

## Conférence de presse

Genève, le 17 juin 2004

### Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

La conjoncture a évolué en ligne avec les attentes que nous avons à l'issue de nos appréciations de la situation de décembre et de mars. En Suisse et à l'étranger, la reprise économique est devenue plus manifeste et repose aujourd'hui sur une assise plus large. Sur cette toile de fond, nous avons estimé qu'il était temps de resserrer légèrement les rênes monétaires. Nous relevons, avec effet immédiat, de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois et entendons maintenir dorénavant le Libor autour de 0,5%. Ainsi, nous annulons la moitié de notre dernière baisse du Libor, qui remonte au 6 mars 2003. Nous avons alors ramené le Libor de 0,75% à 0,25% - un niveau historiquement très bas - pour deux raisons, la crainte d'une déflation et la fermeté du franc. La marge de fluctuation du Libor passe de nouveau à 0%-1%. Même après cette adaptation, notre politique monétaire reste expansionniste et continuera à soutenir la reprise de la conjoncture.

Permettez-moi de commenter notre décision et les perspectives de renchérissement, telles qu'elles ressortent de notre dernière prévision d'inflation. Le graphique montre nos prévisions d'inflation de mars et de juin 2004. La prévision de mars - voir courbe verte en tirets et points - est basée sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu à 0,25% ces trois prochaines années. Comme le montre le graphique, l'inflation au premier trimestre (courbe bleue) a correspondu à ce que nous avons prévu. La courbe en tirets rouges représente notre nouvelle prévision. Celle-ci repose sur un Libor à trois mois qui reste inchangé à 0,5%. Elle porte sur une période allant du deuxième trimestre de cette année au premier trimestre de 2007.

Dans l'analyse des perspectives d'inflation, il est judicieux de distinguer trois phases. Je commenterai d'abord les perspectives à court terme. Dans une telle phase, les prix des produits pétroliers jouent un rôle particulièrement important. Je passerai ensuite à l'évolution que nous attendons du côté de la conjoncture, évolution qui est cruciale pour la prévision d'inflation à moyen terme. Enfin, je me tournerai vers les perspectives d'inflation à long terme, et là une analyse de l'évolution monétaire est très utile.

#### L'évolution du prix du pétrole

A court terme, soit à l'horizon d'un an environ, la politique monétaire ne peut guère influencer sur l'évolution des prix. La tendance marquée par le niveau des prix est largement dictée par les décisions de politique monétaire prises antérieurement. L'inflation peut cependant subir des influences passagères qui découlent d'événements étrangers à la

Genève, le 17 juin 2004

2

politique monétaire. La récente hausse des prix des produits pétroliers est l'un de ces événements.

Le renchérissement des produits pétroliers a contribué de façon décisive à l'accélération que l'inflation annuelle – mesurée à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) – a marquée ces derniers mois; notre taux annuel de renchérissement s'établissait à 0,9% en mai, contre 0,5% en avril. Ce sont principalement les prix plus élevés des produits pétroliers qui expliquent pourquoi le renchérissement ressortant de notre prévision de juin est, en dépit de la hausse du Libor à trois mois, supérieur jusqu'au premier trimestre de 2005 à celui de la prévision de mars.

Tant qu'une spirale des prix et des salaires ne s'est pas déclenchée, une telle hausse du niveau des prix ne peut pas et ne doit pas être corrigée par des mesures de politique monétaire. En effet, nous ne savons pas si cette hausse sera durable ou si elle ne sera que temporaire. De plus, toute variation du prix du pétrole se répercute directement sur le niveau des prix, tandis que la politique monétaire n'agit qu'avec un important décalage et que d'une manière indirecte. Enfin, une augmentation des cours du pétrole constitue un choc sur les coûts, choc qui ne doit pas être combattu au moyen de la politique monétaire. L'expérience montre qu'une politique monétaire qui tente d'éviter les répercussions d'une hausse unique du prix du pétrole sur le niveau des prix peut causer d'importants dommages à l'économie. Il ne faut pas non plus oublier que le renchérissement actuel du pétrole reste modeste en comparaison historique. A la fin des années septante, lors du deuxième choc pétrolier, l'or noir – exprimé aux prix actuels – valait approximativement le double de ce que nous payons aujourd'hui. Par conséquent, la hausse du Libor à trois mois qui prend effet aujourd'hui n'a pas pour objectif de lutter contre les répercussions de l'augmentation des prix des produits pétroliers sur le renchérissement.

La hausse des prix des produits pétroliers ternit néanmoins les perspectives conjoncturelles, qui sont globalement optimistes. Mais elle ne constitue pas à nos yeux une menace pour la reprise. Il ressort des simulations faites avec nos modèles qu'un prix du pétrole plus élevé ne freinerait que modérément la croissance de l'économie suisse. La hausse des prix des produits pétroliers, il convient également de le relever, a été moins forte en Suisse qu'aux Etats-Unis et que dans la zone euro du fait de l'évolution des cours de change. En dépit de l'évolution des prix des produits pétroliers, le renchérissement est resté en Suisse dans la zone que nous assimilons à la stabilité des prix.

### **Les perspectives économiques**

A un horizon d'un à deux ans, l'évolution de l'inflation dépend de manière décisive des perspectives économiques. Notre économie a renoué depuis un an déjà avec la croissance. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a augmenté de plus de 2%, en taux annualisés, tant au troisième qu'au quatrième trimestre de 2003. Au premier trimestre de 2004, la tendance s'est poursuivie, mais en faiblissant quelque peu, puisque la croissance a été de 1,6%.

Grâce à l'amélioration de la conjoncture à l'étranger et à des cours de change favorables, les exportations ont progressé de 7,4% en comparaison annuelle. Après une croissance de 7,5% au dernier trimestre de 2003, les investissements en biens d'équipement ont diminué

Genève, le 17 juin 2004

3

légèrement à la suite de facteurs particuliers. La reprise s'est étendue également à des branches axées sur le marché intérieur. La consommation privée, qui a augmenté de 2,3%, l'atteste. Elle a ainsi poursuivi la tendance à l'expansion, apparue vers la fin de l'année dernière. Des enquêtes ont confirmé l'amélioration du climat de consommation. Les investissements en constructions ont eux aussi progressé sensiblement. Ils dépassaient de pas moins de 2,8% le niveau observé un an auparavant. Les crédits hypothécaires, qui se sont accrus de 5,5%, confirment le regain d'activité dans la construction et le secteur immobilier.

L'amélioration marquée par la conjoncture se reflète également sur le marché du travail, où la situation s'est stabilisée. En comparaison annuelle, l'emploi a progressé légèrement après cinq trimestres consécutifs de repli. Les indices afférents aux places vacantes montrent que la demande de main-d'œuvre augmente de nouveau peu à peu. Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ confirme cette image globalement positive.

Quelle sera l'évolution économique dans le proche avenir? Pour l'année en cours, nous tablons sur une croissance économique de près de 2%. La croissance devrait reposer tant sur des exportations en progression que sur une demande intérieure plus ferme et engendrer, à partir du second semestre de 2004, un repli graduel du chômage. Vers la fin de 2005, l'économie devrait retrouver son taux normal d'utilisation des capacités, ce qui aura une influence sur la formation des prix. Notre prévision d'inflation de mars, faite sur la base d'un taux d'intérêt inchangé à 0,25%, montrait déjà une tendance à l'accélération du renchérissement à partir de la seconde moitié de 2005. Cette accélération découlait d'une amélioration du taux d'utilisation des capacités et d'une diminution du chômage dans le sillage de l'évolution économique plus favorable. Du côté de ces perspectives, rien n'a changé. La nouvelle prévision, faite avec un Libor à trois mois relevé de 25 points de base, donne une évolution de l'inflation qui, à partir du deuxième trimestre de 2005, est inférieure à celle de la prévision de mars. Elle indique que la normalisation amorcée de la politique monétaire améliore les perspectives de renchérissement.

### **L'évolution monétaire**

A plus long terme, notre prévision d'inflation est beaucoup plus incertaine. Avec un tel horizon, il est très utile de tenir compte également des facteurs monétaires. Dans l'analyse monétaire, je mettrai l'accent sur l'évolution de l'agrégat  $M_3$ . En Suisse, les taux d'intérêt à court terme se sont établis à un niveau très bas, après notre dernière baisse du Libor à trois mois, qui remonte au 6 mars 2003. Cette baisse ayant ramené les coûts d'opportunité de la détention de monnaie à un niveau proche de zéro, la demande de liquidités a augmenté fortement. Sitôt après notre baisse de mars 2003, on a observé des variations mensuelles de  $M_3$  de plus de 15% en taux annualisés. Lorsque la demande de liquidités aura atteint le niveau - élevé - souhaité par les entreprises et les ménages, les liquidités ne devraient plus augmenter qu'à un rythme correspondant à l'évolution du produit intérieur brut nominal, donc sans danger pour la stabilité des prix. Les taux de croissance de  $M_3$  ont effectivement fléchi dans la période récente. Mais on voit bien que les liquidités à la disposition de l'économie excèdent le niveau compatible à moyen terme avec la stabilité des prix.

Genève, le 17 juin 2004

4

Selon notre prévision de mars, donc avec une politique monétaire inchangée et un Libor à trois mois maintenu à 0,25%, l'inflation aurait pu atteindre 3% au quatrième trimestre de 2006. Notre prévision de juin montre que, si le Libor à trois mois reste inchangé à 0,5% ces trois prochaines années, l'inflation sera contenue à 2,7% à fin 2006. Ce n'est qu'au premier trimestre de 2007, soit à la fin de la période sur laquelle porte notre plus récente prévision, que l'inflation passe légèrement au-dessus de 3%. Ce petit pas sur la voie de la normalisation du niveau des taux d'intérêt à court terme nous permet de réduire graduellement et prudemment les liquidités excédentaires afin de ne pas mettre en jeu, à long terme également, la stabilité des prix.

### **Marchés financiers**

L'analyse de l'évolution économique sur laquelle repose notre prévision d'inflation correspond-elle à celle des acteurs sur les marchés financiers? Dans la période récente, on a pu observer un aplatissage de la courbe des taux d'intérêt en Suisse. Les taux appliqués à des durées allant jusqu'à dix ans en particulier ont augmenté. Cela montre que les marchés financiers ont anticipé une politique monétaire un peu moins expansionniste. La conjoncture ayant commencé à s'accélérer plus rapidement en Suisse que dans les pays voisins, il était prévisible que nos taux d'intérêt augmentent avant les autres, ce qui a renforcé quelque peu l'attrait du franc suisse. Néanmoins, la compétitivité des entreprises suisses reste intacte. Les taux d'intérêt à très long terme – ceux de la fin de la courbe des taux – n'ont guère varié, ce qui laisse entendre que les anticipations inflationnistes sont toujours faibles. Les opérateurs sur les marchés tablent sur une politique monétaire de la Banque nationale dont le cap est compatible avec l'objectif de la stabilité des prix à long terme.

### **Politique monétaire toujours expansionniste**

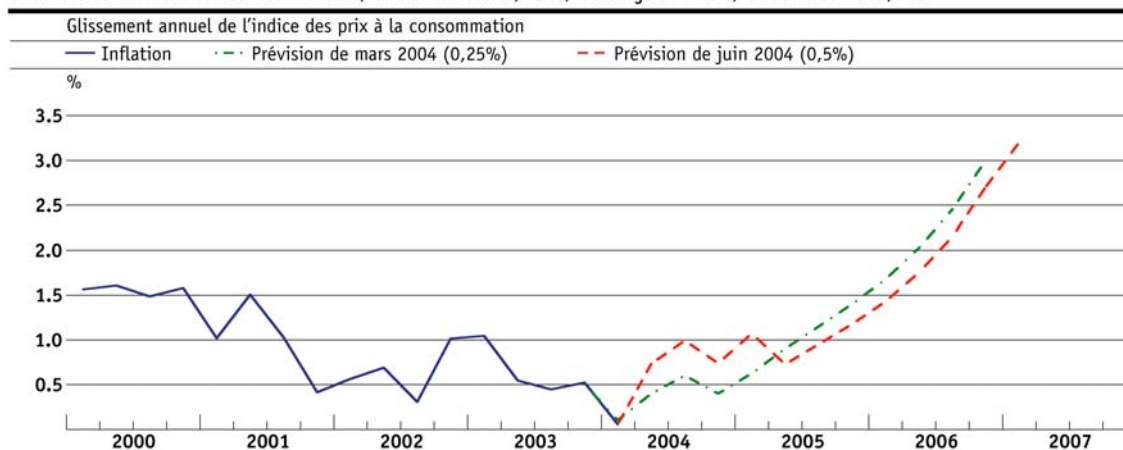
En mars 2001, nous avons enclenché une série de baisses des taux d'intérêt en réaction à la faiblesse de la conjoncture et à la fermeté persistante du franc suisse sur les marchés des changes. Dans un environnement international particulièrement difficile, où des tendances à la déflation étaient perceptibles, nous avons finalement ramené le Libor à trois mois au niveau historique de 0,25% en mars 2003. Le Libor est resté cinq trimestres à ce niveau. La correction que nous apportons aujourd'hui au cap de notre politique monétaire ne devrait pas être interprétée comme un passage à une politique restrictive. Notre hausse du Libor à trois mois doit être considérée simplement comme un pas approprié en direction de conditions monétaires plus neutres, après une longue phase de circonstances exceptionnelles. Elle est un signe de notre appréciation plus optimiste des perspectives économiques et de notre confiance dans la robustesse de la reprise de la conjoncture en Suisse. Le cap de notre politique monétaire reste expansionniste.

Toute prévision et toute décision impliquent des incertitudes et des risques. Si la reprise économique devait prendre du retard à la suite d'événements inattendus ou si le franc devait se revaloriser fortement, nous réagirions de manière appropriée. Pour faire face à de tels cas, la Banque nationale garde, comme jusqu'ici, toutes les options ouvertes.

Genève, le 17 juin 2004

5

## Prévisions d'inflation de mars 2004, avec Libor à 0,25%, et de juin 2004, avec Libor à 0,5%



## Inflation observée

	2001				2002				2003				2004			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Inflation	1,02	1,50	1,03	0,41	0,56	0,69	0,31	1,01	1,05	0,54	0,45	0,52	0,06			

## Prévisions d'inflation de mars 2004, avec Libor à 0,25%, et de juin 2004, avec Libor à 0,5%

	2004				2005				2006				2007			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Prév. mars 2004, Libor à 0,25%	0,10	0,40	0,60	0,40	0,63	0,90	1,15	1,40	1,68	2,03	2,45	3,00				
Prév. juin 2004, Libor à 0,5%	0,06	0,73	0,99	0,74	1,07	0,73	0,95	1,18	1,43	1,75	2,15	2,70	3,20			