

## Conférence de presse

Berne, le 13 juin 2003

### Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

La Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%-0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois sera maintenu dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. Ces deux dernières années, nous avons nettement réagi à l'affaiblissement de la croissance économique et aux tendances à la revalorisation du franc sur les marchés des changes. Grâce aux faibles tensions inflationnistes, nous avons pu, depuis mars 2001, abaisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 3,25 points au total. Notre dernière baisse du Libor remonte au 6 mars de cette année. La reprise de l'économie mondiale sera probablement retardée une nouvelle fois, de sorte qu'il faudra attendre l'année 2004 pour observer, en Suisse également, une amélioration sensible de la conjoncture. Par conséquent, nous poursuivons notre politique monétaire expansionniste et voulons maintenir à un niveau bas l'attrait des placements en francs. La stabilité des prix n'est cependant pas menacée. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, le renchérissement annuel moyen devrait s'établir à 0,6% cette année, puis passer à 0,4% en 2004 et à 1,2% en 2005. Pour 2003, nous tablons en moyenne sur une stagnation de l'activité économique en termes réels.

Après cette introduction, je voudrais commenter l'évolution des marchés financiers et de la conjoncture en Suisse, mais aussi notre nouvelle prévision d'inflation. Dans une dernière partie, je formulerai quelques réflexions sur la récente adaptation de la stratégie de politique monétaire de la Banque centrale européenne et sur la distribution des bénéfices de la Banque nationale.

#### Marchés financiers

Après la fin de la guerre en Irak, les marchés financiers ont procédé à une nouvelle évaluation de la situation économique. Sur les marchés, l'attention s'est focalisée non plus sur les risques découlant de la situation politique mondiale, mais de nouveau sur les fondamentaux de l'économie. Les divers marchés ont ainsi émis des signaux fort différents.

D'un côté, les rendements des emprunts à long terme dans les principales monnaies ont fléchi, passant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis de nombreuses années. Cette évolution montre que les marchés obligataires s'attendent, à moyen ou long terme, à une inflation faible et à un dynamisme modéré de la conjoncture. D'un autre côté, les marchés des actions se sont quelque peu redressés au deuxième trimestre. En

Berne, le 13 juin 2003

2

outre, les primes de risques sur les emprunts obligataires des entreprises ont diminué. On peut en déduire que maints opérateurs sur les marchés croient les entreprises tout à fait en mesure d'améliorer leur situation.

Dans le domaine des cours de change également, la situation a fait l'objet d'une nouvelle évaluation. La sensible baisse du dollar des Etats-Unis face à l'euro peut être considérée en partie comme une normalisation, après les excès antérieurs, et en partie comme la conséquence des déficits croissants des comptes extérieurs et des finances publiques outre-Atlantique. En outre, le bas niveau des rémunérations sur les placements en dollars a permis de couvrir le risque de change, par des opérations à terme, à des coûts très faibles, ce qui est attrayant dans une période où la capacité de prendre des risques diminue. Les ventes à terme de dollars, qui ont ainsi augmenté, ont accentué les pressions à la baisse sur la monnaie américaine. Pour ce qui a trait au franc, nous constatons que la relation de change avec l'euro a, pour la première fois, retrouvé son niveau d'avant les attentats du 11 septembre 2001.

Les pertes de ces dernières années sur les cours des actions - aujourd'hui, le SPI est environ 40% au-dessous de son niveau record - ont de lourdes répercussions en Suisse. Celles-ci pèsent à la fois sur les entreprises et les ménages, au travers notamment de la hausse prévisible des cotisations aux institutions de prévoyance-vieillesse et de l'incertitude quant aux prestations que fourniront ces institutions. La correction boursière a frappé tout particulièrement le secteur financier suisse, lequel contribue pour une part relativement importante au PIB. La réduction des capacités qui est aujourd'hui nécessaire dans ce secteur pèsera longtemps encore sur l'économie suisse.

### **Conjoncture**

En Suisse, la conjoncture a faibli au premier trimestre de 2003. Selon de premières estimations du seco, le produit intérieur brut réel a reculé d'un trimestre à l'autre, mais aussi par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette détérioration de la situation économique n'a pas surpris. Elle a découlé surtout du nouveau ralentissement que la conjoncture mondiale a subi du fait notamment des incertitudes liées à la guerre en Irak. Au premier trimestre, les exportations suisses sont reparties à la baisse, et la contribution du commerce extérieur a été nettement négative. La consommation a joué un rôle légèrement stabilisateur, tandis que les investissements ont au total continué à reculer.

Bien que les incertitudes géopolitiques se soient entre-temps dissipées en grande partie, la situation de l'économie suisse reste difficile. La nette détérioration observée sur le marché du travail accroît l'incertitude et pèse sur le climat de consommation. De premiers signaux laissent entrevoir une stabilisation de la demande de biens d'équipement, mais la propension des entreprises à investir est toujours faible. Jusqu'en avril, les entrées de commandes et les carnets de commandes se sont maintenus à des niveaux insatisfaisants, en dépit de la baisse du franc vis-à-vis de l'euro. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités est toujours trop bas. Ainsi, le produit intérieur brut de la Suisse n'augmentera sans doute guère au deuxième trimestre.

Pour que l'économie suisse retrouve de la vigueur, il faut une croissance durablement plus forte des exportations, et cette croissance induira un revirement de tendance dans les investissements en biens d'équipement, investissements qui restent faibles, aujourd'hui

Berne, le 13 juin 2003

3

encore. Nous escomptons qu'un tel redressement s'amorcera peu à peu dans la seconde moitié de 2003 et prendra de l'ampleur l'année prochaine. La consommation privée devrait elle aussi progresser à un rythme légèrement plus soutenu. Ainsi, la croissance du PIB devrait s'accélérer quelque peu au second semestre de 2003, tout en restant modérée. Pour 2003, nous nous attendons en moyenne à une stagnation de l'activité économique en termes réels. Nous tablons cependant sur une sensible amélioration en 2004. Le chômage continuera sans doute à augmenter jusqu'à la fin de l'année. Une amélioration sur le marché du travail n'interviendra pas avant le milieu de 2004.

### **Prévision d'inflation**

Je voudrais maintenant commenter l'évolution du renchérissement et notre nouvelle prévision d'inflation. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'établissait à 1%, tant au quatrième trimestre de 2002 qu'au premier trimestre de 2003. Il a ensuite diminué, passant à 0,7% en avril, puis à 0,4% en mai. Ce repli s'explique principalement par un effet de base. Le renchérissement est resté assez stable du côté des biens d'origine suisse, mais très volatil du côté des biens importés. Cette volatilité est due aux fortes fluctuations du prix du pétrole dans la période récente. Dans le domaine des biens d'origine suisse, on peut observer que les loyers n'augmentent plus guère depuis quelque temps, alors que les autres services, en particulier ceux du secteur public, marquent un renchérissement supérieur à la moyenne. L'inflation sous-jacente que calcule la Banque nationale est légèrement inférieure à 1% depuis un certain temps.

Depuis le début de cette année, la Banque nationale publie une prévision d'inflation chaque trimestre. Selon notre prévision d'inflation de mars 2003 (voir courbe verte en tirets et points du graphique), nous nous attendions alors, en partant de l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, à ce que l'inflation augmente graduellement et atteigne 2,5% au quatrième trimestre de 2005. Notre prévision reposait également sur la perspective d'une reprise sensible de l'économie des Etats-Unis, dès le deuxième trimestre de 2003, et d'un redressement de la conjoncture en Europe, vers la fin de l'année. Ces deux hypothèses se sont révélées trop optimistes.

Dans notre plus récente prévision d'inflation (voir ligne en tirets rouges), nous sommes partis de plusieurs hypothèses. Ainsi, la reprise de l'économie mondiale aura un nouveau retard d'un bon semestre. Aux Etats-Unis, la conjoncture devrait s'accélérer cette année déjà, mais le potentiel de croissance ne sera probablement atteint que vers la fin de 2004. L'économie européenne n'évoluera que faiblement dans un premier temps; nous nous attendons à ce que la croissance s'accélère nettement à partir du milieu de 2004 et atteigne son potentiel au cours de 2005. En outre, la relation de change entre le dollar et l'euro restera approximativement à son niveau actuel, et le baril de pétrole se maintiendra autour de 25 dollars.

Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25% au cours des trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation devrait s'établir à 0,6% en 2003, puis passer à 0,4% en 2004 et à 1,2% en 2005. Telle qu'elle est prévue, l'inflation reste inférieure à 1% jusqu'au milieu de 2005. Elle marque cependant une accélération au cours de l'année 2005 et atteint, au deuxième trimestre de 2006, la barre des 2,5%.

Berne, le 13 juin 2003

4

Notre dernière prévision est ainsi constamment au-dessous de celle de mars 2003. Le bas niveau de l'inflation, au début de 2004, découle d'un effet de base engendré par l'évolution du prix du pétrole. Le retard avec lequel la reprise de la conjoncture interviendra explique la prévision plus basse d'inflation pour la période qui suit. Selon notre dernière prévision, l'inflation n'est plus, en 2006, dans la zone que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. Il convient cependant de préciser que cette prévision repose sur l'hypothèse d'une politique monétaire expansionniste et inchangée au cours des trois prochaines années. En resserrant la politique monétaire le moment venu, nous pourrions éviter une telle accélération de l'inflation.

### **Politique monétaire ample**

En abaissant de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor, en mars 2003, nous avons procédé à la dernière baisse possible des taux d'intérêt. L'objectif était de contrer résolument la fermeté du franc face à l'euro, à un moment où la situation économique était difficile. Cette décision a eu jusqu'ici les effets escomptés: le franc a faibli sensiblement vis-à-vis de l'euro. Les conditions monétaires ont été ainsi une nouvelle fois assouplies nettement. Nous voulons pour le moment poursuivre notre politique monétaire expansionniste et soutenir la reprise de la conjoncture en Suisse. Les placements en francs resteront peu attrayants dans le proche avenir.

La reprise de la conjoncture n'est toujours pas assurée. Il est même question çà et là d'un risque de déflation en Suisse. Un tel risque nous paraît très faible. Il est tout à fait possible que des taux annuels d'inflation négatifs soient enregistrés certains mois. Une véritable spirale déflationniste, qui engendrerait une forte diminution de la demande de biens et de la production, est cependant très improbable aussi longtemps que le franc ne subira pas une revalorisation massive. C'est pourquoi nous lutterons résolument, à l'avenir également, contre un durcissement des conditions monétaires qui serait induit par une forte revalorisation du franc face à l'euro.

Les taux de croissance élevés que les agrégats monétaires ont enregistrés ces derniers trimestres n'ont certainement pas échappé à votre attention. Les masses monétaires croissent actuellement à des rythmes qui n'avaient plus été observés depuis la fin des années quatre-vingt. On peut dès lors se demander dans quelle mesure leur expansion a des effets inflationnistes. Il convient d'abord de relever que nous menons intentionnellement une politique expansionniste. Notre politique explique en partie la croissance supérieure à la moyenne des agrégats monétaires. Il faut également savoir que la préférence pour la liquidité a fortement augmenté à la suite des expériences douloureuses que les investisseurs ont faites en bourse et de la situation économique incertaine. La statistique des crédits confirme que l'expansion des agrégats monétaires n'a pas résulté d'un accroissement des crédits bancaires et, par conséquent, qu'elle ne sert pas au financement d'une demande existante de biens. De plus, notre économie ayant actuellement des capacités qui ne sont pas utilisées, une reprise de la demande ne poussera pas immédiatement les prix à la hausse. Nous sommes par conséquent persuadés de disposer de suffisamment de temps pour resserrer les rênes monétaires, le moment venu, et ainsi pouvoir maintenir le renchérissement dans la zone assimilée à la stabilité des prix.

Berne, le 13 juin 2003

5

Je voudrais une fois encore souligner que, dans la situation actuelle, une politique monétaire expansionniste ne suffit pas à maintenir et à renforcer l'attrait de la place économique suisse. D'autres efforts sont indispensables. Il faut notamment poursuivre la libéralisation du marché intérieur, renforcer la compétitivité des branches présentant des faiblesses structurelles et veiller à des finances publiques saines.

### **Adaptation de la stratégie de politique monétaire de la BCE**

Il y a quelques semaines, la Banque centrale européenne (BCE) a fait un point de situation sur sa politique monétaire et adapté légèrement sa stratégie. A l'avenir, la BCE ne fixera plus chaque année une valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire  $M_3$ , mais la maintiendra inchangée pendant des périodes plus longues. Dans la présentation de ses décisions de politique monétaire, la BCE commentera, contrairement à ce qu'elle a fait jusqu'ici, d'abord l'évolution générale des prix et de l'activité économique, puis l'évolution des agrégats monétaires. Elle a en outre confirmé sa définition de la stabilité des prix. Celle-ci est atteinte, estime la BCE, quand le taux d'inflation est inférieur à 2%. La BCE a cependant annoncé, et cela est nouveau, qu'elle vise à moyen terme un taux d'inflation de près de 2%.

La Banque nationale et la BCE ont une définition identique de la stabilité des prix. On peut dès lors se demander si nous ne devrions pas nous aussi viser en principe la partie supérieure de la zone assimilée à la stabilité des prix. Nous ne voyons toutefois aucune raison de modifier notre stratégie. La Suisse est une petite économie ouverte, et les biens importés entrent à hauteur de 25% dans la composition de son indice des prix à la consommation. Par conséquent, le taux d'inflation suisse est, du fait des fluctuations des cours de change, nettement plus volatil que celui de la zone euro. Dans ces conditions, viser une fourchette plus étroite de renchérissement n'aurait aucun sens. Des fluctuations passagères de l'inflation ne posent aucun problème à l'économie suisse et ne devraient pas non plus appeler des mesures de politique monétaire. En outre, la zone euro connaît, en matière de taux d'inflation, de sensibles écarts entre les Etats périphériques et ceux du centre. En visant à moyen terme, et pour l'ensemble de la zone, un taux d'inflation inférieur à 2%, mais proche de ce niveau, la BCE veut éviter de faire passer le renchérissement dans les pays du centre à un niveau proche de 0%, ou même au-dessous, pendant une longue période. La Suisse n'est pas confrontée à ce problème, puisque seul le renchérissement mesuré sur le plan national est déterminant pour la conduite de la politique monétaire.

### **Convention additionnelle entre le DFF et la BNS concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres**

Notre Conseil de banque a approuvé, hier, la conclusion d'une convention additionnelle entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres (revenus découlant des placements faits avec le produit des ventes d'or). Ainsi, la distribution de bénéfices que la Banque nationale effectuera au printemps de 2004 (au titre de l'exercice 2003) augmentera de 300 millions et passera à 2,8 milliards de francs au total. Dans les années 2005 et 2006, elle sera portée en deux étapes à 3 milliards de francs. Les revenus tirés des placements faits avec le produit des ventes d'or n'avaient jusque-là pas été pris en considération dans la distribution des bénéfices de la Banque nationale.

Berne, le 13 juin 2003

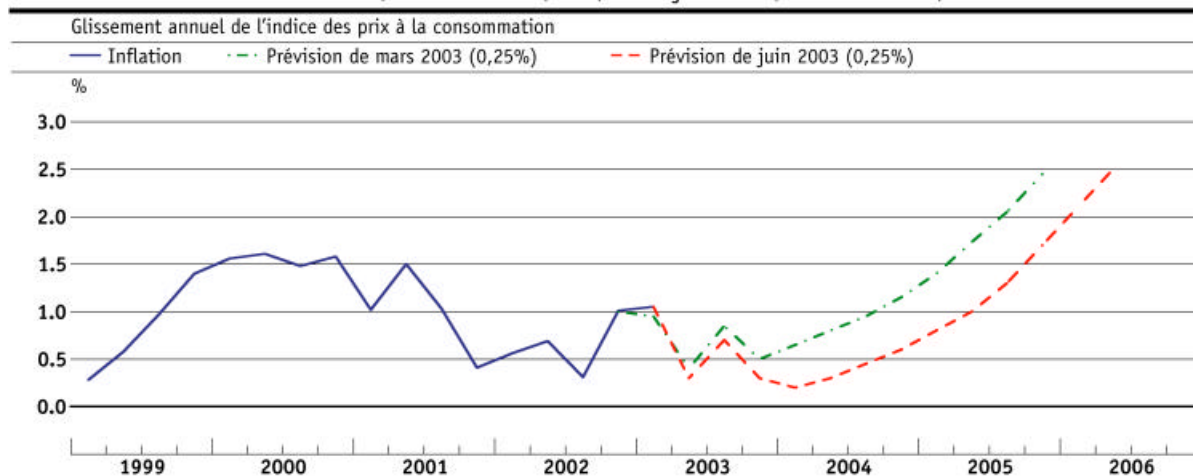
6

Lors de l'examen de la convention additionnelle, les autorités de la Banque nationale ont exprimé leur inquiétude, étant donné que les bénéfices distribués atteignent un niveau qui, de toute évidence, surtout après ce nouveau relèvement, ne pourra être maintenu à plus long terme. La Direction générale partage l'inquiétude des autorités de la Banque, car des difficultés politiques considérables pourraient surgir lors du retour à une distribution "normale", soit à un montant annuel d'environ 1 milliard de francs seulement.

De plus, on ne peut aujourd'hui exclure que la distribution additionnelle de revenus tirés des actifs libres entraîne une réduction des provisions de la Banque nationale plus rapide que ce qui avait été prévu, en avril 2002, lors de la conclusion de la convention principale sur la distribution des bénéfices. Dans la prévision de recettes ayant servi de base à cette convention principale, on avait tablé de surcroît sur un rendement annuel de 2,9%, ce qui est plutôt optimiste au vu du bas niveau des rendements, dans le proche avenir, sur les marchés financiers. Il n'est par conséquent pas exclu qu'il faille, en 2007 déjà, lors du réexamen - prévu par la convention - du montant distribué, procéder à une réduction de la distribution. Quoi qu'il en soit, la Banque nationale estime qu'une distribution annuelle de 3 milliards de francs n'est pas assurée après l'année 2007.

Nous tenons, aujourd'hui déjà, à attirer l'attention sur ces risques. Nous en avons informé le chef du Département fédéral des finances et l'avons prié de faire part de nos inquiétudes aux responsables cantonaux des finances.

Prévisions d'inflation de mars 2003, avec Libor à 0,25%, et de juin 2003, avec Libor à 0,25%



Prévision d'inflation de juin 2003 avec Libor à 0,25%

	2003	2004	2005
Inflation annuelle moyenne en %	0,6	0,4	1,2