

Situation économique: La vie en rose?

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la Banque nationale suisse

Centro di Studi Bancari, Vezia

Mardi 28 novembre 2006

Je vous remercie, tout d'abord, de votre invitation de ce jour et de l'occasion que vous me donnez de vous présenter les perspectives économiques actuelles de la Suisse. Comme vous le constaterez dans le bref tour d'horizon que je vais effectuer, l'évolution de l'économie reste généralement favorable. L'environnement international continue d'être très porteur pour nos exportations alors que les sources d'inquiétude telles que la volatilité du prix du pétrole ou un affaiblissement marqué et durable de l'économie américaine se sont en partie résorbées. Il est en outre particulièrement réjouissant de voir que la reprise actuelle s'est traduite par une embellie sur le marché du travail sans pour autant remettre en cause la stabilité des prix. Néanmoins, l'euphorie actuelle peut cacher des risques importants dont il faut rester conscient. J'y viendrai dans ma conclusion.

L'environnement international

La conjoncture

Aux **Etats-Unis**, le scénario d'un atterrissage en douceur semble se confirmer et ce malgré la correction en cours sur le marché immobilier. En effet, le tassement de l'activité aux 2ème et 3ème trimestres 2006 a reflété essentiellement une forte contraction de l'investissement résidentiel qui a soustrait, en moyenne, un point de pourcentage à la croissance. On note également une diminution significative de la production dans le domaine automobile. Entre-temps, les dernières statistiques – notamment les chiffres concernant le marché du travail – rassurent sur l'état de santé global de l'économie américaine et pointent vers une ré-accélération du PIB aux alentours du potentiel de croissance en 2007. A cela, quatre raisons:

- la baisse marquée du prix de l'essence (-0.75\$/gallon depuis août) devrait largement stimuler la demande des consommateurs et des entreprises.
- L'accélération des salaires et la bonne tenue du marché du travail soutiendront le moral des ménages américains et par là, maintiendront la croissance de la consommation privée à haut niveau;
- l'arrêt du cycle de hausse des taux directeurs de la Fed implique que les conditions financières ont cessé de se resserrer.
- les exportations bénéficient du dynamisme des pays de l'Asie de l'Est et de l'Europe.

Quant au marché immobilier, s'il est attendu que l'affaiblissement se poursuive encore dans les prochains mois, le rythme de correction va progressivement ralentir.

En **Europe**, la croissance a retrouvé un rythme plus modéré au troisième trimestre (2,1% en termes annualisés) après avoir connu un deuxième trimestre au plus haut depuis plus de six ans (3,8%). Jusqu'ici portée avant tout par le dynamisme de l'investissement et des exportations, la croissance européenne devrait prochainement pouvoir aussi compter sur une contribution plus vigoureuse de la consommation privée. Les dépenses des ménages vont en effet se renforcer grâce à l'évolution favorable sur le marché du travail.

En Allemagne, le premier client de nos exportateurs, le climat des affaires reste toujours exceptionnellement élevé, profitant notamment d'une demande extérieure vigoureuse. Nous assistons maintenant à un rééquilibrage graduel des différentes composantes du PIB, avec une impulsion moins marquée de l'économie extérieure et un renforcement progressif de la consommation privée, maillon faible depuis plusieurs années de l'économie allemande. Le moral des ménages est soutenu par une croissance attendue de l'emploi qui a déjà permis au taux de chômage de descendre à 10,4% en octobre, en baisse de plus d'un point de pourcentage par rapport à octobre 2005. Autres bonnes nouvelles, les emplois soumis à cotisation sociale, c'est-à-dire non subventionnés, se sont remis à augmenter et le déficit public repassera, dès cette année, sous la barre des 3% du produit intérieur brut comme l'exige le Pacte de stabilité et de croissance européen, ceci pour la première fois depuis 2001.

La situation s'est également améliorée en Italie où le retour du déficit public sous les 3% est prévu pour l'année prochaine grâce à la reprise économique et aux hausses d'impôts. Contrairement à l'Allemagne, toutefois, l'Italie n'a pas encore pris le chemin des réformes structurelles, ce qui laisse planer un doute sur sa capacité future à tenir tête à la concurrence internationale.

En **Asie**, l'économie chinoise continue d'enregistrer une très forte croissance avec un PIB qui s'est inscrit en hausse de 10,7% sur les neuf premiers mois de 2006. Des signes de modération sont néanmoins apparus récemment au niveau des investissements et de la production industrielle en raison des mesures restrictives mises en place par le gouvernement. Le commerce extérieur reste, lui, très dynamique, soutenant les économies de la région.

Le Japon, quant à lui, semble avoir acquis une dynamique de reprise durable, même si la consommation privée a récemment montré quelques signes de faiblesse en raison de conditions climatiques défavorables. La demande des ménages souffre également d'un manque de progression des salaires malgré une nette amélioration sur le marché de l'emploi. Les perspectives de croissance de l'économie nippone restent cependant bonnes

car les exportations et l'industrie devraient bénéficier de la faiblesse du yen dans un environnement international encore favorable.

Inflation

En raison du reflux des prix du pétrole, l'inflation s'est récemment tassée dans l'ensemble des grands pays industrialisés. La progression en glissement annuel des prix à la consommation est passée, aux Etats-Unis, de 4% en été 2006 à 1,3% en octobre. Cependant, l'inflation sous-jacente – c'est-à-dire hors prix de l'énergie et des denrées alimentaires – continue de rester élevée, atteignant 2,7% en octobre, un niveau toujours considéré par la Fed comme supérieur à sa zone de confort. De plus, le risque de tensions sur les salaires augmente avec un chômage tombé à 4,4%, un niveau estimé inférieur à la limite du plein-emploi.

Dans la zone euro, l'inflation s'est inscrite à 1,6% en octobre après être repassée en dessous du plafond de 2% en septembre pour la première fois depuis presque deux ans. Il est toutefois attendu que des effets de base et la hausse de la TVA en Allemagne fassent remonter l'inflation aux alentours des 2% au début de l'an prochain avant de s'assagir de nouveau. En Europe également, on note quelques signaux de revalorisations salariales pouvant constituer un risque d'accélération de la hausse des prix.

Au Japon, enfin, l'inflation globale a affiché en septembre sa cinquième hausse mensuelle consécutive suivant une nouvelle méthode de calcul adoptée en août dernier. Cependant, cette progression est toujours, avant tout, liée à la faiblesse du yen et aux prix élevés de l'énergie indiquant que certaines tensions déflationnistes persistent.

Politique monétaire

L'affaiblissement de la croissance aux Etats-Unis, a conduit la Réserve fédérale à laisser inchangé ses taux directeurs, une stratégie qu'elle applique depuis août dernier. Avec des taux courts à 5,25%, les conditions monétaires américaines apparaissent légèrement restrictives et devraient le rester pour plusieurs mois au vu de la bonne résistance de l'économie et d'un taux d'inflation sous-jacente encore élevé. De son côté, la Banque centrale européenne a procédé à un nouveau tour de vis le 5 octobre dernier, portant à 3,25% son taux directeur principal. Compte tenu de la vigueur de la conjoncture actuelle et de l'accroissement toujours très élevé des agrégats monétaires et du crédit, une nouvelle hausse de 0,25 point, à 3,5%, est attendue d'ici à la fin de l'année. La Banque du Japon a de son côté maintenu son taux au jour le jour à 0,25% après avoir procédé, en juillet, à la première hausse de taux depuis 6 ans.

En Suisse

La conjoncture

En Suisse, la situation conjoncturelle a continué d'évoluer de manière très réjouissante. La reprise – qui avait timidement débuté au printemps 2003 – a vécu son quatorzième trimestre consécutif de croissance. Au fil des mois, la croissance s'est consolidée et s'est assise sur une base de plus en plus large. Actuellement, beaucoup d'entreprises opèrent à la limite de leur capacité de production. Ceci se reflète, entre autre, par une demande croissante de travail.

Les conditions semblent réunies, à court terme en tous cas, pour un prolongement de cette phase d'expansion. D'une part, – nous venons de le voir – l'environnement international demeure porteur. De l'autre, les facteurs domestiques apparaissent aussi favorables: consommateurs et producteurs font preuve de confiance.

Le commerce extérieur demeure le premier moteur de notre croissance économique. Après la forte accélération des exportations de marchandises enregistrée au printemps, la dynamique s'est, comme prévu, quelque peu tassée au cours des derniers mois. Elle est tout de même restée très robuste. A tel point que les mois de septembre et octobre ont enregistré des records: au cours de ces deux mois, la balance commerciale suisse a connu un solde positif de 1,8 milliards et 1,6 milliards de francs respectivement, soit les excédents mensuels de la balance commerciale les plus élevés jamais relevés. Cette performance a pu être réalisée surtout grâce aux ventes à l'étranger de produits chimiques, de métaux, de machines et d'appareils électroniques ainsi que de montres. La demande a évolué favorablement en Asie, dans l'Union Européenne et en Europe orientale, aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEC.

L'industrie manufacturière vit par conséquent depuis plusieurs mois une situation de haute conjoncture. Ce secteur affiche une marche des affaires extrêmement favorable. Les carnets de commandes sont très bien remplis, les stocks de produits finis sont bas et les délais de livraison se sont significativement allongés. Le taux d'utilisation des capacités techniques de production a atteint son niveau le plus élevé depuis quinze ans.

La forte amélioration de la situation financière des entreprises et la dissipation des incertitudes concernant les effets sur la conjoncture mondiale du prix du pétrole ont permis, depuis le début de l'année, la relance des projets d'investissement. Cette tendance s'est poursuivie au troisième trimestre. Cela a parallèlement conduit à une intensification de la création d'emplois.

Les exportations de services évoluent également de manière favorable. Le tourisme, en particulier, enregistre une très bonne phase. En septembre, le nombre de nuitées de touristes étrangers a atteint un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2001. Par ailleurs, la reprise des marchés boursiers, qui a débuté en septembre, devrait soutenir les exportations de services financiers au quatrième trimestre de cette année.

Un autre secteur qui opère en situation de plein emploi est celui de la construction. On observe que les entreprises sont toujours plus nombreuses à rencontrer des difficultés de recrutement de main-d'œuvre. Malgré la remontée des taux d'intérêt à court terme intervenue jusqu'ici, les conditions de financement pour les investissements en logement demeurent favorables. Le nombre de nouveaux logements mis sur le marché augmente actuellement au rythme de 40'000 unités par année, contre moins de 30'000 en 2001. La construction à but commercial gagne aussi du terrain. Au total donc, les investissements en construction semblent destinés à évoluer à un niveau élevé au cours des prochains mois.

Le marché du travail bénéficie du haut degré d'activité. Depuis le printemps on observe une accélération de la création d'emplois. Au troisième trimestre, le nombre de places de travail en équivalent plein temps progressait de 1,6% par rapport au trimestre précédent et de 1,1% en glissement annuel. L'industrie manufacturière et le secteur financier sont les domaines où l'augmentation de l'emploi est la plus marquée. La croissance est soutenue également dans l'immobilier au sens large. Par contre, dans d'autres branches de services, importantes en termes de places de travail, comme le commerce de détail, la progression de l'emploi est toujours modeste en raison de changements d'ordre structurel.

Le taux de chômage a prolongé son repli. En octobre, il se fixait à 3,2%, en termes corrigés des variations saisonnières. Nous tablons sur une poursuite de la baisse du nombre de chômeurs aux cours des prochains mois. Au début de l'année prochaine, le taux de chômage suisse devrait redescendre au-dessous de la barre de 3%.

L'amélioration de la situation sur le marché du travail procure une base solide pour la consommation des ménages. La sécurité de l'emploi s'est accrue et les perspectives salariales s'améliorent. Les dernières informations relatives à l'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce de détail témoignent de l'état de confiance des consommateurs. En septembre, les ventes dans le commerce de détail ont progressé de manière substantielle, ce qui laisse augurer d'un bon climat de consommation en fin d'année.

J'ai, jusqu'ici, basé mes observations sur des indicateurs globaux. Cette analyse est confirmée par les informations de terrain que nous obtenons de nos observateurs régionaux: la reprise ne se limite pas seulement aux zones les plus dynamiques du pays mais elle est largement distribuée. Je constate avec beaucoup de plaisir que le retour à des conditions conjoncturelles favorables est une réalité très concrète au Tessin également. La place financière profite de conditions générales très favorables: dans la première moitié de l'année, ce secteur a été en forte expansion et les perspectives pour le quatrième trimestre sont bonnes. L'industrie manufacturière – en particulier les entreprises opérant sur les marchés internationaux – et la construction opèrent à plein régime. Le tourisme – autre secteur très important – vit une phase de forte expansion. Pendant les neuf premiers mois de l'année, le nombre de nuitées dans les hôtels a progressé de 5,3% au Tessin, contre 5,6% en moyenne nationale. Sur le front du chômage, enfin, le niveau tessinois demeure plus élevé que la moyenne nationale. Une légère tendance au repli se dessine toutefois depuis le début de l'année.

L'inflation

En Suisse, la dynamique des prix demeure très modérée. En octobre, la variation sur base annuelle de l'indice des prix à la consommation s'est fixée à 0,3%, contre 0,8% en septembre et 1,5% en août. Ce repli est entièrement dû à un effet de base concernant le prix des produits pétroliers. Ceux-ci baissaient de 10% en octobre, alors qu'ils progressaient encore de près de 13% en août. Notre mesure de l'inflation sous-jacente, qui fait abstraction des variations extrêmes, témoigne d'une situation de stabilité des prix. L'inflation sous-jacente progressait en effet de 0,9% en octobre. L'année 2006 enregistrera une inflation de l'ordre de 1% et un niveau comparable en 2007. La stabilité interne des prix est donc fermement établie.

Marchés financiers

Confortés par la baisse des prix du pétrole brut et de ses dérivés, ainsi que par les statistiques économiques favorables, les marchés financiers semblent avoir retrouvé leur sérénité, voire être tombés dans l'euphorie. La courbe des taux s'est aplatie. Les rendements obligataires à long terme se sont repliés pendant l'été et sont restés pratiquement inchangés depuis le mois de septembre traduisant la stabilité des anticipations d'inflation et la crédibilité accordée aux banques centrales dans leur lutte contre l'inflation. Sur le marché des changes, on note une appréciation de l'euro face aux principales monnaies. Depuis mi-octobre, le cours du dollar face à l'euro est passé de 1.25 à 1.30. Face au franc, l'euro a continué de se renforcer au cours des derniers mois et

oscille maintenant aux alentours de frs 1.59. Sur les marchés des actions, la baisse rapide des cours du baril du pétrole, les profits élevés des entreprises et une inflation contenue ont permis à la bourse d'établir de nouveaux records. Au mois d'octobre, le Dow Jones a franchi le seuil des 12 000 points pour la première fois de son histoire. En Suisse, le SPI a également atteint un pic historique.

Politique monétaire

J'en viens maintenant à notre politique monétaire. Celle-ci a pris le chemin de la normalisation des taux dès juin 2004 lorsque les premiers signes du redressement de la conjoncture sont apparus. En septembre, la Banque nationale a décidé un nouveau relèvement de 25 points de base de la fourchette du taux Libor à trois mois. Il s'agit de la quatrième correction depuis le mois de décembre de l'année passée. Le Libor à trois mois se situe actuellement au dessus de 1,90%. Ce mouvement de restriction des conditions monétaires a toutefois été partiellement compensé par l'affaiblissement du franc suisse vis-à-vis de l'euro.

Les conditions de financement demeurent très favorables en regard du développement de la conjoncture et n'assurent pas la stabilité des prix à l'horizon de 2009. Autrement dit, notre politique monétaire est encore accommodante. Nous l'avons vu, l'économie suisse opère, à bien des égards, en situation de plein emploi. Il sera donc nécessaire de poursuivre la correction des taux. Nous procéderons dans les prochaines semaines à une nouvelle évaluation de la situation conjoncturelle et des perspectives de croissance à moyen terme afin d'adopter une décision appropriée en la matière.

Conclusion: tout n'est pas aussi rose

Même si ce bref tour d'horizon semble indiquer que la plupart des clignotants restent au vert, tout n'est pas rose pour autant. J'aimerais ainsi finir mon intervention par une brève évaluation des risques. Comme je vous le disais en introduction, non seulement l'évolution favorable des indicateurs conjoncturels conforte notre attente d'une croissance mondiale encore soutenue, mais le ciel semble s'être quelque peu éclairci, notamment sur la conjoncture américaine. En effet, la probabilité d'une récession ou d'un ralentissement durable de l'économie américaine existe, mais nous semble faible. S'il ne fait aucun doute que la contraction de l'investissement résidentiel a pesé sur la croissance, aucun signe de contagion à la consommation privée n'est perceptible. Cela n'a rien d'étonnant au regard du raffermissement des salaires et de la baisse marquée des prix de l'essence. La dynamique du pouvoir d'achat des ménages demeure un élément déterminant des

dépenses de consommation. Dans ce contexte, les chiffres récents de l'emploi, qui montrent que l'économie américaine a créé 470'000 places de travail au cours des trois derniers mois, rassurent.

Un autre risque ne peut être totalement écarté: il a trait à la volatilité des prix du pétrole. Le baril est revenu sous la barre des 60 dollars, alors qu'il cotait plus de 75 dollars en août dernier. A cela, plusieurs raisons: les stocks sont plus élevés que la normale saisonnière, la saison cyclonique dans l'Atlantique s'est révélée clémente, l'hiver sera – semble-t-il – plutôt tempéré et les tensions géopolitiques se sont quelque peu apaisées. Toutefois, l'expérience vécue ces dernières années montre que le marché, toujours très tendu, peut s'emballer rapidement étant donné le manque de capacités excédentaires de production et de raffinage. On ne peut donc pas totalement écarter la possibilité que l'accalmie actuelle pourrait n'être que provisoire.

L'euphorie des marchés financiers depuis l'été dernier nous interpelle aussi. De nombreux indicateurs se trouvent actuellement en-dehors de leur position traditionnelle:

- Le degré de liquidité des entreprises est particulièrement fort. Cette situation se maintient alors même que l'expansion cyclique se poursuit depuis de nombreux trimestres. Le rapport entre les profits des entreprises et la rémunération du travail est inhabituellement élevé.
- L'abondance des liquidités pousse les cours boursiers vers des sommets inégalés, et ceci même dans la perspective d'un ralentissement de l'économie mondiale à l'horizon de 2007. Les taux d'intérêt à long terme, mesurés en termes réels, sont inférieurs au rythme de croissance des économies.
- Face aux taux d'intérêt faibles, l'appétit pour le risque est croissant. La chasse au rendement comprime les "spreads" qui sont maintenant relativement bas d'un point de vue historique. Il n'est pas inhabituel d'entendre les milieux financiers déclarer aujourd'hui que les prises de risques ne sont plus rémunérées correctement.
- La volatilité des marchés financiers est au plus bas, ce qui peut biaiser la mesure des risques des portefeuilles.
- Sur le marché des changes, les opérateurs, ne regardant que les profits de court terme, s'endettent dans les pays à taux bas pour placer sur les marchés à taux plus élevés en faisant abstraction d'un possible risque de change. Les pays à bas taux d'inflation voient ainsi leur monnaie se déprécier alors même que leur compétitivité progresse déjà en raison de la modération de leur inflation interne.

A l'évidence, ces signaux sont troublants et la prudence s'impose. Dans une situation de reprise marquée de la croissance économique, le danger est d'extrapoler les tendances et d'imaginer une accélération continue de la marche des affaires et des profits. Certes, la globalisation des marchés a pu donner à nos économies un potentiel de croissance supérieur à celui dont elles disposaient précédemment. Néanmoins des limites existent qui prennent la forme d'une utilisation croissante des ressources naturelles et humaines ainsi que des capacités de production. La hausse des prix des matières premières nous indique que les réactions de marché ne sauraient être sous-estimées dans un tel contexte. Les paramètres qui paraissent aujourd'hui si favorables aux entreprises pourraient donc se renverser et les anticipations converger vers une croissance économique plus modeste, une pression plus forte des coûts de production et une politique monétaire moins accommodante. Autant de facteurs pouvant entraîner un retour de la volatilité sur les marchés financiers. Nous devons donc rester sur nos gardes.

En fin de compte, en matière de politique économique comme dans les affaires en général, les règles de bon sens s'imposent toujours: il faut rester prudent lorsque que les choses vont bien et surtout ne pas succomber à l'illusion que les difficultés rencontrées par le passé ont définitivement disparu.

Ne voyons pas trop la vie en rose!