefois en fonction des écarts entre le potentiel productif supposé de l'économie et l'utilisation effective des ressources du pays. C'est pourquoi l'évaluation du potentiel inflationniste passe par une estimation de l'évolution future de la conjoncture. Cette estimation est néanmoins sujette à révision, car des chocs peuvent faire dévier la conjoncture de la trajectoire prévue, et car notre connaissance des mécanismes de fonctionnement de l'économie est imparfaite.

Aujourd'hui, nous sommes d'avis que la reprise économique reste robuste, en Suisse comme à l'étranger. Pour notre pays, nous tablons sur une croissance du PIB réel de près de 2% en 2004 et sur la poursuite d'une croissance économique durable au cours des deux prochaines années. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités de production tendra à augmenter, tandis que le chômage diminuera lentement. La hausse du taux d'utilisation des capacités de production se traduira à moyen terme par un renforcement des tensions inflationnistes. Ce scénario pourrait néanmoins être révisé à la lumière de nouveaux éléments. C'est pourquoi nous allons continuer à analyser attentivement l'évolution de la conjoncture pour en tirer les conclusions monétaires qui s'imposent.

# ANNEXE

Prévisions d'inflation de juin 2004, avec Libor à 0,5%, et de septembre 2004, avec Libor à 0,75%

