

## Conférence de presse

Genève, le 15 juin 2006

### Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

Mesdames, Messieurs,

Comme nous venons de l'annoncer dans notre communiqué de presse, la Banque nationale suisse relève, avec effet immédiat, de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et la porte ainsi à 1%-2%. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

L'évolution économique reste positive. L'amélioration de la conjoncture, qui a gagné en assise et en vigueur, influe de plus en plus favorablement sur le marché du travail. Pour 2006, la Banque nationale table sur une croissance du PIB d'un peu plus de 2,5%. Malgré la récente évolution du prix du pétrole, le renchérissement est resté modéré. La Banque nationale s'attend à un taux annuel moyen d'inflation de 1,2% en 2006.

En relevant la marge de fluctuation du Libor, la Banque nationale continue à adapter le cap de sa politique monétaire à l'évolution économique. Par sa décision, elle veille à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu à 1,5%, la Banque nationale s'attend à ce que le renchérissement annuel moyen s'établisse à 1,2% en 2007, puis à 1,9% en 2008. En dépit du relèvement du Libor, la politique monétaire garde un caractère expansionniste. La Banque nationale adaptera encore graduellement le cap de sa politique monétaire si l'économie continue à évoluer conformément à son attente. Elle réagirait de manière appropriée en cas de revalorisation rapide du franc sur les marchés des changes. Permettez-moi de motiver la décision de politique monétaire que nous venons de prendre. Dans la fixation du cap de notre politique monétaire, notre évaluation des perspectives en matière d'inflation joue un rôle décisif. Cette évaluation repose sur une appréciation de l'environnement international et de l'évolution économique et monétaire en Suisse.

#### Environnement international

Depuis notre précédent examen de la situation, l'environnement international est resté pour l'essentiel inchangé. Pour ce qui a trait aux Etats-Unis, nous tablons sur un «soft landing». En d'autres termes, la croissance du PIB pourrait être une nouvelle fois supérieure au potentiel, en 2006, puis faiblir graduellement. En Europe également, la reprise observée depuis l'année dernière pourrait déboucher, en 2006, sur une croissance supérieure au potentiel, puis marquer une lente décélération.

Genève, le 15 juin 2006

2

Nous avons cependant modifié une nouvelle fois notre appréciation de l'évolution du prix du pétrole. Nous tablons maintenant sur un prix du pétrole légèrement plus élevé que le niveau encore escompté en mars. Cette année, l'inflation en Suisse sera par conséquent un peu plus forte que prévu.

### **Perspectives économiques**

En Suisse, l'évolution économique est positive, à l'image de la conjoncture internationale. Après avoir faibli au quatrième trimestre de 2005, la croissance a retrouvé de la vigueur cette année. Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a augmenté de 3,8%, en taux annualisé, au premier trimestre de 2006. Les taux de croissance trimestriels fluctuent toutefois un peu plus fortement du fait d'une nouvelle méthode de calcul.

Au cours des prochains trimestres, la plupart des composantes de la demande devraient soutenir la croissance économique:

Les exportations évoluent toujours à un rythme très rapide. La vigoureuse demande étrangère, l'accroissement de la production industrielle et le taux – plus élevé – d'utilisation des capacités techniques continueront à stimuler la demande de biens d'équipement. Seuls les investissements en constructions devraient se ralentir quelque peu cette année, après une phase très dynamique.

Jusqu'ici, la consommation privée a été un soutien de la conjoncture. Grâce à l'embellie observée sur le marché du travail et à l'amélioration des perspectives en matière de revenus, elle bénéficiera d'impulsions supplémentaires.

Etant donné que la reprise économique repose sur une large assise, la demande augmentera sur le marché du travail également. Pour la première fois depuis plus d'un an, le nombre des emplois s'est accru – et même nettement – dans le secteur des services. Il avait déjà progressé l'année dernière dans l'industrie. Le taux de chômage s'est replié, passant de 3,7% en décembre à 3,4% en mai. Il devrait continuer à diminuer au cours de l'année.

Pour 2006, nous tablons sur une croissance du PIB d'un peu plus de 2,5%. L'écart de production s'est sans doute comblé au premier semestre. Une politique monétaire moins expansionniste entraînera une croissance moins forte des composantes de la demande globale qui sont sensibles aux taux d'intérêt, tels les biens de consommation durables et l'immobilier. Il sera ainsi possible d'éviter une utilisation excessive des ressources et des pressions à la hausse sur les prix.

J'en arrive maintenant à l'analyse monétaire.

### **Evolution monétaire**

Bien que la Banque nationale ait engagé, en juin 2004 déjà, la normalisation graduelle de sa politique monétaire expansionniste, les taux d'intérêt à moyen et long terme se sont maintenus longtemps à de bas niveaux. Depuis le début de l'année, ils ont toutefois augmenté sensiblement. En mai, le taux d'intérêt au comptant des obligations fédérales à dix ans atteignait 2,9%. Il s'est par la suite replié, mais son niveau est resté nettement

Genève, le 15 juin 2006

3

supérieur à celui de la mi-mars, date de notre précédent examen de la situation économique et monétaire. Etant donné la hausse des taux d'intérêt dans ce segment, on peut s'attendre à ce que la politique monétaire commence à déployer ses effets sur des projets d'investissements à moyen et long terme également. Les taux des dépôts à court terme ont jusque-là réagi très rapidement à chacun de nos relèvements du Libor. En termes réels, ils sont cependant restés longtemps négatifs. Ainsi, la rémunération des dépôts à un an n'est redevenue positive, en termes réels, qu'après les deux dernières hausses de taux.

Les taux d'intérêt plus élevés devraient influencer non seulement sur les investissements en constructions, mais aussi sur la demande de crédits. Pour le moment, de tels effets ne sont guère visibles dans la statistique des crédits hypothécaires. Les hypothèques continuent à croître à un rythme d'environ 5%. Le rapport entre les crédits hypothécaires et le PIB nominal a été inférieur, pendant quelques années, à son niveau record de 1999; au premier trimestre de 2006, il l'a cependant dépassé de 6%. C'est pourquoi nous continuerons à observer très attentivement l'évolution sur le marché de l'immobilier.

L'évolution des agrégats monétaires reste dans l'ensemble ordonnée.  $M_1$  et  $M_2$  sont toujours inférieurs à leur niveau de fin 2003. Quant à  $M_3$ , il se maintient approximativement à son niveau de novembre 2005. La demande de liquidités augmente cependant dans le sillage de l'évolution économique. Ainsi, l'excédent de liquidités, qui a été probablement constitué en 2003, devrait continuer à se résorber lentement.

### **La décision de politique monétaire**

Quelles sont les réflexions qui sous-tendent notre décision de ce jour? Permettez-moi, pour répondre à cette question, de faire un bref retour en arrière. Vous avez certainement encore en mémoire des faits tels que l'éclatement, à fin 2000, de la bulle Internet, les attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis et la revalorisation du franc, en termes réels, en 2002. Lorsque nous avons adopté une politique monétaire expansionniste, en 2001, la question centrale qui se posait portait sur le rythme et l'ampleur à donner à la baisse des taux d'intérêt, afin d'éviter une récession, voire une déflation. Dans la phase qui a suivi, nous avons abaissé le Libor à trois mois. Ce taux a ainsi atteint son plancher, soit 0,25%, en mars 2003.

Par la suite, la principale question a été de savoir combien de temps notre politique monétaire pouvait rester expansionniste sans compromettre la stabilité des prix. Cette question a trouvé sa réponse en juin 2004, avec le relèvement de la marge de fluctuation du Libor, relèvement qui a été décidé après cinq trimestres de politique monétaire fortement expansionniste.

Le nouveau défi a alors consisté à poursuivre la normalisation des taux d'intérêt sans étouffer la reprise dans l'œuf. Afin d'atteindre cet objectif, nous avons subordonné la poursuite de la normalisation des taux d'intérêt à une condition, soit à une évolution de la conjoncture conforme à nos attentes. Après un deuxième relèvement du Libor, en septembre 2004, les conditions fixées pour une nouvelle adaptation n'étaient plus réunies, en décembre, étant donné la détérioration de la conjoncture et la hausse du prix du pétrole. Ce n'est qu'en septembre 2005 que les signes d'une reprise reposant sur une large

Genève, le 15 juin 2006

4

assise se sont multipliés. Nous avons alors annoncé qu'une adaptation du cap de notre politique monétaire serait nécessaire si la reprise de la conjoncture devait se confirmer. Les opérateurs sur les marchés ont commencé à anticiper un relèvement de la marge de fluctuation, en décembre, lors de notre appréciation de la situation économique et monétaire, ce qui s'est traduit par une hausse du Libor à trois mois. Le même scénario s'est déroulé dans les phases qui ont précédé nos appréciations de la situation de mars et d'aujourd'hui.

La question centrale est maintenant la suivante: le rythme de la normalisation des taux d'intérêt est-il approprié? Selon nos calculs, les perspectives en matière d'inflation ne se sont guère modifiées depuis mars. Une politique de normalisation graduelle des taux d'intérêt suffit par conséquent à maintenir l'inflation à un niveau bas. Cela nous conforte dans l'idée que le cap donné à notre politique est de nature à garantir la stabilité des prix, même dans le cas d'une amélioration du taux d'utilisation des ressources. Nos délégués aux relations avec l'économie régionale confirment les appréciations ci-après. Bien que les capacités soient davantage utilisées, les possibilités de répercuter la hausse des prix de l'énergie et des matières premières restent limitées, dans le proche avenir également, grâce à la vive concurrence qui règne. En outre, la situation économique est jugée comme étant favorable, mais pas tendue. C'est pourquoi le PIB d'un seul trimestre ne doit pas donner lieu à une interprétation excessive.

### **Graphique présentant notre prévision d'inflation**

Je voudrais encore commenter brièvement la prévision d'inflation. La courbe en tirets rouges reflète notre nouvelle prévision. Celle-ci porte sur la période allant du deuxième trimestre de 2006 au premier trimestre de 2009 et indique les perspectives en matière d'inflation après la hausse du Libor annoncée aujourd'hui. La courbe verte en tirets et points est celle qui ressort de l'examen de la situation de mars; elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois de 1,25%. Cette année, et je l'ai déjà souligné, l'inflation devrait être légèrement supérieure à ce qui était attendu en mars, étant donné la hausse temporaire du prix du pétrole. L'inflation que nous prévoyons pour les années 2007 et 2008 est restée largement inchangée, malgré les effets modérateurs du relèvement du Libor annoncé aujourd'hui, du fait de l'augmentation du taux d'utilisation des ressources dans l'économie.

Notre prévision montre également qu'aucun risque d'inflation ne menace dans l'immédiat. L'inflation attendue pour 2007 reste à un niveau bas, soit à 1,2%. Mais la phase d'accélération que marque l'inflation indique que la politique monétaire est encore expansionniste, même avec un Libor à trois mois de 1,5%.

Par le relèvement de 25 points de base du Libor à trois mois que nous avons décidé aujourd'hui, nous maintenons le cap d'une normalisation graduelle de notre politique monétaire. La stabilité des prix devrait ainsi rester assurée à moyen terme.

Genève, le 15 juin 2006

5

### **Initiative Cosa**

Je ne puis terminer ces remarques introductives sans évoquer une nouvelle fois l'initiative Cosa. Vous connaissez la position de la BNS à ce sujet: nous considérons cette initiative comme dangereusement populiste, car elle présente une image irréaliste de notre capacité bénéficiaire. Les initiants parlent en effet de bénéfices annuels distribuables de 2,5 milliards de francs, alors que nos estimations sont de l'ordre de 1 milliard de francs.

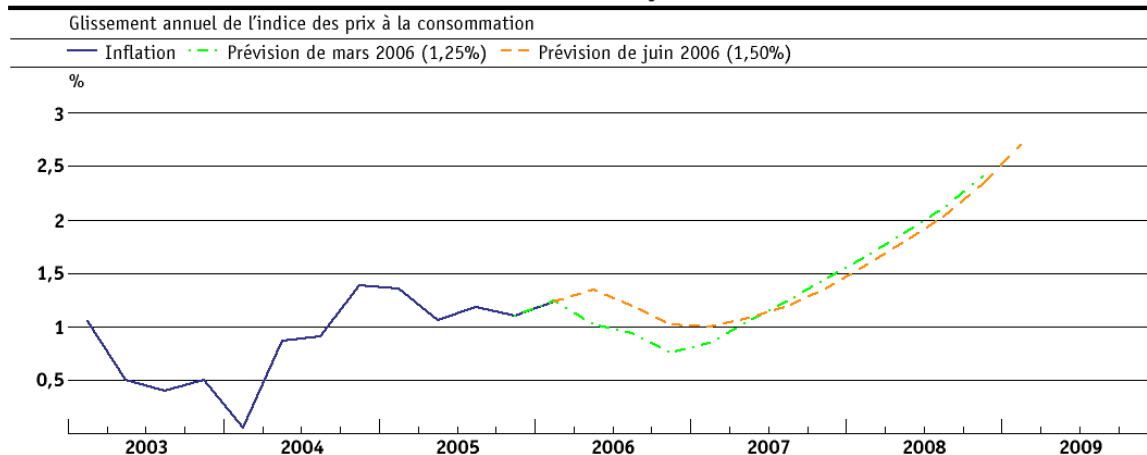
Face aux besoins financiers croissants que connaîtra l'AVS au cours des prochaines années, la réduction graduelle de notre capacité distributive ne pourra que conduire à des tensions permanentes entre les milieux politiques et la BNS. Ce climat conflictuel sera un boulet pour notre crédibilité sur les marchés, même si notre indépendance formelle demeurera intacte. Il est largement reconnu que la protection de la banque centrale face aux pressions politiques constitue un facteur important pour la préservation de la stabilité monétaire. C'est pourquoi d'ailleurs il n'existe pas d'exemple de pays où la banque centrale soit devenue la source directe de financement de la sécurité sociale. Partout, la banque centrale livre ses bénéfices à l'Etat, et c'est ce dernier qui en assure l'allocation au travers du budget. La création d'un lien direct entre la sécurité sociale et l'institut d'émission donnerait en plus l'illusion à nos compatriotes que la Banque nationale pourrait assurer la couverture des besoins financiers futurs de l'AVS sans que d'autres réformes soient nécessaires.

En fin de compte, les éléments d'appréciation de l'initiative Cosa sont finalement simples: l'initiative ne pourra pas tenir ses promesses financières en faveur de l'AVS, elle ne procurera aucun franc supplémentaire aux caisses publiques et elle comporte de graves risques pour le fonctionnement de nos institutions. La sagesse demande donc qu'elle soit rejetée.

Genève, le 15 juin 2006

6

## Prévisions d'inflation de mars 2006, avec Libor à 1,25%, et de juin 2006, avec Libor à 1,50%



## Inflation observée (juin 2006)

	2003				2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Inflation	1,05	0,50	0,40	0,50	0,06	0,87	0,91	1,38	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23			

## Prévisions d'inflation de mars 2006, avec Libor à 1,25%, et de juin 2006, avec Libor à 1,50%

	2006				2007				2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Prédiction de mars 2006, Libor à 1,25%	1,25	1,01	0,94	0,76	0,85	1,05	1,24	1,45	1,65	1,88	2,11	2,40				
Prédiction de juin 2006, Libor à 1,50%		1,34	1,19	1,02	1,00	1,08	1,20	1,35	1,57	1,79	2,03	2,33	2,70			