

Perspectives conjoncturelles et politique monétaire

Philipp M. Hildebrand

Membre de la Direction générale

Banque nationale suisse

Swissôtel Métropole, Genève,

quai Général-Guisan, 18h00

Introduction

C'est un très grand plaisir de vous accueillir ici à Genève pour notre première rencontre annuelle «marché monétaire». Ces rendez-vous sont organisés depuis quatre ans à Zurich, où ils font désormais partie du paysage. J'espère qu'avec la réunion d'aujourd'hui, nous parviendrons à instaurer une tradition similaire ici à Genève.

Comme vous le savez, nous nous approchons de notre évaluation trimestrielle de politique monétaire. Il va sans dire que je ne vais pas aujourd'hui anticiper nos délibérations de décembre prochain. A partir des dernières données disponibles, j'aimerais néanmoins vous faire part de mes réflexions sur les perspectives conjoncturelles actuelles en Suisse et à l'étranger ainsi que sur leurs conséquences du point de vue de la politique monétaire.

Les conditions cadres internationales

Commençons par l'habituel rapide tour d'horizon du cadre économique international. Les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI) tablent sur une croissance soutenue de l'économie mondiale de l'ordre de 4,3% pour 2005 et 2006. Ce niveau est certes inférieur à la croissance record enregistrée en 2004 (5.1%), mais il reste nettement supérieur à la moyenne des trente dernières années qui se situe aux alentours de 3.5%. Les perspectives conjoncturelles pour les pays développés devraient être également favorables: tant l'OCDE que le FMI s'attendent à une croissance d'environ 2,8% pour 2006.

Lorsqu'on considère la dynamique récente des principales économies, on est frappé par trois constantes et une bonne surprise. Commençons par les constantes. D'abord, l'économie américaine a continué de croître à un rythme élevé. Deuxièmement, l'économie chinoise a poursuivi son développement à un rythme considérable. Enfin, l'Europe n'a pas encore réussi à retrouver son dynamisme, même si les statistiques récentes suggèrent un retour à la croissance potentielle. Quant à la bonne surprise, elle est venue du Japon qui paraît avoir réussi à s'extirper de 15 années de stagnation et de déflation.

Etats-Unis

En dépit de craintes épisodiques sur l'émergence possible de «trous d'air», l'économie américaine a continué de se développer à un rythme soutenu. Les effets sur l'emploi et la demande domestique d'une saison cyclonique particulièrement virulente restent encore difficiles à estimer. Leurs conséquences négatives devraient se manifester surtout au

cours de ce 4e trimestre. Une part significative de ces effets résultent de la production réduite de pétrole, gaz naturel et produits raffinés. En ce qui concerne les conséquences à moyen terme, nous savons par expérience que les activités de reconstruction vont vraisemblablement soutenir l'activité économique en 2006. Les dépenses prévues par le gouvernement pour secourir les victimes et réparer les dommages sont en effet loin d'être négligeables.

Après 16 trimestres consécutifs de croissance positive, l'économie américaine ne semble plus disposer de capacités excédentaires importantes. Il faut garder cela à l'esprit lorsqu'on évalue les risques de la forte augmentation des prix pétroliers pour la croissance et pour l'inflation. Je vais revenir sur ces risques dans quelques minutes. A ce stade de l'exposé, il suffit de dire que la détermination de la Fed à réduire graduellement le degré d'expansion de sa politique monétaire reflète sa conscience des risques pour les anticipations inflationnistes de la hausse rapide des prix du pétrole, et cela dans une économie en situation de plein-emploi ou, à tout le moins, fort proche du plein-emploi.

Un facteur important de la vigueur de la consommation privée aux Etats-Unis a été la possibilité, pour les ménages, de mobiliser une partie des plus-values découlant de la forte augmentation des prix immobiliers. Les récents indicateurs de ce marché ainsi que les enquêtes de consommation paraissent indiquer que cet effet est en régression, en raison notamment de la récente hausse des taux d'intérêt à moyen et long terme. Il est évident qu'une correction soudaine et significative du marché immobilier américain représente un risque pour la croissance mondiale. En revanche, un marché immobilier en légère régression, accompagné d'une hausse graduelle de l'épargne des ménages, serait favorable aussi bien au maintien d'une croissance durable aux Etats-Unis qu'à la diminution graduelle des déséquilibres globaux.

Europe

Comme je l'ai déjà dit, la croissance anémique de l'Europe continentale a constitué une constante des dernières années. Le Vieux Continent, et particulièrement nos principaux voisins, restent empêtrés dans des discussions sans fin sur la nécessité de réformes structurelles visant à augmenter la productivité, réduire les déficits publics et résorber le chômage. Il n'est dès lors pas surprenant qu'un tel environnement politique ait provoqué une baisse de la confiance des consommateurs et empêche les investissements des entreprises.

Néanmoins, il ne faut pas ignorer certains développements cycliques qui sont encourageants. Les entreprises européennes et notamment les grandes entreprises allemandes ont entrepris des restructurations souvent dramatiques et se trouvent aujourd'hui en bonne position pour investir davantage. L'Allemagne a ainsi nettement amélioré sa position concurrentielle. La conjoncture de la zone euro s'est également renforcée, comme l'indique la croissance du PIB estimée pour le 3e trimestre (2.6%). Aussi bien les enquêtes conjoncturelles que les données statistiques comme la production industrielle ou les ventes de détail sont en amélioration. De plus, la composante emploi du PMI, laquelle reflète l'attitude des employeurs face à l'embauche, a atteint son niveau le plus élevé depuis quatre ans. Cela pourrait être la prémisse d'une amélioration du marché de l'emploi, amélioration indispensable au maintien d'une croissance supérieure au potentiel.

Pour l'instant, la forte croissance du prix du pétrole n'a pas provoqué d'effets de second rang sur les prix dans la zone euro. L'inflation sous-jacente est restée stable en dessous de 2%. Néanmoins, la liquidité reste abondante. La croissance annuelle de M3 (8.5% en septembre) est depuis quatre ans largement supérieure à la valeur de référence de 4.5%. D'autre part, les prêts au secteur privé augmentent également à un rythme qui est près de trois fois supérieur à celui du PIB nominal (8.6% contre 3% environ). Clairement, une telle expansion des crédits représente un risque à long terme du point de vue de l'ancrage des anticipations d'inflation. Il n'est dès lors pas surprenant que la BCE ait récemment rappelé aux marchés que sa politique est caractérisée par une forte vigilance.

Asie

Contrairement à la plupart des prévisions qui tablaient sur un atterrissage en douceur de l'économie chinoise, la croissance s'est maintenue au dessus de 9%. Les investissements, dopés par une intense activité de construction, ont continué d'avoisiner les 50% du PIB. Le commerce extérieur a constitué le second moteur de l'économie chinoise. Le développement de la Chine bénéficie tout particulièrement à ses voisins asiatiques et donc également au Japon. Ce dernier pays connaît une reprise de la demande interne après le passage à vide du second semestre 2004. La demande est alimentée par la confiance retrouvée des ménages et des entreprises. En effet, l'économie japonaise a augmenté à un rythme moyen de 2.3% par an depuis le début 2003 et elle peut espérer poursuivre à un rythme supérieur au potentiel jusqu'à la fin 2006, grâce notamment à une politique monétaire qui reste extrêmement accommodative et un cours de change qui s'est affaibli considérablement à la suite des sorties importantes de capitaux des résidents japonais.

L'évolution conjoncturelle en Suisse

Compte tenu du contexte international favorable, il n'est pas étonnant que l'embellie conjoncturelle ait touché la Suisse également. Certes, le niveau absolu de croissance que nous connaissons n'est pas comparable à celui des Etats-Unis. Cependant, tout indique que l'amélioration conjoncturelle que nous connaissons depuis l'automne 2003, laquelle ne s'était pas véritablement transmise au secteur domestique jusqu'à la fin 2004, s'est significativement renforcée au cours des derniers mois.

Un élément particulièrement réjouissant a trait au développement favorable de la consommation privée au cours du premier semestre de l'année. Cette dynamique paraît avoir persisté au cours des derniers mois, selon les statistiques du commerce de détail. Il n'en demeure pas moins que la confiance des consommateurs reste encore fragile. Sans doute que la hausse des prix pétroliers, des prélèvements obligatoires et l'absence d'amélioration significative sur le marché de l'emploi ont joué un certain rôle. Pour ce qui est des investissements, les perspectives sont également favorables. Les livraisons de ciment indiquent que l'activité de construction reste soutenue, même si elle devrait s'inscrire en recul par rapport à un 2^e trimestre exceptionnel. Pour ce qui est des investissements en équipement, ils devraient se monter plus dynamiques. Quant au commerce extérieur, il demeure le support indispensable à la reprise de l'activité économique. La demande extérieure reste forte et bien diversifiée, tant au niveau des types de produits demandés qu'à celui de leur destination géographique.

Jusqu'à présent, ce cycle de reprise conjoncturelle a été caractérisé par une absence d'amélioration sur le front de l'emploi. En octobre, le nombre de personnes sans emploi (corrigé des variations saisonnières) a légèrement diminué et le taux de chômage a passé de 3.8% à 3.7%. Avec la poursuite de la reprise, les conditions sur le marché de l'emploi devraient continuer à s'améliorer, mais à un rythme modéré.

Les risques

Vous l'aurez constaté à partir de ce rapide tour d'horizon, le scénario de tendance central qui se dessine pour les prochains mois est favorable. Permettez-moi maintenant d'évoquer les risques qu'il comporte. Il y a quelques années, Alan Greenspan compara, fort justement à mon avis, la conduite de la politique monétaire à un exercice de gestion des risques. Dans une telle optique, le travail d'un banquier central a beaucoup de points communs avec celui d'un gestionnaire de fortune. Après une analyse rigoureuse des

données disponibles, nous devons soumettre notre scénario de tendance central de l'évolution de l'économie à une évaluation des risques les plus pertinents. Pour une petite économie comme la Suisse, ces risques sont le plus souvent liés à des développements à l'étranger.

Dans le contexte actuel, il me semble que deux risques doivent être mis au premier plan : la persistance de déséquilibres globaux d'une part et le danger d'une augmentation supplémentaire du prix du pétrole d'autre part. Lorsqu'on considère ces risques, il faut reconnaître que notre pays est essentiellement un «price taker». En d'autres termes, si ces risques devaient se réaliser, le mieux qu'on puisse faire est de chercher à en minimiser les conséquences.

La persistance des déséquilibres globaux

Permettez-moi de commencer par les risques découlant de la persistance des déséquilibres globaux. Les Etats-Unis devraient enregistrer en 2005 un déficit de la balance courante supérieur à 6% du PIB. En soi, ce chiffre est déjà impressionnant puisque aucun pays du G7 n'a enregistré de déficit similaire au cours des 25 dernières années. Mais indépendamment du niveau actuel, c'est la tendance et la persistance du déséquilibre qui inquiète.

Il résulte aujourd'hui de deux évolutions entrelacées. D'un côté, les ménages américains consomment et investissent depuis des années davantage qu'ils ne gagnent. Au cours des derniers mois, le taux d'épargne en fonction du revenu est même devenu négatif. Cela ne signifie pas pour autant que la fortune nette des ménages ait diminué. La baisse de l'épargne sur le revenu a en effet été compensée par les plus-values enregistrées sur leurs avoirs financiers et immobiliers. La politique budgétaire américaine n'a pas cherché à compenser la baisse de l'épargne nationale privée, au contraire. Les déficits publics se sont creusés et avoisinent les 4% du PIB depuis 2002. D'un autre côté, le déficit de la balance courante reflète la forte contribution des Etats-Unis à la croissance mondiale depuis le milieu des années nonante. En d'autres termes, comme l'a judicieusement remarqué Martin Wolf, l'éditeur économique du *Financial Times*, les Etats-Unis ont joué le rôle de consommateur de dernier recours pour le reste du monde. Cet aspect est souvent passé sous silence dans les critiques européennes au sujet des déficits américains.

Il va sans dire que les déficits de balance courante doivent être financés en permanence. Cette arithmétique comptable implique que le reste du monde s'est porté acquéreur d'une proportion croissante de valeurs américaines, et particulièrement d'obligations d'Etat.

L'augmentation massive des réserves de change des banques centrales asiatiques en a été la manifestation la plus voyante.

Sur la base de tout ce que l'on sait de la théorie économique, cette situation n'est pas durable. Et comme l'indique fort à propos une citation du célèbre économiste américain Herb Stein, «*if something is unsustainable, it will end*». Je ne veux pas me laisser entraîner trop loin dans une discussion sur les différents scénarios d'ajustement possible. Il y en a clairement de bénins dans lesquels les déséquilibres se résorbent progressivement. Mais il y a en également de moins bénins qui envisagent un ajustement soudain combinant par exemple une chute du dollar, une forte augmentation des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, un accroissement des primes de risques et une correction de prix des actifs financiers et immobiliers. En dernière analyse, je suis convaincu que ce sont les forces du marché qui détermineront le type d'ajustement. Mais plus les politiques macroéconomiques des principaux blocs économiques tardent à régler ce problème, plus grand est le risque que les marchés provoquent une correction soudaine, avec les risques d'overshooting que cela comporte.

Si un tel scénario se matérialise, les challenges posés à l'économie suisse seront formidables, compte tenu de son ouverture économique et de sa sensibilité aux variations brutales des taux de change. Notre meilleure défense sera de maintenir fermement notre engagement à libéraliser l'économie suisse et à résister aux tentations protectionnistes.

Cet engagement me paraît particulièrement important dans l'environnement actuel car l'expérience montre que dans les phases de reprise économique, la pression sur le système politique pour mettre en œuvre des réformes structurelles tend inévitablement à diminuer. Plus nos structures économiques seront flexibles, plus nous serons en mesure d'absorber des chocs extérieurs. La libéralisation du secteur domestique devrait également favoriser une répartition plus équitable du fardeau provoqué par un choc de change, ce qui facilitera la mise en œuvre d'une politique monétaire adéquate. A cet égard, la BNS a toujours indiqué qu'elle réagirait de manière appropriée si nous étions confrontés à une forte appréciation du franc suisse.

Une hausse supplémentaire des prix de l'énergie

Voyons maintenant la deuxième source de risque, à savoir la poursuite de l'augmentation du prix de l'énergie. Il est remarquable de voir à quel point l'économie mondiale est parvenue à digérer sans trop de mal la hausse récente des cours du pétrole, laquelle a tout de même atteint 80% depuis le début 2004. Cela s'explique essentiellement par deux

raisons. D'une part, l'intensité en énergie de la production globale a fortement diminué au cours des trente dernières années, en raison notamment de l'essor des activités de services. D'autre part, les raisons de la hausse actuelle sont vraisemblablement à chercher non dans une diminution de l'offre – ce qui était le cas lors des chocs précédents – mais dans une augmentation de la demande émanant de l'intégration de la Chine et de l'Inde dans l'économie mondiale.

Depuis août dernier, le prix du brut a certes légèrement diminué en dessous de 60 USD le baril, mais celui du gaz naturel reste proche de son maximum. Pour ce qui est du pétrole, les capacités de production, de raffinage et de transport sont utilisées à plein, ce qui rend le marché particulièrement vulnérable à toute diminution non prévue de la production ou des capacités de transformation.

Comme vous le savez, une grande partie de la production de pétrole provient de régions politiquement instables. De même, les événements récents aux Etats-Unis ont montré qu'une interruption des activités de raffinage ne peut pas non plus être exclue. Si on ajoute que des surprises du côté de la demande sont toujours possibles, en cas par exemple d'un hiver particulièrement rigoureux, on ne peut écarter le risque que les prix de l'énergie atteignent de nouveaux sommets. L'effet restrictif sur les dépenses de consommation des ménages hors énergie pourrait être dès lors être plus important que prévu.

Les défis pour la politique monétaire

Analysons maintenant les implications de politique monétaire. La BNS doit s'efforcer de mener une politique qui maintienne la stabilité des prix à long terme, et cela compte tenu du scénario conjoncturel qu'elle juge le plus vraisemblable mais également des risques de divergences par rapport à ce scénario. A cet égard, la situation actuelle me semble délicate car l'environnement monétaire est caractérisé par plusieurs tendances contradictoires. D'un côté, les attentes conjoncturelles sont largement positives. De l'autre, des risques existent qui relativisent cette image favorable. A cela s'ajoute la menace que l'augmentation des prix de l'énergie mette en péril la stabilité à long terme des prix, à un moment où les conditions monétaires globales restent expansives. Dans le même temps, l'évolution des différentes composantes des indices de prix montre que la concurrence favorisée par la globalisation tend à peser sur les prix. Cet effet vaut particulièrement pour la Suisse.

Dans un environnement caractérisé par une forte hausse des cours du pétrole, il est particulièrement important de veiller à ce que les anticipations inflationnistes restent bien ancrées. Un large consensus s'est établi pour estimer que la politique monétaire ne doit pas du tout réagir ou ne doit réagir que faiblement à des chocs pétroliers si ces derniers n'influent pas sur l'inflation sous-jacente. En d'autres termes, ce n'est que dans la mesure où la banque centrale est confiante que l'augmentation des cours pétroliers n'amorcera pas de mouvement général de hausse des prix qu'elle peut la tolérer. Aujourd'hui, nous estimons que cette condition est davantage réalisée que lors des deux premiers chocs pétroliers.

Pourtant, il importe que les banquiers centraux ne dilapident pas ce qui constitue leur capital de politique monétaire le plus précieux, à savoir des anticipations inflationnistes bien ancrées. A cet égard, il faut reconnaître que les conditions monétaires globales restent expansives, surtout si on garde à l'esprit que les capacités excédentaires sont en diminution. En Suisse aussi, le cours de la politique monétaire demeure particulièrement expansif. Nous avons signalé à plusieurs reprises que les conditions monétaires actuelles ne se justifieront pas dans un environnement de reprise économique. Ne pas continuer le processus de normalisation reviendrait à compromettre un capital de stabilité chèrement acquis.

Comme vous le savez, la BNS oriente sa politique monétaire en fonction d'une prévision d'inflation largement étayée. Les décisions de politique monétaire agissent avec un certain retard sur l'inflation et les prix. C'est pourquoi la BNS doit absolument adopter une approche prospective et estimer les effets futurs de ses décisions sur l'activité économique et les prix. Comme je l'ai déjà évoqué, l'observation de notre prévision d'inflation de septembre dernier montre que dans la mesure où notre scénario conjoncturel se réalise, la politique monétaire actuelle se révèle trop expansive et met en danger la stabilité des prix à moyen terme.

Par conséquent, cette prévision d'inflation signale la nécessité d'un ajustement, à savoir resserrer les conditions monétaires. Il serait néanmoins faux de croire que la direction générale prend ses décisions de manière mécanique en ne regardant que la prévision d'inflation. Cette prévision constitue certes notre indicateur principal, mais la direction générale dispose naturellement d'une certaine marge de manœuvre et peut adopter une optique plus large.

C'est ainsi qu'en mars 2003, la BNS abaissa ses taux d'intérêt alors qu'une telle décision n'était pas directement motivée par la prévision d'inflation. A cette époque, la BNS avait accordé davantage de poids à certains risques pesant sur l'activité économique et qui n'étaient pas pris en compte dans la prévision d'inflation.

A l'inverse, la BNS pourrait également augmenter les taux d'intérêt à l'avenir même si la prévision d'inflation n'indique pas de danger immédiat. Si par exemple la direction générale jugeait trop élevés les risques d'une distorsion sur les marchés financiers ou immobiliers, elle pourrait conclure que des hausses supplémentaires des taux d'intérêt sont utiles, indépendamment de l'évolution à court et moyen terme de l'inflation. Ce faisant, la BNS adopterait une optique de long terme. En effet, si elle permettait au contraire à ces distorsions de se développer, cela pourrait avoir, des années plus tard, des conséquences très dommageables pour l'évolution économique et la stabilité des prix. Ces réflexions montrent très bien que nous considérons la prévision d'inflation comme notre indicateur principal mais que nous gardons une marge de manœuvre dans nos décisions. Il va sans dire que cette marge de manœuvre doit être utilisée uniquement afin d'assurer la stabilité des prix de manière à obtenir une croissance durable maximale.

Au cours des dernières semaines, sur la base des nouvelles informations économiques qui ont été publiées, le marché a adapté ses attentes concernant la politique future de la BNS. La question de savoir à quel niveau les taux d'intérêt vont finalement se fixer doit être analysée en fonction des tendances contradictoires de l'environnement monétaire que j'ai mentionnées précédemment, et ne peut en tout cas pas être répondue de manière définitive. En suivant la théorie et dans le meilleur des cas, les taux d'intérêt devraient tôt ou tard se stabiliser à un soi-disant niveau neutre qui garantirait stabilité des prix et croissance durable maximale.

Jusqu'il y a quelques années, il paraissait raisonnable d'approximer ce taux d'intérêt neutre par une constante. Aujourd'hui, il est quasiment sûr que cela n'est plus possible. Comme l'a montré notamment Michael Woodford, il apparaît que le taux d'intérêt neutre varie en fonction de chocs réels. Un tel choc pourrait être l'augmentation de la concurrence internationale découlant de la globalisation. Ce choc pourrait avoir provoqué une diminution du taux d'intérêt neutre, ce qui fait qu'un resserrement monétaire pourrait s'avérer plus rapidement restrictif que par le passé. En dernière analyse, nous ne pouvons pas savoir a priori où se situe le taux d'intérêt neutre. Je suis néanmoins persuadé que le niveau actuel des taux d'intérêt suisses est inférieur au niveau d'équilibre.

Conclusions

Mesdames et Messieurs, j'en arrive au terme de mon exposé. Vous l'aurez constaté, les remous engendrés par la globalisation placent également la politique monétaire face à des défis complexes. Partout dans le monde, une des tâches principales des banques centrales sera d'évaluer dans quelle mesure les énergies concurrentielles libérées par la globalisation continueront à prévaloir.

En dernière analyse, nous ne pouvons pas savoir combien de temps encore le processus de globalisation renforcera la concurrence. Ce qu'on sait, c'est que les pays industrialisés ont bénéficié de la globalisation, particulièrement dans la mesure où ils ont fait preuve de flexibilité. A cet égard, toute tentation protectionniste mettrait en péril ces bénéfices. Dans ce contexte, je suis préoccupé par l'absence apparente de progrès du round de Doha. Le protectionnisme peut donner l'illusion d'un abri provisoire contre les forces de la globalisation, mais il le fait à un coût énorme pour nos enfants et nos petits-enfants, tant du point de vue de leur niveau de vie que de celui de leurs opportunités.

Mesdames et Messieurs. Je vous remercie de votre attention.