

Tour d'horizon conjoncturel

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

Assemblée générale de la Fédération de l'Industrie Horlogère Suisse

Judi 26 juin 2003

Fribourg

1. Introduction

Pour une petite économie ouverte comme la Suisse - et ce n'est pas aux membres de votre Fédération que je vais l'apprendre - le développement économique mondial joue un rôle central. Je débiterai donc mon exposé par une présentation de l'environnement international et une analyse du cycle économique actuel. Puis je dresserai un état des lieux des perspectives de reprise au sein des grandes régions industrialisées et des pays émergents. Je passerai ensuite à la situation économique de notre pays pour finir sur des considérations de politique monétaire.

2. L'environnement international

Les premiers signes d'essoufflement de l'économie américaine remontent au milieu de 2000 – il y a exactement trois ans -, alors que l'éclatement de la bulle de la nouvelle technologie précipitait la correction des marchés boursiers. L'écrasement de la demande en biens d'équipement qui s'en est suivi a provoqué la chute de la production manufacturière. La consommation privée s'est affaiblie par la suite mais dans une moindre mesure. Les exportations horlogères Outre-Atlantique confirment ce schéma : après avoir connu des taux de croissance élevés en 2000, elles chutent dès le début de 2001.

Les pays de l'Union monétaire européenne ont rapidement emboîté le pas de l'Amérique. La contraction de la demande extérieure a provoqué la stagnation des exportations de biens et services de la zone Euro au cours du 1^{er} trimestre 2001 alors que ces dernières progressaient encore fortement durant les mois précédents. La morosité du secteur extérieur s'est ensuite propagée à l'économie domestique : La consommation privée a virtuellement cessé de croître à partir du 3^{ème} trimestre 2001. Ici également vos chiffres reflètent l'évolution cyclique : on note un repli des ventes horlogères en Europe dès 2001, les pays de l'Est étant moins affectés en raison de leur besoin de rattrapage.

Les attentats du 11 septembre et leurs effets dévastateurs sur la confiance ont plongé davantage l'économie mondiale dans la récession. Après un début de reprise au cours du 1^{er} semestre 2002, l'activité des principaux pays industrialisés s'est à nouveau affaiblie, sur fond de révélations de malversations financières de grande ampleur, de tensions géopolitiques et de hausse marquée des prix de l'énergie.

2.1. Implications de la crise des investissements sur l'économie internationale

Si j'ai tenu à vous rappeler les principales étapes du cycle économique mondial depuis le tournant du siècle, c'est parce qu'elles nous offrent des clés importantes pour dégager les tendances probables de l'évolution conjoncturelle à venir. Avant de passer en revue les perspectives de croissance à court terme des régions industrialisées et de quelques pays émergents, j'aimerais en effet développer deux points de nature plus générale.

Le premier point concerne les conséquences macroéconomiques de ce que l'on nomme généralement l'éclatement de la bulle des technologies de l'information.

La caractéristique essentielle de la fin des années nonante a été le surinvestissement des entreprises, en particulier aux Etats-Unis, en biens d'équipement de haute technologie, informatique notamment. S'il est encore trop tôt pour offrir une analyse fiable des raisons précises de cet investissement excessif, on peut cependant noter la dynamique de surenchère qui prévalait à l'époque. Beaucoup d'entreprises semblaient en effet désireuses de ne pas rater le tournant de la révolution informatique, même si les retombées de leurs investissements paraissaient des plus flous. Encouragée par la baisse rapide des prix des produits informatiques et par les angoisses du passage à l'an 2000, la frénésie d'investissement a pris de folles proportions entre 1996 et 2000. Elle a été intimement associée à l'envolée des cours boursiers et du dollar ainsi qu'au creusement rapide du déficit de la balance courante américaine. L'épargne mondiale, notamment européenne, n'a pas seulement permis de financer l'investissement des entreprises implantées outre-atlantique, elle a également soutenu un boom de la consommation privée américaine. En d'autres termes, on a assisté à la fin des années nonante à un phénomène de transfert de

pouvoir d'achat vers les Etats-Unis. L'industrie horlogère suisse a également bénéficié de cette situation : selon les chiffres de votre Fédération, les exportations de montres vers le marché américain ont enregistré d'excellents résultats dans la deuxième moitié des années nonante.

Il est important de souligner que ce mécanisme macroéconomique était parfaitement compréhensible. Du point de vue de l'investisseur européen, japonais ou saoudien, il était rationnel de profiter des perspectives nouvelles d'investissement outre-atlantique. Du côté des ménages américains, il était tout à fait normal de consommer plus, quitte à s'endetter, dans la mesure où le pouvoir d'achat croissait, suite à la progression des salaires réels et au renforcement du dollar.

Mais évidemment cette évolution était déséquilibrée. Que se passe-t-il si les perspectives de rendement élevé de l'investissement ne se concrétisent pas ? Et bien, c'est le mouvement inverse qui s'enclenche : Le flux d'épargne mondial à destination des Etats-unis se tarit et le dollar baisse ce qui conduit à un ralentissement de la conjoncture américaine et à un rééquilibrage progressif du déficit extérieur. On constate ainsi combien l'expansion de la fin des années nonante reposait sur des bases fragiles et hautement spéculatives.

J'en viens maintenant à mon deuxième point d'ordre général qui a trait à la situation actuelle des politiques monétaires. Face au ralentissement d'activité, les banques centrales des pays développés ont réduit leurs taux d'intérêt de référence à un niveau rarement atteint au cours des cinquante dernières années. Calculés en termes réels c'est-à-dire corrigés de l'inflation, la plupart des rémunérations servies sur les papiers à court terme flirtent avec zéro et le cours des obligations est au zénith. Les conditions monétaires sont, par conséquent, fortement relâchées et incompatibles, à terme, avec la stabilité des prix. Lorsque la demande se réanimera, un resserrement monétaire significatif sera inévitable. Certains facteurs favorables aujourd'hui à la consommation et à l'immobilier ne seront plus présents.

Ces considérations m'amènent à trois réflexions.

- En premier lieu, la progression fulgurante et continue de la demande intérieure américaine observée à la fin des années nonante ne devrait plus se répéter car les consommateurs américains endettés n'auront guère de marge de manœuvre pour accroître leurs dépenses plus rapidement que leur revenu.
- Ensuite, le repli du dollar sous le niveau du pic atteint au début de 2002, fait partie intégrante du mécanisme d'ajustement de résorption progressive du déficit extérieur des Etats-Unis. Pour de nombreux observateurs son niveau des dernières années était artificiellement soutenu par des flux de capitaux exceptionnels. Son niveau actuel correspond donc mieux aux réalités fondamentales de l'économie américaine et devrait contribuer au rééquilibrage de ses comptes extérieurs.
- Enfin, la reprise économique mondiale n'aura de chance d'être équilibrée - donc durable - que si l'Europe est en mesure d'offrir à son épargne des opportunités attrayantes d'investissement.

2.2. Perspectives à court terme pour l'économie mondiale

Passons maintenant aux perspectives économiques à court terme des principales économies industrialisées et émergentes.

Aux Etats-Unis, le fléchissement marqué de la dynamique de la consommation privée est à l'origine du ralentissement de la croissance du PIB observé au cours du 4^{ème} trimestre 2002 et du premier trimestre de cette année. Fait rare, la consommation de biens durables a reculé deux trimestres de suite, se contractant de près de 3%.

Si le timing exact de la reprise est particulièrement difficile à identifier, des développements récents laissent cependant entrevoir une accélération prochaine de la croissance.

- Tout d'abord, une impulsion massive de politique fiscale est aujourd'hui en place. Le président Bush vient de signer son deuxième plan d'allègement fiscal et d'augmentation des dépenses publiques qui, pour les quatre trimestres qui suivent, se monte à 1.5% du PIB. La forte hausse du revenu disponible des ménages attendu au 3^{ème} trimestre devrait donner un coup de fouet à la consommation privée.
- Deuxièmement, la Réserve fédérale, la Fed, a annoncé vouloir combattre avec vigueur tout danger de déflation. Cette détermination a contribué à assouplir les conditions financières de façon significative : Les rendements sur les emprunts de l'état fédéral à dix ans sont passés de près de 4% à 3,3% en moins de deux mois, les primes de risques sur le marché obligataire se sont stabilisées à bas niveau, les cours boursiers sont en hausse et le dollar a accéléré son repli par rapport aux principales monnaies.
- Le troisième élément favorable réside dans les signaux plutôt encourageants des indicateurs d'activité économique relevés après la fin des hostilités en Irak. On décèle en particulier une stabilisation tendancielle de l'emploi et une normalisation de l'activité dans le secteur manufacturier. La progression significative des entrées de commandes relevée au mois de mai, si elle se confirme, permet d'espérer une accélération prochaine de la production, ce d'autant plus que le niveau des stocks est particulièrement bas.
- Enfin, du côté des investissements, on observe depuis un an et demi un fort redressement de la demande en produits informatiques qui témoigne du besoin accru de renouvellement dans un domaine marqué par une obsolescence rapide. Dans le domaine des équipements industriels et de transport, l'accumulation nette de capital (c'est-à-dire en tenant compte de l'amortissement) a été très faible voire même négative. Ceci implique qu'une augmentation de la demande finale se traduira rapidement par la nécessité d'étendre les capacités de production. Cette extension sera encouragée par un coût de financement très bas.

En résumé, des conditions de politique économique très expansives couplées à un besoin grandissant de rattrapage dans le domaine des investissements et de la consommation privée seront les moteurs de l'accélération de la croissance à court terme. Sur un horizon plus lointain, l'inévitable remontée des taux d'intérêt alliée au nécessaire rééquilibrage de la demande mondiale devrait maintenir la croissance américaine en deçà de sa performance de la seconde moitié des années nonante.

Les perspectives à court terme pour l'économie de la *zone Euro* sont moins encourageantes que celles des Etats-Unis :

- Premièrement, il faut souligner le caractère moins expansif de la politique économique, en particulier dans le domaine fiscal. Les nécessaires réformes budgétaires dans le domaine des dépenses ayant été négligées lors des années de haute conjoncture, le fort ralentissement de l'activité et donc des recettes a dangereusement rapprochés les déficits des trois plus grandes économies de la zone Euro de la limite imposé par le Pacte de Stabilité et de Croissance européen, à savoir 3% du PIB. Il est prévu que la France et l'Allemagne passent au-dessus cette limite en 2002 et 2003. Si un dépassement temporaire des 3% peut être économiquement justifié en cas de retournement de conjoncture afin de laisser jouer les stabilisateurs automatiques, la situation actuelle exclut des mesures structurelles plus radicales comme la réduction de la charge fiscale ou l'augmentation discrétionnaire des dépenses de l'Etat. A l'aube du défi posé par le financement des retraites et des coûts de la santé ainsi que de l'intégration de nouveaux membres au sein de l'union, il serait désastreux de laisser filer les déficits et la dette publique. Concernant la politique monétaire, la BCE n'a pas jugé souhaitable d'intervenir aussi promptement et massivement que ne l'a fait la Fed. Entre mai 2001 et juin 2003, la BCE a abaissé son taux d'intérêt de référence de 275 points de base. La réduction est deux fois moins importante que celle entreprise par la Fed. La principale difficulté rencontrée par l'institut d'émission européen a été la forte inertie de l'inflation à satisfaire le critère formel de stabilité des prix, c'est-à-dire à se trouver entre 0 et 2%.

- Le deuxième élément défavorable a trait à l'appréciation continue et forte de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar. Comme nous le savons tous ici fort bien, l'appréciation de la monnaie réduit la compétitivité de l'industrie domestique face à ses concurrents étrangers. La force de l'euro risque par conséquent de freiner la transmission des impulsions conjoncturelles des Etats-Unis vers l'Europe.
- Le troisième élément réside dans la totale atonie de la demande intérieure européenne. Cette faiblesse, propre aux économies d'Europe continentale, a des causes multiples et complexes encore insuffisamment comprises. Une des raisons découle certainement du manque de flexibilité et de concurrence dans le domaine du marché du travail notamment. En particulier, la rigidité des formes contractuelles ne permet pas d'adapter rapidement les structures de production en cas de choc et bride la volonté des entreprises à investir et à créer de nouvelles places de travail. Le FMI a récemment estimé qu'une réforme des marchés de l'emploi, des biens et des services dans le but d'atteindre le niveau de concurrence observé aux Etats-Unis doperait à terme le PIB européen de 10%. Sans parler du gain matériel très important, cela contribuerait positivement au réajustement de la dépense mondiale dont je vous parlais précédemment.

En résumé, la croissance au sein de la zone Euro devrait rester plus modeste qu'outre-atlantique et ne redémarrer que dans son sillage. Le secteur exportateur sera sans doute le moteur de la reprise mais souffrira du niveau élevé de la monnaie européenne. Etant donné le manque de dynamisme de la demande intérieure, en particulier en Allemagne, on a peu d'espoir d'observer un redémarrage autonome de l'activité au sein de la zone.

Les perspectives économiques à court terme pour *l'économie japonaise* restent subordonnées à l'évolution de la conjoncture extérieure, en particulier aux Etats-Unis et en Asie. Le moteur de la demande intérieure est complètement grippé par un secteur financier au bord de la faillite et par la baisse continue des prix. A moins d'un assainissement complet du secteur bancaire et des finances publiques, il est très improbable que la croissance dépasse à terme et durablement 1%. L'élément positif propre

au Japon réside dans son interdépendance accrue avec l'une des économies les plus dynamique du monde : la Chine. Après avoir été une concurrente et contraint l'industrie japonaise à de nombreuses délocalisations, l'économie chinoise représente aujourd'hui un débouché très important pour les exportations japonaises. Les ventes de produits japonais à destination de la Chine comptent pour environ 10% de la valeur totale des exportations. En 2002, leur croissance a dépassé les 30% contre 6,4% pour les exportations totales. Lorsque les effets de la pneumonie atypique se seront atténués en Chine et que la reprise se fera jour Outre-atlantique, on peut raisonnablement tabler sur une contribution importante du commerce extérieur à la croissance japonaise même si, comme je l'ai évoqué avant, la performance globale de l'économie nipponne devrait rester très modeste.

Au sein des *économies émergentes*, les situations conjoncturelles sont généralement très différentes. Un facteur rattache toutefois la plupart d'entre elles : le commerce international. Après que ce dernier se soit fortement redressé au cours des trois premiers trimestres de 2002 provoquant une forte accélération de la croissance des pays émergents, en *Asie* notamment, il y a fort à parier qu'il s'est à nouveau affaibli depuis. Le développement des exportations asiatiques demeure intimement lié à l'évolution de l'activité dans les pays industrialisés même si l'émergence de la demande en provenance de Chine a provoqué un léger découplage. Les économies de la région souffrent également des séquelles de la pneumonie atypique. A *Hong Kong*, où l'épidémie a déjà infecté près de 2'000 personnes et tué près de 300, le commerce de détail, l'hôtellerie et plus généralement le tourisme ont été fortement touchés. La banque Morgan Stanley estime le repli des dépenses de consommation de détail et de loisirs à 20% en glissement annuel au cours du mois d'avril. Même si le pic infectieux semble passé et bien que l'OMS ait récemment levé sa recommandation d'éviter Hong Kong, le retour à des niveaux d'activité normaux prendra du temps.

Les économies émergentes d'Asie étant spécialisées dans la production de matériel électronique, on peut raisonnablement attendre que le nécessaire renouvellement des équipements dans les pays industrialisés soutiendra leur activité exportatrice dans le court et moyen terme.

Pour les économies très dépendantes du pétrole comme les *pays du Golfe* ou la *Russie*, la baisse récente des prix du pétrole devrait ralentir l'activité. Il est en particulier peu probable que la consommation privée russe maintienne le formidable dynamisme observé au cours de 2002. Les pays du *Moyen-Orient* devraient pour leur part souffrir d'un ralentissement prolongé du tourisme et des investissements suite à l'intervention militaire en Irak.

Pour les grandes économies d'*Amérique du Sud*, à l'exception notable du *Venezuela*, la situation s'est récemment améliorée de façon significative. Il est vrai que la région a subi en 2001-02 le pire revers de fortune depuis 20 ans. Que se soit au *Brésil* ou en *Argentine*, l'activité s'est redressé au cours de la deuxième moitié de 2002 en partie grâce à la forte dévaluation du Real et du Peso qui a dopé la contribution nette du commerce extérieur. Même si la confiance des investisseurs internationaux - en particulier dans le cas du Brésil - et des consommateurs semble revenir, la demande intérieure demeure hésitante. La reprise attendue dans les pays industrialisés, en particulier aux Etats-Unis, devrait contribuer à remettre progressivement les économies de la région sur des rails plus sûrs. Etant donné le poids et la structure de leur dette extérieure, ces dernières restent toutefois particulièrement exposées aux fluctuations des marchés internationaux des changes et des capitaux.

3. L'économie suisse

3.1. La Suisse face à la crise mondiale des investissements

En Suisse, l'évolution conjoncturelle a suivi de près celle de l'économie mondiale. Comme aux Etats-Unis, la croissance a atteint sa vigueur maximale au quatrième trimestre 1999. Notre économie se trouvait alors dans une situation de pleine utilisation de ses capacités de production, les surcapacités héritées de la précédente période de stagnation ayant été résorbées. Un ralentissement de la croissance était donc souhaitable dans la mesure où il fallait éviter qu'une demande excessive ne débouche sur une surchauffe. Les contraintes

qui limitaient la croissance de la production devenaient particulièrement visibles en ce qui concerne la main-d'œuvre, notamment dans la recherche de personnel qualifié.

Des tensions inflationnistes ne tardant pas à apparaître dans de telles circonstances, la Banque nationale a considéré nécessaire de mener une politique monétaire plus restrictive. Ainsi, à partir du mois de février 2000, nous avons procédé à un resserrement des conditions monétaires. Dans le courant de l'année 2000, l'économie suisse semblait converger vers une croissance du produit intérieur brut plus proche de son potentiel de long terme, soit 1,5% à 2% par année. Ceci aurait pu permettre de maintenir la situation de pleine utilisation des capacités de production tout en limitant les risques de pression sur les prix.

Malheureusement, ce *soft landing* de l'économie n'a pas eu lieu. A partir du premier trimestre 2001 en effet, l'économie suisse est entrée dans une phase de soudaine stagnation lorsque la demande domestique et internationale de biens d'équipement a brutalement chuté. La crise internationale des investissements et l'effondrement des bourses nous ont frappé de manière particulièrement sévère. Le recul de l'activité a été plus marqué chez nous qu'aux Etats-Unis ou dans la zone Euro. La raison réside dans le fait que notre économie est spécialisée dans deux secteurs qui ont été les plus touchés par le repli de la demande : je pense bien sûr à l'industrie productrice de biens d'équipement, mais également au secteur de la finance.

Abordons en premier lieu l'aspect de la demande en biens d'investissement. Dans la deuxième moitié des années nonante, nous avons connu en Suisse une période durant laquelle la croissance des investissements en équipement a été plus forte et plus résistante que durant les cycles conjoncturels passés. La tendance au surinvestissement se manifesta chez nous aussi. La correction qui a suivi fut, par conséquent, particulièrement abrupte. Au deuxième trimestre 2000, les investissements en équipement progressaient encore de 9%. Trois trimestres plus tard, ils chutaient de 8%. A l'heure actuelle, les investissements sont en repli depuis neuf trimestres consécutifs.

Il est intéressant de remarquer que la phase de forte expansion n'a pas concerné toutes les catégories de biens d'équipement de la même façon. Alors que la croissance des investissements en machines et en appareils n'a été que modeste, les investissements dans les instruments de précision ont évolué de manière plus marquée. Toutefois, le boom des investissements a été nourri principalement par les dépenses dans les technologies de l'information. Ainsi par exemple, les investissements en ordinateurs ont augmenté de 300% environ entre 1993 et 2000. Lorsque la correction est intervenue, à partir du début de 2001, c'est bien dans ce secteur des nouvelles technologies qu'elle a été la plus forte. Par ailleurs, un autre secteur dans lequel le recul des investissements a été particulièrement massif est celui du transport aérien. Ceci est à mettre en relation avec les problèmes spécifiques que traverse le secteur, problèmes douloureusement ressentis ces jours-ci.

Un des facteurs qui caractérisent la chute des investissements pendant ce cycle est la parfaite simultanéité avec laquelle elle a eu lieu au niveau international. Par conséquent, les producteurs suisses de biens d'équipements ont été confrontés non seulement au recul de la demande domestique mais également à l'effondrement de la demande internationale. Or, un tiers de nos exportations de marchandises est constitué par des biens d'équipement. Le fait que la Suisse ait été plus touchée que d'autres pays par la crise de la demande mondiale de biens d'investissements trouve une confirmation lorsqu'on observe l'évolution de l'activité manufacturière: le recul de la production manufacturière a été significativement plus marqué chez nous qu'aux Etats-Unis ou dans l'Euroland.

De son côté, la correction des marchés financiers a frappé durement le secteur des banques et des assurances. La chute des prix des actifs a conduit à une nette diminution du volume des transactions et donc des recettes pour les banques et gestionnaires de fortune. Bon nombre d'instituts ont ainsi dû essuyer des pertes. Ce secteur, qui avait été jusque-là un des moteurs de la croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi, s'est ainsi contracté en 2001 et 2002. Etant donné l'importance des banques et assurances pour l'économie suisse – près de 13% de la valeur ajoutée totale - le repli de l'activité dans ces branches a lourdement pesé sur la croissance. Le secteur a rapidement répondu à ces

difficultés par un effort de restructuration et consolidation. A court terme cela s'est traduit par de nouvelles orientations stratégiques, des réorganisations de structure productive, des fusions – en particulier dans le domaine de la gestion de fortune – ainsi que des réductions d'emploi. Cet effort – qui est par ailleurs toujours en cours - est toutefois nécessaire pour garantir la solidité et la compétitivité du secteur à moyen terme.

3.2. La situation actuelle demeure morose

Quelle est donc la situation conjoncturelle du moment ? L'activité productive est demeurée très faible en début de cette année. Le produit intérieur brut réel a baissé de 1% au premier trimestre. Les indicateurs du deuxième trimestre n'ont jusqu'ici pas fourni les signes de reprise de l'activité auxquels on aurait pu s'attendre après la fin du conflit en Irak. Malgré le repli du prix du pétrole et la stabilisation des marchés financiers, les économies de nos principaux pays partenaires peinent à redémarrer.

En Suisse, la demande domestique a vécu plusieurs trimestres de recul, avant de retrouver une légère croissance au premier trimestre de cette année. Toutefois, pendant toute cette période - et contrairement à ce qui a été généralement observé pendant les cycles passés - la consommation privée n'a jamais cessé de progresser. A ce niveau, il faut néanmoins opérer une importante distinction. Les composantes de la consommation privée qui ont continué de croître sont en premier lieu la consommation de services de la santé et les dépenses en logement dont les évolutions sont déterminées plutôt par des facteurs structurels de moyen et long terme, tels que des facteurs démographiques ou des changements de préférences. La consommation de biens de nature plus cyclique montre par contre des signes de faiblesse. Deux catégories de produits sont particulièrement touchées : celle des biens durables et celle des biens de luxe. Ainsi, les immatriculations de voitures neuves sont en constante baisse depuis la fin de l'année 2000 déjà. En février et mars, la composante 'Effets personnels' de l'indice suisse du chiffre d'affaire dans le commerce de détail - dont la vente de montres constitue un élément essentiel - a fortement reculé en termes réels par rapport aux mêmes mois de l'année précédente. L'incertitude pousse à présent les consommateurs suisses à la prudence et donc à retarder

les dépenses pour les biens dont la nécessité n'est pas immédiate. Cette incertitude naît de plusieurs facteurs. Parmi ceux-ci il y a sans doute la détérioration des conditions sur le marché du travail. Le chômage s'inscrit à la hausse depuis le printemps 2001. De plus, les réductions d'emplois touchent également des secteurs – en particulier les banques et les assurances – importants pour la demande de biens non essentiels ou de luxe. Un deuxième facteur est lié à l'influence accrue des performances des marchés financiers sur le comportement des consommateurs car le nombre de ménages qui investissent une partie de leur épargne en actions s'est fortement accru depuis le début des années nonante. Nul doute que l'évolution des indices des bourses est probablement considérée par les ménages, beaucoup plus que par le passé, comme un indicateur de l'état de santé de l'économie et donc de leurs perspectives financières. Enfin, les problèmes rencontrés par les caisses de pension incitent les ménages à la prudence. Par conséquent, les difficultés vécues par les marchés financiers en 2001 et 2002 ont certainement eu un impact négatif sur la demande de consommation.

De son côté, la consommation publique a jusqu'ici contribué à soutenir la demande. Malgré le ralentissement conjoncturel, elle n'a en effet cessé de croître, par périodes même de manière marquée. Cependant, les finances publiques se trouvent à présent dans une situation difficile. La cause de l'évolution négative des comptes publics réside dans la diminution des entrées fiscales (impôt direct, impôt anticipé, TVA et droit de timbres) engendrée par la mauvaise performance macroéconomique, alors que les dépenses ont continué de croître à un rythme soutenu. Le Conseil fédéral a réagi en adoptant un paquet de mesures de réduction des dépenses. L'essentiel de leur effet ne sera perçu qu'à partir de l'année 2005. A court terme donc, la consommation publique devrait continuer de croître, la dynamique est toutefois destinée à ralentir.

Les investissements en équipement fournissent actuellement de timides signes d'amélioration. Depuis le début de la crise en 2001, ils ont reculé de près de 20%. On peut ainsi penser que les excès en la matière ont en bonne partie été corrigés. Au premier trimestre de cette année les investissements s'inscrivaient toujours en recul. Le repli était toutefois significativement plus faible que pendant les trimestres qui ont précédé. Par

ailleurs, les entrées de commandes enregistrées par les producteurs suisses de biens d'investissements ont arrêté de reculer depuis trois trimestres. Les investissements dépendent toutefois de deux facteurs : leur coût et leur rendement. La politique monétaire agit sur le premier : la réduction des taux d'intérêt contribue à créer des conditions favorables à la reprise des investissements en réduisant le coût de leur financement. Mais cela ne suffit pas. Un véritable retour à la croissance des investissements dépend de manière cruciale d'une amélioration des perspectives de ventes des entreprises. Seule une embellie des attentes concernant l'évolution de la demande et le degré d'utilisation des capacités de production peut pousser les entreprises à renouveler, voir à accroître leur stock de capital.

Le redémarrage conjoncturel de la Suisse dépend par conséquent de la reprise de la demande pour nos biens d'exportation. En 1980, 30% du produit intérieur brut était constitué par les exportations de biens et services. Ce chiffre n'a cessé de croître au fil du temps. Actuellement, la part du commerce extérieur dans le PIB suisse est de 45%. C'est dire si la demande étrangère joue un rôle central pour la conjoncture suisse. D'un redémarrage des exportations on attend une augmentation du degré d'utilisation de l'appareil productif dans l'industrie. Compte tenu de la longue période de retenue au niveau des investissements, l'amélioration des perspectives de production devrait, à son tour, déclencher assez rapidement une reprise de la formation de capital. Ceci va à son tour garantir de nouvelles créations d'emploi, le repli du chômage et une amélioration du moral des consommateurs.

Bien entendu, ce mécanisme ne pourra s'enclencher tant que la reprise ne s'installe pas aux Etats-Unis et en Europe. La faiblesse actuelle de l'activité dans ces deux régions fait que les exportations suisses s'inscrivaient encore en recul en avril. Les enquêtes menées en mai par l'Institut KOF auprès des entreprises ne transmettaient pas encore de signaux d'embellie. Les entrées de commandes demeurent globalement en repli et la production manufacturière recule, si bien que les entreprises continuent de faire face à la faiblesse de la demande par un effort de réduction des coûts, sous la forme d'une compression de leurs

stocks ainsi que par une diminution du personnel. Au deuxième trimestre, nous ne connaissons vraisemblablement pas de croissance du PIB.

3.3. Les conditions cadres sont favorables à une reprise

Comme nous venons de le voir, les signes de reprise de l'activité tardent à se manifester. L'expérience montre toutefois que les retournements conjoncturels interviennent généralement de manière soudaine et rapide. Sur quoi reposent donc les espoirs d'un retour à la croissance ?

- Un élément réside sans doute dans la correction des surcapacités qui a eu lieu. Mais il y a d'autres arguments. Les politiques économiques ont été orientées de façon à créer un cadre favorable à la reprise. En particulier, les politiques monétaires au niveau international ont été assouplies de façon à faciliter un redémarrage de l'activité, même si, comme je l'ai décrit plus haut, la Réserve fédérale américaine a réagi de manière plus rapide et agressive que la Banque centrale européenne. En Suisse aussi – et je vais y venir dans un instant – l'effort d'assouplissement des conditions monétaires a été très important.
- Les marchés financiers semblent vouloir miser avec prudence sur une embellie conjoncturelle. La fin rapide du conflit en Irak a permis d'éliminer un certain nombre d'incertitudes qui pesaient sur l'économie mondiale. Le prix du pétrole s'est replié et dès que l'issue positive du conflit est apparue claire, les bourses ont arrêté leur mouvement à la baisse. Depuis, les indices des prix des actions ont retrouvé une tendance haussière. Ainsi, par rapport au point le plus bas atteint à la mi mars, le Dow Jones s'est relevé de plus de 20% tandis que la bourse suisse (SPI) a progressé de près de 35%. Les pertes qui avaient été enregistrées dans les trois premiers mois de l'année ont ainsi été plus que compensées.
- L'évolution des prix demeure sous contrôle, tant en Suisse qu'à l'étranger. Notre récente prévision d'inflation indique que l'inflation devrait rester très faible en 2003 et

2004. Par ses effets sur les coûts de production, une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix contribue au maintien de la capacité concurrentielle de l'industrie suisse. De son côté, la structure décentralisée du système de négociation salariale fait en sorte que la dynamique des salaires s'aligne sur les gains de productivité. Ces deux éléments ont assuré, depuis le milieu des années nonante, une évolution modérée du coût du travail. Par ailleurs, il faut aussi souligner que la flexibilité de notre marché du travail permet aux entreprises suisses des ajustements rapides de leur structure de production aux nouveaux besoins.

- Globalement, l'évolution des taux de change est satisfaisante. Depuis le début de cette année le franc suisse s'est déprécié de près de 6% par rapport à l'euro. La monnaie européenne a perdu 5 % environ de sa valeur depuis son introduction. En termes réels la dépréciation est toutefois minime (0,4%). Entre-temps, le taux de change du dollar est tombé autour de 1,30 CHF/\$. En juin de l'année passée il se situait encore au-dessus de 1,50 CHF/\$. Cette baisse du cours de la devise américaine pénalise des entreprises qui exportent dans la zone dollar, notamment les exportations horlogères. Comme je l'ai indiqué auparavant toutefois, ce repli du dollar est une correction qui reflète un rééquilibrage des mouvements internationaux de capitaux. En ce sens, plus que d'une appréciation du franc suisse il s'agit d'un problème propre à la devise américaine.

4. La politique monétaire suisse

J'en viens maintenant aux considérations de politique monétaire. Au cours des deux dernières années, la banque nationale a énergiquement réagi face au ralentissement conjoncturel et aux pressions qui ont pu se manifester sur le marché des changes. L'environnement de stabilité des prix nous a permis de réduire la marge de fluctuation du libor de 325 points de base depuis mars 2001. L'action la plus récente remonte au 6 mars de cette année. A cette occasion, nous avons ramené la marge de fluctuation du libor de

50 points de base à 0-0,75% en spécifiant que nous entendons maintenir le taux dans la partie inférieure de la bande, aux alentours de 0,25%.

Tout récemment, nous avons décidé de laisser inchangé le degré de restriction de la politique monétaire. Dans un contexte de reprise économique mondiale encore incertain, nous entendons ainsi appliquer une politique monétaire expansive et conserver des rendements peu attractifs sur le franc suisse. La stabilité des prix n'est cependant pas menacée. Si l'on part de l'hypothèse que le libor reste constant à 0,25%, l'inflation annuelle devrait avoisiner 0,6% en 2003 pour fléchir légèrement en 2004 avant d'augmenter progressivement et atteindre 1,2% en 2005. Il faut noter que le ralentissement prévu au début de 2004 est la conséquence directe d'un effet de base dû à l'évolution du prix du pétrole.

Malgré notre volonté de conserver des conditions monétaires expansives, l'embellie conjoncturelle n'est pas garantie et certains s'inquiètent que le bas niveau de l'inflation ne se mue en déflation. Nous estimons le risque d'un recul généralisé et durable du niveau des prix comme très faible. Il est tout à fait possible que les prix baissent durant un mois précis, suite par exemple à une diminution du prix des biens importés. Néanmoins, une déflation associée à une contraction importante et tenace de la demande et de la production nous semble improbable, pour autant que le franc suisse ne s'apprécie fortement. Dans ce cas de figure, nous prendrions toutes les mesures nécessaires au rétablissement de conditions monétaires appropriées, y compris intervenir directement sur le marché des changes.

Il n'aura certainement pas échappé à certains d'entre vous que les agrégats monétaires – qui mesurent la quantité de monnaie présente dans l'économie – croissent à un rythme très soutenu depuis plusieurs trimestres. La vitesse de leur progression égale même celle observée au cours des années quatre-vingt. Il se pose donc la question de l'éventuel impact inflationniste d'une telle évolution. Je ferai remarquer trois choses. Tout d'abord, cette situation reflète simplement le fait que nous offrons actuellement et de manière délibérée un apport généreux de liquidité bancaire. Deuxièmement, le public, échaudé par

les revers boursiers, et incertain de l'évolution conjoncturelle, tend à détenir plus de liquidité que d'habitude, ce qui se traduit par une augmentation des agrégats monétaires. Cette liquidité supplémentaire est conservée à titre de précaution et ne sert pas à augmenter les dépenses. Le développement tout à fait normal du crédit bancaire nous le confirme. Finalement, notre économie dispose de suffisamment de capacité inemployée, en particulier dans le domaine de la main d'œuvre, pour faire face à une augmentation de la demande sans menace inflationniste immédiate. Nous sommes, par conséquent, convaincus que nous disposons de suffisamment de temps pour resserrer les rênes monétaires lorsque que la reprise se confirmera sans risquer de ranimer des tensions inflationnistes susceptibles de menacer la stabilité des prix.

Certains demandent que le facteur dollar entre avec plus de poids dans nos décisions de politique monétaire. Ils sous-estiment largement tout ce qui a déjà été entrepris pour créer les meilleures conditions possibles sur le marché des changes et surestiment grandement nos capacités réelles de réglage de la conjoncture. La Banque nationale est bien consciente des problèmes que pose à notre économie la récente correction du dollar. Nous tenons compte des développements du marché des changes dans nos appréciations de la conjoncture et de l'évolution des prix. Ceux qui plaident pour une politique plus active dans le domaine des changes ont généralement le secret espoir que la BNS, par une politique délibérée de dépréciation du franc, puisse doper les exportations. Une telle stratégie - qui rappelle les dévaluations compétitives du passé - repose sur l'illusion que la Banque centrale puisse manipuler à son goût les relations de change de manière durable sans compromettre la stabilité monétaire. L'expérience nous a montré que cela ne peut être le cas. Aujourd'hui force est de reconnaître que le franc n'est pas surévalué. La relation qui s'est établie entre le franc et l'euro le montre. Bien sûr la relation entre le franc et le dollar est plus volatile et plus difficile à juger. Elle dépend directement du cours qui s'établit entre le dollar et l'euro. Si nous savions que le dollar était surévalué lorsqu'il valait 1.80 francs, il est certainement plus proche aujourd'hui d'un cours d'équilibre qu'il ne l'était à l'époque. Vouloir créer artificiellement de nouvelles relations de change ne serait possible que par des interventions massives - dont le succès ne serait

même pas assuré mais dont les risques seraient certains - alors que notre économie dispose déjà d'amples liquidités.

Conclusion

Quelles conclusions tirer de cette analyse ?

- En premier lieu, nous devons garder confiance : le redressement de l'économie mondiale est en cours, les erreurs passées seront bientôt corrigées, mais le réchauffement conjoncturel est plus progressif que ce que l'on attendait l'an dernier. Aux Etats-Unis la croissance ne bénéficiera plus des conditions extrêmement favorables de la fin des années nonante. Le manque d'épargne ne permettra pas de stimuler la relance de la demande interne. En Europe, la lenteur des progrès du processus des ajustements structurels des économies restera une charge pour la croissance. Il est hautement souhaitable que notre Continent s'émancipe sur le plan conjoncturel. Pour l'instant il reste directement dépendant du moteur américain.
- La Suisse est apte à saisir tout frémissement de la demande mondiale. Notre appareil de production est compétitif au plan des coûts et il est à niveau au plan technologique. Il a su se restructurer durant la phase de faible croissance que nous connaissons encore.
- Le redémarrage de notre économie va donc dépendre directement de l'évolution de l'économie mondiale. A cet égard il est souhaitable que nous exploitions autant que faire se peut les opportunités extra-européennes. L'Asie et l'Amérique du Sud sont des pôles de croissance; le marché américain sera le premier à se redresser. A ce propos, la distribution bien équilibrée des exportations horlogères est un exemple à suivre.
- En Suisse, la croissance va se redresser modérément car elle ne sera tout d'abord tirée que par les exportations. Ensuite les investissements, puis la consommation prendront

le relais. Il est probablement que ce schéma de reprise sera aussi celui de nos voisins européens.

- La politique monétaire est actuellement expansive dans notre pays, et elle le restera tant que la stabilité des prix ne sera pas menacée. La récente correction du franc face à l'euro a provoqué un relâchement supplémentaire - et bienvenu - des conditions monétaires. Le cours de notre politique est bien adapté aux circonstances du moment.
- Enfin la reprise économique ne sera durable au plan international que si elle est plus équilibrée que lors du cycle précédent. L'Europe et la Suisse doivent tout entreprendre pour rendre l'investissement plus attrayant dans leur marché. La fuite de l'épargne vers les Etats-Unis a été à l'origine des distorsions que nous avons connues à la fin des années nonante. Elle ne se serait pas produite si une politique plus courageuse de libéralisation des marchés européens avait été appliquée. C'est dans ce sens que doivent aller maintenant nos efforts afin que nous puissions enregistrer une plus forte croissance européenne - nécessaire au plein-emploi et à la défense de nos acquis sociaux - et assurer un fonctionnement plus équilibré des marchés financiers internationaux.