

Conjoncture et Politique Monétaire: Quelles perspectives ?

Conférence de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

A l'occasion de l'Assemblée générale de la Fédération Patronale et Economique

Jeudi 20 octobre 2005

La Tour-de-Trême

C'est avec grand plaisir que je participe à votre Assemblée générale de ce jour. Depuis soixante ans déjà vous vous employez à promouvoir le commerce et l'industrie dans votre région. Le développement de la Gruyère au cours des 30 dernières années est exemplaire pour notre pays.

L'image de la Suisse est en effet associée souvent aux grands noms de nos multinationales. Il en est bien ainsi mais nous ne devons pas oublier que ce sont les petites et moyennes entreprises qui sont les véritables sources d'emploi et ceci sur tout le territoire. Leur rôle économique et social est donc essentiel.

Mais aucune région ne vit aujourd'hui en vase clos. Aussi, j'ai choisi de faire avec vous ce soir le point sur la conjoncture et la politique monétaire. Ceci me semble d'autant plus approprié qu'au cours des dix-huit derniers mois, nous avons dû faire face au défi d'une hausse spectaculaire des prix des matières premières, en particulier du pétrole. Un tel événement n'est pas nouveau. Il nous laisse toutefois un goût amer lorsqu'on se rappelle les conséquences négatives, pour la conjoncture et l'inflation, des chocs pétroliers vécus par le passé.

Environnement économique international: Flash back et perspectives

La bonne nouvelle – et pour beaucoup l'heureuse surprise – est de constater que l'économie mondiale, dans son ensemble, se maintient sur un sentier d'expansion économique vigoureuse. La croissance globale a atteint 5% en 2004, son niveau le plus élevé depuis près de 30 ans. Les estimations – en termes annualisés – pour le premier semestre de cette année tournent également autour de ce chiffre. Notons que cette performance dissimule des disparités régionales importantes. Les Etats-Unis et la plupart des économies émergentes d'Asie – en particulier la Chine – constituent deux pôles de dynamisme fort. A l'inverse, les grandes économies d'Europe continentale, l'Allemagne en tête, souffrent d'un déficit chronique de croissance.

Les positions asynchrones des économies développées sur le cycle conjoncturel expliquent la divergence des dynamiques d'inflation et, partant, des conditions monétaires. En faisant abstraction de l'effet mécanique des hausses successives des cours du pétrole sur le niveau des prix, l'inflation annuelle au sein de la zone euro se maintient sous la barre des 2% depuis plus de deux ans, tendant même à baisser ces huit derniers mois. Aux Etats-Unis, en revanche, l'inflation sous-jacente a nettement progressé, en demeurant toutefois à des niveaux historiquement modérés. En conséquence, la Banque Centrale Européenne a maintenu inchangé ses taux d'intérêt directeurs depuis juin 2003 alors que

la Réserve Fédérale américaine a procédé à onze relèvements de son taux d'intérêt cible dans l'intervalle.

Et maintenant, quo vadis? Et en particulier, quelles sont les perspectives du moteur de croissance des pays avancés que sont le Etats-Unis? Mais aussi peut-on compter sur une reprise prochaine et franche de l'économie européenne? Sur ces deux points essentiels, la BNS reste confiante.

Aux Etats-Unis

La saison cyclonique particulièrement active cette année dans la zone du Golfe du Mexique a eu, et aura encore, pour quelque temps un impact sur l'activité économique américaine. Les conséquences directes du passage de Katrina, et probablement mais dans une moindre mesure de Rita, ont été la mise au chômage d'une partie significative de la main d'œuvre travaillant dans les états du Sud, en particulier en Louisiane, dans le Mississippi et l'Alabama. La fermeture de la plupart des commerces de cette zone pèsera certainement sur les statistiques nationales des dépenses des ménages. L'effet indirect – et potentiellement plus dommageable – a été la hausse des cours des matières premières énergétiques, en particulier ceux des produits raffinés. En l'espace d'une semaine, le prix de l'essence à la pompe a augmenté de près de 20%, atteignant ainsi un niveau deux fois supérieur à celui prévalant au début 2004. Etant donné l'inélasticité de la demande de pétrole à court terme, l'augmentation du budget carburant des ménages et des entrepreneurs bridera certainement la demande domestique américaine en fin d'année. Le bas niveau actuel des stocks de fioul laisse également craindre une hausse significative de la facture de chauffage si l'hiver se révèle rigoureux.

Nous estimons cependant que ces effets négatifs ne seront que passagers. Trois éléments sous-tendent cette appréciation.

- Premièrement, suite à la reprise progressive des activités de raffinage, les cours au comptant de l'essence se sont repliés au niveau antérieur à l'arrivée de Katrina. Cette baisse ne devrait pas tarder à se faire sentir à la pompe.
- Deuxièmement, si l'on tient compte des effets du cyclone sur les indicateurs les plus récents, on note une évolution étonnamment vigoureuse de l'économie.
- Troisièmement, les travaux de déblaiement, de reconstruction et de soutien à la population, très généreusement financés par l'administration fédérale – on parle d'une

enveloppe de près de 85 mia. USD soit un peu moins de 1% du PIB –, contribueront à renforcer l'activité.

Il est intéressant de noter qu'historiquement l'impact net de cyclones sur l'économie américaine est extrêmement ténu. En étudiant l'évolution des principaux indicateurs nationaux d'activité comme par exemple le chômage, la production industrielle ou la consommation aux abords des épisodes cycloniques majeurs (*dans l'ordre décroissant du montant des dégâts en dollars constants: Andrew en 1992, Charley en 2004, Ivan en 2004, Hugo en 1989 et Agnès en 1972*), il s'avère très difficile de déceler un changement de dynamique, à l'exception peut-être de la construction qui diminue au passage de la tempête et rebondit au trimestre suivant. Ce résultat est d'autant plus remarquable que la plupart des cyclones ravagent généralement la Floride, Etat deux fois plus riche que la Louisiane, le Mississippi et l'Alabama réunis.

En clair, après un fléchissement possible en fin d'année, la croissance américaine devrait, en 2006, s'établir à nouveau aux alentours de son potentiel de long terme, soit 3 – 3.5% voire même légèrement au-dessus.

En Europe

Et en Europe? Là, une fois n'est pas coutume, l'horizon conjoncturel s'éclaircit peu à peu. Le scénario de croissance pour la zone euro établi en vue de nos prévisions d'inflation du mois de septembre prévoyait une reprise graduelle au cours du 2ème semestre de cette année, la croissance atteignant son potentiel – estimé aux alentours de 2% – en fin d'année pour le dépasser légèrement au cours de 2006. Les indicateurs économiques récents semblent indiquer une reprise plus nette du PIB au 3ème trimestre déjà. L'Allemagne, en particulier, reprend des couleurs, portée par son industrie d'exportation. Certes, la dépense des ménages allemands reste anémique mais les investissements en équipement poursuivent leur progression. Fait nouveau et encourageant, la construction résidentielle semble donner quelques signes de reprise après dix ans de baisse quasiment ininterrompue. En France également, le PIB devrait s'accélérer au 3ème trimestre, dopé par le rebond de la consommation des ménages. Cette dernière avait baissé de façon inattendue au trimestre précédent laissant craindre un affaiblissement de la demande intérieure française qui demeurerait jusqu'ici un soutien important à la croissance de la zone euro. En Italie, en revanche, les perspectives restent moroses avec une économie stagnante et un budget fortement déficitaire.

S'il reste peu probable que l'économie européenne enregistre durablement et dans un avenir prévisible des taux de croissance «à l'américaine», on peut cependant tabler sur la poursuite d'une reprise plus résolue. On a, à juste titre, souligné abondamment la responsabilité de la rigidité de l'appareil productif de la zone euro dans sa médiocre performance au cours des dernières années. On a cependant peut-être un peu négligé l'importance de la valeur de l'euro. Entre janvier 2002 et janvier 2005, l'euro s'était renchéri de 25% en termes réels face aux monnaies de ses principaux partenaires commerciaux. Cette appréciation a certainement ralenti l'activité européenne, contribuant en particulier à freiner les exportations au cours de 2004 alors que la demande des principaux marchés, les Etats-Unis en tête, restait solide. Avec la baisse de l'euro intervenue depuis le début de cette année, un frein important à la croissance a maintenant disparu.

L'Asie

Le dernier élément incitant à l'optimisme conjoncturel est la vigueur inchangée des économies émergentes d'Asie, la Chine en tête, associé au redressement de l'économie japonaise. La modernisation rapide de l'économie chinoise et son intégration toujours plus grande dans le circuit des échanges internationaux en font un pôle de croissance important et durable dont profitent ses voisins, en particulier le Japon. Les échanges avec l'Asie représentent actuellement la moitié du commerce (*importations + exportations en valeur*) japonais. Cette proportion a doublé en 20 ans. L'expansion économique de l'Asie, même si elle impose des ajustements parfois difficiles à certains secteurs de nos économies, va, à l'avenir, contribuer de façon décisive à stimuler les exportations des pays développés.

En Suisse

La conjoncture

L'économie suisse, dont on dit souvent qu'elle gagne un franc sur deux à l'étranger, a su bénéficier de la bonne tenue de l'économie mondiale. Notre pays se trouve en phase de reprise depuis l'automne de 2003. A bien des égards toutefois, il s'est agi, jusqu'ici, d'une reprise atypique, marquée par nombre d'hésitations et d'incertitudes.

En premier lieu, nous avons assisté à une robuste reprise des exportations, tant de marchandises que de services. Dans le secteur manufacturier, le retour de la demande étrangère a permis la relance de la production et un net redressement du degré

d'utilisation des capacités productives. Parallèlement, les entreprises ont abaissé leurs stocks excédentaires. L'accroissement des volumes d'affaires a conduit aussi à une amélioration significative de leur situation financière.

La reprise a ainsi permis à de larges secteurs de l'économie suisse de résorber les déséquilibres du cycle conjoncturel précédent. Parmi les secteurs pour lesquels le retournement de tendance a fait sentir ses effets les plus nets figurent d'importantes branches d'activité comme l'industrie chimique et pharmaceutique, l'horlogerie, l'industrie des machines et des instruments de précision ainsi que le secteur financier.

Dans le courant de l'été 2004, le ralentissement du commerce mondial et la mollesse de la conjoncture européenne ont freiné l'essor de nos exportations. La reprise n'a pas pu passer à la vitesse supérieure et se transmettre pleinement au secteur domestique comme cela aurait dû être normalement le cas. L'optimisme initial a laissé la place à plus de prudence. Les entreprises ont revu à la baisse leurs anticipations à l'égard de la croissance de la demande et de la production. Dans la deuxième partie de l'année, nous avons effectivement assisté à un tassement de la demande en provenance de toutes les principales régions du monde. L'activité de production a continué de tourner à un niveau relativement confortable dans beaucoup de secteurs mais les perspectives de croissance se sont détériorées.

Dans cet environnement incertain, les entreprises ont mis la priorité sur les gains de productivité et ont cherché à suivre l'évolution de la demande sans devoir procéder à des extensions de leurs capacités de production. Par conséquent, contrairement à ce qui s'était vu dans d'autres phases de redressement, l'activité d'investissement en équipement est restée modeste. La faiblesse des investissements explique pourquoi la reprise de l'activité de production ne s'est pas transmise jusqu'ici au marché du travail. L'emploi a stagné et le taux de chômage est resté à un niveau élevé. L'absence de signaux clairs de redressement du marché du travail constitue un élément essentiel qui donne pour l'instant à cette reprise un caractère inachevé.

La politique monétaire

Les hésitations de la conjoncture ont imposé l'adoption d'une politique monétaire relativement flexible. En 2001 et 2002, la Banque nationale avait procédé à un net assouplissement des conditions monétaires. En six étapes, nous avons ramené notre objectif pour le taux à trois mois de 3,5% à 0,25%.

En 2004, face au redressement de la conjoncture, nous avons entamé un processus de normalisation avec deux hausses d'un quart de point du taux d'intérêt à trois mois. Ce processus a toutefois été interrompu en fin d'année lorsque les indices d'une nouvelle faiblesse de l'activité furent évidents.

Malgré ces premières hausses de taux d'intérêt, notre politique monétaire est restée fortement expansive. En effet, le taux à trois mois se situe encore à 0.75%, à un niveau inférieur au taux d'inflation, une situation qui n'est pas compatible avec la stabilité des prix si la conjoncture se normalise.

Le secteur où les effets de la politique monétaire ont été les plus visibles est sans doute celui de la construction car les taux hypothécaires se situent à un niveau historiquement bas. Dès 2002, nous avons ainsi assisté à une accélération de la croissance des crédits hypothécaires et à une nette augmentation du nombre de permis de construire. Depuis, la construction de nouveaux logements a évolué de manière très dynamique. Ainsi, d'après les estimations du Seco, les investissements en construction ont augmenté de 7% en glissement annuel au deuxième trimestre de cette année. Depuis le début de 2003, plus de 86'000 logements ont été construits et, au milieu de cette année, quelque 52'000 logements étaient en construction. Cette vague d'investissements a conduit à une détente du marché des logements. Depuis une année et demie, le nombre de logements vacants s'inscrit en effet à la hausse. Cette tendance va se poursuivre. Le rythme de croissance des investissements en logement devrait ralentir au cours des prochains trimestres, mais leur niveau demeurera élevé.

La dynamique de la construction est clairement le résultat de notre politique monétaire généreuse et d'une baisse générale des coûts de financement au plan international. Cette situation entraîne des excès régionaux mais nous ne sommes pas confrontés à un emballement de l'immobilier comme cela avait été le cas dans les années 1980. Nous restons toutefois vigilants car nous nous souvenons des conséquences douloureuses de l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990.

Un autre domaine dans lequel la politique monétaire a sans doute déployé ses effets est celui des taux de change. Le cours du franc suisse par rapport à l'euro, qui se situait à 1,46 au début du mois de mars 2003, a entamé un mouvement de baisse concomitant avec notre décision de réduire d'un demi point, à 0,25%, l'objectif pour le taux à trois mois. Depuis le printemps 2003, le franc s'est maintenu au-dessus de 1,50 CHF/euro, avec une moyenne de 1,55 CHF/euro. Corrigé de l'inflation, le taux de change du franc suisse s'est ainsi déprécié de plus de 5% par rapport aux devises de nos principaux partenaires

commerciaux durant cette période. Cela a sans doute contribué à soutenir les exportations, même s'il faut être conscient du fait que des conditions favorables sur le marché des changes peuvent limiter, mais ne peuvent de loin pas compenser la faiblesse de la demande étrangère.

Perspectives

Nous voilà donc de nouveau au cœur du problème. La poursuite de la croissance de l'économie suisse au cours de prochains trimestres dépendra d'abord des conditions conjoncturelles internationales et plus particulièrement de la dynamique de la demande en Europe continentale. Une amélioration durable des perspectives d'affaires des entreprises est nécessaire au passage à la seconde phase du cycle conjoncturel, celle qui voit la relance des investissements et la création d'emplois.

L'évolution actuelle des indicateurs conjoncturels est favorable à cet égard. Après le ralentissement observé dans la seconde partie de l'année passée et au début de cette année, les exportations ont rebondi au printemps dernier. En juillet et août, la croissance des exportations de marchandises s'est poursuivie à un rythme soutenu. Les enquêtes conjoncturelles les plus récentes nous indiquent que l'activité productive a poursuivi sa reprise et que la demande s'est renforcée durant l'été. Parallèlement, les dépenses de consommation de ménages ont fait preuve de dynamisme.

Malgré les incertitudes dues aux hausses répétées des prix pétroliers, la reprise se poursuit donc en cette deuxième partie de l'année sur une base plus solide qu'on pouvait l'espérer. La Suisse devrait ainsi atteindre une croissance de l'ordre de 1% en 2005 et l'activité devrait s'accélérer l'année prochaine. Si le scénario esquissé pour la conjoncture internationale se confirme, notre croissance pourrait vraisemblablement se situer entre 1,5% et 2% en 2006. Nous devrions également assister à un début de redressement du marché du travail.

Sur le front des prix, la stabilité est actuellement assurée. En glissement annuel, le renchérissement des prix à la consommation s'est fixé à 1,4% en septembre. Sans l'effet engendré par les composants les plus volatils du panier de consommation, l'inflation aurait été de 0,6%. La tendance baissière des prix de nombreux produits importés ainsi que le mouvement de libéralisation et de déréglementation contribuent au maintien d'un faible taux de renchérissement sur les produits non-énergétiques. Nous bénéficions ainsi d'une situation exceptionnelle où des effets contraires s'annulent mutuellement.

Mais gardons-nous d'illusions. Nous savons que les conditions monétaires actuelles sont trop lâches en regard de la situation économique qui va en s'améliorant. Le développement soutenu des crédits et le haut niveau de liquidité ne sont pas durablement compatibles avec la stabilité des prix. La prévision d'inflation que nous avons publiée en septembre, à l'issue de notre dernière évaluation approfondie de la situation conjoncturelle et monétaire, indique clairement que le niveau actuel des taux d'intérêt à court terme ne permettra pas de contenir l'inflation en dessous de 2% à moyenne échéance. Les marchés sont conscients qu'il vaut mieux prévenir que guérir, aussi attachent-ils une probabilité accrue à un resserrement prochain des conditions monétaires.

Conclusion

Un banquier central se doit de terminer un discours en parlant des risques, surtout si l'environnement du moment paraît favorable.

Notre scénario d'un affermissement de la croissance au niveau mondial et national reste en effet entaché d'incertitudes. On décèle plus particulièrement deux dangers planant sur l'économie globale.

Premier danger

Le principal écueil découle certainement des prix élevés et volatils du pétrole. Il ne fait pas de doute qu'une nouvelle flambée durable du brut troublerait de nouveau la situation. Dans le pire des cas, elle pourrait même déstabiliser les anticipations inflationnistes compliquant ainsi fortement les politiques monétaires.

Si ce danger est réel, il ne faut toutefois pas en surestimer les conséquences, et ce pour deux raisons :

- Premièrement, la hausse des prix du pétrole reflète largement une demande accrue en énergie, conséquence directe de la forte croissance économique mondiale. Si le prix du brut augmentait encore, c'est que l'environnement international serait encore plus porteur qu'il n'a été jusqu'à présent, ce qui soutiendrait nos exportations. Sur ce plan, la situation n'est donc pas comparable à celle des deux chocs pétroliers précédents qui avaient vu les prix du pétrole monter à la suite d'une raréfaction de l'offre et non pas à la suite d'une poussée de la demande.
- Deuxièmement, les économies industrialisées digèrent mieux les hausses du prix du baril qu'il y a 30 ans. Dans la plupart des pays, la demande des ménages ainsi que

l'appareil de production sont, en proportion du revenu, beaucoup moins gourmands en énergie.

Les hausses de prix du pétrole que nous avons vécues ces 18 derniers mois n'ont pas cassé la conjoncture, elles sont au contraire la conséquence d'une économie mondiale particulièrement vigoureuse. Nous avons tout lieu de penser que cette situation se maintiendra.

Deuxième danger

Un autre danger réside dans une progression rapide des taux d'intérêt à long terme, sous la pression d'une hausse des anticipations d'inflation, ce qui pourrait déstabiliser les marchés immobiliers des pays connaissant actuellement une surchauffe immobilière. On pense en particulier aux Etats-Unis, à l'Angleterre ou à l'Espagne où les prix de l'immobilier sont très fortement montés ces dernières années. Un repli important des prix des actifs immobiliers risque de provoquer un affaiblissement de la consommation des ménages particulièrement endettés et ralentir l'activité générale. On sait d'expérience que les réajustements dans le domaine de l'immobilier sont longs et coûteux.

Pour limiter le risque de dérapage des taux longs, il est important que les politiques monétaires nationales demeurent pleinement crédibles en prenant à temps les mesures nécessaires à la préservation de la stabilité des prix. Elles éviteront ainsi qu'une dégradation des anticipations inflationnistes n'entraîne une hausse brutale des taux longs. Les Etats-Unis ont pris cette voie en adoptant une politique de relèvement progressif des taux d'intérêt depuis de nombreux mois.

Nous avons fait les premiers pas dans cette direction en 2004 en relevant à deux reprises les taux d'intérêt à trois mois. Nous poursuivrons cette stratégie parallèlement au redressement de la situation économique.

Il est important que nous ne déviions pas de notre ligne. En effet, la hausse spectaculaire des prix du pétrole risque d'affaiblir la confiance qui nous est accordée par le public en matière de préservation de la stabilité des prix. Une perte de crédibilité pourrait alors encourager des effets secondaires et déboucher sur de nouvelles hausses de prix. Nous devons y veiller avec soin.