

Septembre 2003

3

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIONALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2003 21^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Overview
8	Appréciation de la situation économique et monétaire
12	Situation économique et monétaire en Suisse
13	1 Environnement international
13	1.1 Conjoncture
15	1.2 Evolution monétaire
16	1.3 Perspectives conjoncturelles
17	2 Situation monétaire
17	2.1 Taux d'intérêt
20	2.2 Cours de change
21	2.3 Agrégats monétaires
23	2.4 Crédits et recours au marché des capitaux
25	3 Demande globale et production
25	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
27	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
30	3.3 Investissements
31	3.4 Consommation
32	3.5 Utilisation des capacités de production
32	3.6 Perspectives conjoncturelles et prévisions
33	4 Marché du travail
33	4.1 Emploi
34	4.2 Chômage
35	4.3 Salaires et revenus
36	5 Prix
36	5.1 Prix à la consommation
37	5.2 Inflation sous-jacente
38	5.3 Prix de l'offre totale
39	6 Perspectives de renchérissement
39	6.1 Evolution des prix sur le plan international
39	6.2 Evolution des prix en Suisse
40	6.3 Prévision d'inflation pour les années 2003 à 2005
41	7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle
41	7.1 Production
42	7.2 Marché du travail
42	7.3 Prix et marges
44	Découplage entre loyers et taux hypothécaire: implications de la révision du droit du bail pour la politique monétaire Peter Stalder
58	Chronique monétaire

Appréciation de la situation économique et monétaire (p. 8)

Le 18 septembre 2003, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Ce dernier sera maintenu dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. Bien que des signaux positifs soient observés, des risques pèsent encore sur l'évolution de l'économie mondiale. En Suisse, une reprise sensible de la conjoncture n'interviendra qu'au cours de l'année 2004.

Situation économique et monétaire (p. 12)

Les perspectives de reprise de la conjoncture mondiale sont devenues plus favorables au cours du deuxième trimestre de 2003. Après la fin de la guerre en Irak, le climat s'est amélioré dans nombre de pays. La croissance économique s'est accélérée aux Etats-Unis; le Japon et le Royaume-Uni ont eux aussi affiché une expansion plus forte. Par contre, le produit intérieur brut réel a encore reculé légèrement dans la zone euro. Les signes d'une reprise de la conjoncture se sont toutefois multipliés, au sein de cette zone également, à partir du milieu de l'année.

Le risque d'un basculement dans la déflation s'est réduit grâce à l'amélioration des perspectives conjoncturelles. D'un autre côté, rien n'incitait à penser qu'un danger inflationniste était imminent. Les banques centrales ont ainsi bénéficié d'une marge de manœuvre pour continuer à soutenir la conjoncture par des taux d'intérêt bas. En juillet et en août, plusieurs banques centrales ont continué à assouplir leur politique monétaire, après le nouvel abaissement, en juin, des taux directeurs de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale des Etats-Unis.

En Suisse, le produit intérieur brut réel s'est encore replié au deuxième trimestre; en comparaison annuelle, il a diminué de 1%. Alors que la consommation privée et publique a continué à soutenir la conjoncture, les investissements et les exportations ont marqué un nouveau recul. En Suisse également, l'horizon conjoncturel s'est éclairci au début du troisième trimestre. Les commandes ont progressé dans la branche exportatrice. La construction de logements a gagné en vigueur grâce aux taux d'intérêt bas, et la situation du secteur financier s'est améliorée dans le sillage de la reprise des marchés des actions. Mais le rétablissement conjoncturel qui se dessine est encore fragile. Le taux de chômage et celui des demandeurs d'emploi ont augmenté pour

atteindre respectivement 3,9% et 5,5% en août (après correction des variations saisonnières). Ce n'est qu'à partir de l'année prochaine qu'on pourra observer une croissance économique reposant sur une plus large assise et, partant, une amélioration de la situation sur le marché du travail.

De juin à août, la Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire expansionniste; les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire sont restés proches de 0%. L'euro a fluctué entre 1,53 et 1,56 franc, tandis que le dollar s'est nettement revalorisé. De ce fait, les conditions monétaires se sont encore améliorées. Dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt à long terme dans le monde, les rendements ont progressé sensiblement sur le marché suisse des capitaux, depuis le mois de juin, et les cours des actions ont continué à se redresser.

Découplage entre loyers et taux hypothécaire: implications de la révision du droit du bail pour la politique monétaire (p. 44)

L'article examine, par le biais de simulations du modèle macroéconométrique de la BNS, les probables implications de la révision du droit du bail, adoptée par le Parlement en décembre 2002, pour la politique monétaire. Sous le régime du droit du bail en vigueur, les variations du taux hypothécaire sont reportées sur les loyers selon une règle bien précise. Ce lien pose problème sous l'angle de la politique monétaire. Lors d'un durcissement de celle-ci, la hausse du niveau général des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation du taux hypothécaire et, partant, des loyers. Comme ces derniers ont une pondération de 20% dans le calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC) et que celui-ci se répercute dans les frais de production des entreprises par l'intermédiaire des salaires, le recul de l'inflation visé par un durcissement de la politique monétaire est à court terme voué à l'échec. Grâce à l'indexation prévue des loyers sur l'IPC, cet effet perturbant est éliminé. Ainsi, une réduction du taux d'inflation est obtenue par un plus faible relèvement des taux d'intérêt ayant pour conséquence un fléchissement inférieur de la croissance. Du point de vue de l'efficacité de la politique monétaire, la révision prévue du droit du bail peut être considérée comme positive par rapport à la réglementation en vigueur.

Übersicht

Geldpolitische Lagebeurteilung (S. 8)

Die Nationalbank beschloss am 18. September 2003, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll weiterhin im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% gehalten werden. Die weltwirtschaftliche Entwicklung unterliegt trotz positiver Signale immer noch Risiken. In der Schweiz ist mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung erst im Verlaufe von 2004 zu rechnen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)

Im Laufe des zweiten Quartals 2003 besserten sich die Aussichten auf eine Belebung der Weltkonjunktur. Mit dem Ende des Irak-Krieges hellte sich die Stimmung in vielen Ländern auf. In den USA beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum; auch Japan und das Vereinigte Königreich wiesen wieder ein stärkeres Wachstum auf. Dagegen bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im Euro-Gebiet nochmals leicht zurück. Nach der Jahresmitte mehrten sich jedoch auch dort die Zeichen einer Konjunkturerholung.

Mit den sich bessernden Konjunkturaussichten verringerte sich das Risiko eines Abgleitens in eine Deflation. Umgekehrt deutete nichts auf eine unmittelbare Teuerungsgefahr hin. Dies liess den Zentralbanken Spielraum, die Konjunktur weiterhin durch tiefe Zinssätze zu stützen. Im Juli und August lockerten verschiedene Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter, nachdem im Juni die Europäische Zentralbank und die amerikanische Zentralbank ihre Leitzinsen nochmals zurückgenommen hatten.

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal nochmals ab; im Vorjahresvergleich sank es um 1,0%. Während der private und der staatliche Konsum die Konjunktur weiter stützten, bildeten sich die Investitionen und die Exporte nochmals zurück. Zu Beginn des dritten Quartals begann sich auch in der Schweiz die Konjunktur aufzuhellen. Im Exportsektor verbesserte sich die Auftragslage. Stimuliert durch die tiefen Zinssätze zog die Wohnbautätigkeit an und die Lage des Finanzsektors hellte sich im Zuge der Erholung an den Finanzmärkten auf. Die sich abzeichnende Konjunkturerholung ist jedoch noch fragil. Die Arbeitslosenquote und die Quote der Stellensuchenden stieg bis August auf 3,9% bzw. 5,5% (saisonbereinigt). Mit einer breiter abgestützten Erholung, die auch zu einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage führt, ist erst im nächsten Jahr zu rechnen.

Die Nationalbank setzte in den Monaten Juni bis August ihre expansive Geldpolitik fort; die kurzfristigen Geldmarktsätze lagen weiterhin nahe bei null Prozent. Während sich der Frankenkurs des Euro zwischen 1,53 und 1,56 Franken bewegte, gewann der Dollar deutlich an Wert, so dass die monetären Bedingungen nochmals günstiger wurden. Im Zuge der weltweit steigenden langfristigen Zinssätze zogen auch die Renditen in der Schweiz seit Juni an und die Aktienmärkte erholten sich weiter.

Entkoppelung der Mieten vom Hypozins – Implikationen der Mietrechtsrevision für die Geldpolitik (S. 44)

Dieser Aufsatz untersucht die voraussichtlichen geldpolitischen Implikationen der im Dezember 2002 von National- und Ständerat verabschiedeten Mietrechtsrevision anhand von Simulationen mit dem ökonometrischen Makromodell der SNB. Unter dem zurzeit noch geltenden Mietrecht sind die Wohnungsmieten gemäss einer Überwälzungsregel an die Hypothekarzinsen gekoppelt. Diese Hypozinsbindung der Mieten ist aus geldpolitischer Sicht problematisch. Bei einer Straffung der Geldpolitik steigen mit dem allgemeinen Zinsniveau auch die Hypozinsen und damit die Mieten. Da diese mit einem Gewicht von 20% in den Konsumentenpreisindex und in der Folge über die Lohnbildung in die Produktionskosten der Unternehmungen eingehen, wird die mit der restriktiven Geldpolitik angestrebte Inflationsdämpfung durch den Gegeneffekt der steigenden Mietteuerung in der kurzen Frist fast zunichte gemacht. Mit der neu vorgesehenen Koppelung der Wohnungsmieten an den Konsumentenpreisindex entfällt dieser störende Gegeneffekt. Ein bestimmter Abbau der Inflationsrate lässt sich folglich mit einer geringeren Zinsanhebung und somit auch mit einem kleineren realen Wachstumsverlust verwirklichen. Hinsichtlich der Wirksamkeit der Geldpolitik ist die vorgeschlagene Mietrechtsrevision im Vergleich zur geltenden Regelung somit positiv zu werten.

Sommario

Valutazione della situazione economica e monetaria (p. 8)

Il 18 settembre 2003, la Banca nazionale ha deciso di mantenere il margine di oscillazione del Libor a tre mesi allo 0-0,75%. L'istituto di emissione intende lasciare il Libor a tre mesi nella zona inferiore di questa fascia, allo 0,25%. Nonostante i primi segnali positivi, continuano infatti a sussistere importanti rischi per l'evoluzione economica mondiale. In Svizzera, una ripresa congiunturale sensibile è attesa soltanto nel corso del 2004.

Situazione economica e monetaria (p. 12)

Le prospettive di rilancio della congiuntura mondiale sono migliorate durante il secondo trimestre del 2003. In diversi Paesi, il quadro delle aspettative economiche si è rasserenato al termine della guerra in Iraq. La crescita economica negli Stati Uniti si è accelerata, mentre in Giappone e Gran Bretagna è risultata più consistente. Nell'area dell'euro, invece, il prodotto interno lordo ha subito un'ulteriore leggera contrazione. A partire dalla seconda metà dell'anno, i segni di ripresa si sono tuttavia moltiplicati anche in questa regione.

Con il miglioramento delle prospettive economiche i rischi di deflazione si sono ridotti. Nel contempo, nulla indica che sussista un pericolo d'inflazione imminente. Le banche centrali hanno potuto disporre di margini di manovra per continuare a sostenere la congiuntura con bassi tassi d'interesse. In giugno, la Banca centrale europea e la banca centrale degli Stati Uniti hanno ulteriormente ridotto i loro tassi ufficiali, seguite in luglio e agosto da diverse banche centrali.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale ha subito, durante il secondo trimestre, un ulteriore calo, dell'1,0% rispetto all'anno precedente. Mentre i consumi privati e pubblici hanno continuato a sostenere la congiuntura, gli investimenti e le esportazioni si sono ulteriormente contratti. All'inizio del terzo trimestre si sono manifestati i primi segni di un miglioramento congiunturale anche nel nostro Paese. Il settore delle esportazioni ha beneficiato di una crescita delle ordinazioni, il settore delle costruzioni residenziali ha tratto impulso dal basso livello dei tassi d'interesse e la situazione nel settore finanziario è migliorata in seguito alla ripresa dei mercati finanziari. La ripresa congiunturale che si delinea rimane tuttavia fragile. In agosto, il tasso di disoccupazione è salito al 3,9% e la quota delle persone alla

ricerca di un'occupazione al 5,5% (valori destagionalizzati). Per l'anno prossimo si prevede una ripresa fondata su più ampie basi con un conseguente miglioramento della situazione sul mercato del lavoro.

Da giugno ad agosto, la Banca nazionale ha mantenuto una politica monetaria espansiva, con tassi a breve pressoché nulli. Se il corso del franco rispetto all'euro è oscillato tra 1,53 e 1,56, il dollaro statunitense si è nettamente apprezzato, influenzando positivamente sulle condizioni monetarie. Sulla scia dell'aumento generalizzato dei tassi d'interesse a lungo termine, a partire dal mese di giugno i rendimenti sono pure cresciuti in Svizzera. La ripresa dei mercati azionari è proseguita.

Scindere le pigioni dal tasso ipotecario – Conseguenze della revisione del diritto di locazione per la politica monetaria (p. 44)

Sulla base di simulazioni svolte con il modello macro-econometrico della BNS, quest'articolo esamina le probabili implicazioni di politica monetaria della revisione del diritto di locazione decretata dalle Camere federali. Secondo il diritto vigente, gli affitti vengono adeguati alle variazioni dei tassi ipotecari. Dal punto di vista monetario, questa relazione tra pigioni e tassi ipotecari è problematica. In un contesto di politica monetaria restrittiva, l'aumento generale dei tassi d'interesse implica un aumento dei tassi ipotecari e quindi delle pigioni. Poiché queste ultime rientrano nel computo dell'indice dei prezzi al consumo con una quota del 20%, esse influiscono attraverso la determinazione dei salari i costi di produzione delle imprese. L'effetto frenante che la politica monetaria restrittiva dovrebbe esercitare sull'inflazione è quindi quasi interamente neutralizzato, a breve termine, dall'aumento dei prezzi di locazione. Il progetto di revisione prevede invece di indicizzare le pigioni all'indice dei prezzi al consumo, evitando in tal modo questo spiacevole effetto. Una determinata riduzione del tasso d'inflazione potrà quindi essere ottenuta con un aumento dei tassi inferiore rispetto al passato, permettendo così di ridurre le conseguenze negative sulla crescita reale. Dal punto di vista dell'efficacia della politica monetaria, la revisione proposta del diritto di locazione è da valutarsi in modo positivo.

Overview

Monetary policy assessment (p. 8)

On 18 September 2003, the Swiss National Bank decided to leave the target range for the three-month Libor rate at 0%–0.75%. For the time being, the three-month Libor is to be kept at the lower end of the target range at 0.25%. Notwithstanding positive signals, global economic development is still subject to certain risks. In Switzerland, a perceptible economic upswing is only to be expected in the course of 2004.

Economic and monetary developments (p. 12)

During the second quarter of 2003, the prospects for a revival of the global economy improved. With the end of the war in Iraq, sentiment in many countries became more upbeat. In the US, economic growth accelerated; Japan and the United Kingdom again exhibited stronger growth. Real GDP, by contrast, again declined slightly in the euro area. After mid-year, signs of an economic pickup, however, became increasingly evident there, too.

The improved outlook diminished the risk of the economy sliding into deflation. Conversely, there were no signs of an imminent inflationary threat, either. This left the central banks with sufficient leeway to continue underpinning the economy with low interest rates. In July and August, various central banks relaxed their monetary policy further following another round of base rate cuts by the European Central Bank and the US Federal Reserve in June.

In Switzerland, real GDP declined yet further in the second quarter; year-on year, it fell by 1.0%. While private and government consumption continued to support the economy, investment and exports receded once more. At the beginning of the third quarter, the economic situation began to look brighter in Switzerland. In the export sector the order position improved. Stimulated by low interest rates, residential construction picked up while the situation of the financial sector strengthened in the course of the recovery on the financial markets. The economic recovery, which is now becoming discernible, is still fragile, however. The unemployment rate and the rate of jobseekers moved up to 3.9% and 5.5% respectively (seasonally-adjusted) by August. A more broadly supported recovery, which will also lead to an improvement in the labour market situation, can only be expected in the coming year.

The National Bank continued its expansionary monetary policy from June to August, with short-term money market rates still close to zero percent. Whereas the price of the euro in Swiss francs fluctuated between CHF 1.53 and CHF 1.56, the US dollar made significant gains, signalling a return to more favourable monetary conditions. With long-term interest rates rising worldwide, yields in Switzerland have also firmed since June, and the stock markets continued to recover.

The decoupling of rents from mortgage rates: implications of the rent law reform for monetary policy (p. 44)

This research paper uses simulations run on the SNB's econometric macro model to examine the probable monetary policy implications of the rent law revision adopted in December 2002 by the National Council and Council of States. The rent law that is currently still in effect links residential rents to mortgage rates via a transmission algorithm. This coupling of mortgage rates to rents is problematic from the point of view of monetary policy, because a tightening of the monetary reins leads to a rise in the general interest level and, with it, mortgage rates and thus rents. As rents carry a 20% weighting in the consumer price index, consequently feeding into companies' production costs via wage-setting, the reduction in inflation that a restrictive monetary policy is intended to achieve is soon counteracted almost entirely by a rise in the rate of rent inflation. This undesirable countereffect is eliminated by the new law, which foresees the coupling of residential rents to the consumer price index. It will thus be possible to achieve a certain reduction in the rate of inflation with a small rise in interest rates and consequently a smaller loss of growth in real terms. The proposed revision of the rent law is therefore to be regarded as positive in comparison to the regulations currently in force.

Appréciation de la situation économique et monétaire

Communiqué de presse afférent à l'examen trimestriel de la situation du 18 septembre 2003

Maintien à 0%–0,75 % de la marge de fluctuation du Libor

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 18 septembre 2003, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et de maintenir le Libor à trois mois dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Depuis mars 2001, la Banque nationale a assoupli fortement sa politique monétaire et abaissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 3,25 points au total, en sept étapes. Grâce à l'évolution favorable du renchérissement, elle a pu ainsi réagir nettement à l'affaiblissement de la croissance économique et aux tendances à la revalorisation du franc. Sa dernière diminution du taux d'intérêt – un abaissement de 0,5 point de la marge de fluctuation du Libor – remonte au 6 mars 2003.

Bien que des signaux positifs viennent des Etats-Unis, des risques pèsent encore sur l'évolution de l'économie mondiale. En Suisse, une reprise sensible de la conjoncture n'interviendra qu'au cours de l'année 2004. La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste. Du fait du bas niveau des taux d'intérêt, les placements en francs resteront peu attrayants. La stabilité des prix n'est pour le moment pas menacée. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, le renchérissement annuel moyen devrait s'établir à 0,5% cette année, puis passer à 0,2% en 2004 et à 1% en 2005. Pour 2003, la Banque nationale table sur un repli modéré, en termes réels, de l'activité économique en Suisse.

Conjoncture

Comme on s'y attendait, le produit intérieur brut réel de la Suisse a reculé, au deuxième trimestre de 2003 également, et la situation s'est encore détériorée sur le marché du travail. Ces évolutions décevantes sont dues principalement à la stagnation en Europe. Au deuxième trimestre, les exportations suisses ont continué à reculer, bien que les cours de change aient évolué dans un sens plus favorable. La consommation a joué un rôle stabilisateur, tandis que les investissements ont au total fléchi une nouvelle fois.

En Suisse, la situation économique est encore difficile pour le moment; elle s'améliorera cependant peu à peu. Dans l'industrie, les entrées et carnets de commandes restent à des niveaux insatisfaisants, et la demande étrangère est toujours modeste. Le climat de consommation stagne lui aussi à un bas niveau. Il y a cependant des signes indiquant que le creux de la vague a été franchi au deuxième trimestre et que l'activité commencera à marquer une reprise graduelle vers la fin de l'année 2003. Les jugements plus optimistes que maintes entreprises portent sur les perspectives, l'activité en progression dans la construction de logements et le revirement de tendance sur les marchés financiers figurent au nombre de ces signaux positifs. Comme le redressement de la conjoncture sera très modeste jusqu'à la fin de l'année, il faut s'attendre à un léger repli de l'activité économique, en termes réels, en moyenne de l'année 2003.

Au cours de 2004, la reprise de l'économie suisse devrait se raffermir grâce à un accroissement graduel des exportations, suivi d'une progression des investissements en biens d'équipement. Le chômage devrait cependant continuer à augmenter un certain temps encore et, de ce fait, la consommation restera sans doute faible. Sur le marché du travail, une amélioration n'est pas attendue avant l'année prochaine.

Prévision d'inflation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement a fléchi, son taux annuel passant de 1% au premier trimestre à 0,5% au deuxième trimestre de 2003. Il s'établissait à 0,3% en juillet et à 0,5% en août. La tendance au repli du renchérissement s'explique par le ralentissement de l'activité économique en Suisse et à l'étranger. Ces derniers mois, le renchérissement intérieur a marqué une nette diminution. Les pressions à la hausse sur les prix ont faibli en particulier dans le domaine des services du secteur privé. Seuls les loyers ont augmenté à un rythme accru en août. Du côté des biens et services importés, le renchérissement est resté très bas, mais volatil à cause notamment des fluctuations du prix du pétrole. L'inflation sous-jacente que calcule la Banque nationale s'inscrit actuellement à 0,7%.

Le graphique montre la prévision d'inflation de juin 2003 (courbe rouge en tirets et points) et celle de septembre 2003 (courbe en tirets rouges). Les hypothèses à la base de la dernière prévision s'écartent sur plusieurs points de celles qui avaient été retenues en juin. Ainsi, la croissance aux Etats-Unis sera plus forte, cette année déjà, que ce qui était attendu il y a trois mois, de sorte que l'écart de production de l'économie américaine sera probablement comblé d'ici fin 2004. D'un autre côté, la reprise en Europe prendra une nouvelle fois un léger retard et sera globalement moins vigoureuse. L'économie européenne n'atteindra son potentiel de production qu'au cours de l'année 2005. En outre, le renchérissement en Europe sera vraisemblablement moins élevé, ces prochaines années, que ce qui était escompté jusque-là. La prévision de septembre repose également sur un prix du pétrole qui devrait baisser et revenir, au cours de 2004, à un niveau d'environ 25 dollars le baril.

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, selon la dernière prévision, s'inscrire à 0,5% en 2003, puis passer à 0,2% en 2004 et à 1% en 2005. Telle qu'elle est prévue, l'inflation reste inférieure à 1% jusqu'au milieu de 2005. Dans la phase qui suit, elle s'accélère pour atteindre 2,8% au deuxième trimestre de 2006.

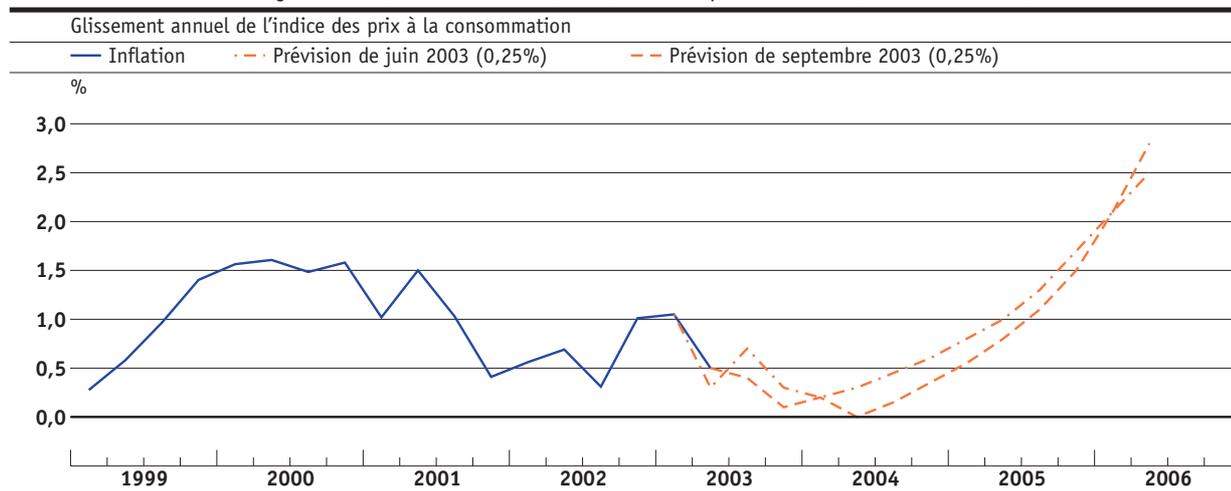
Jusqu'au début de 2006, le renchérissement, selon la prévision de septembre, reste inférieur à ce qui ressort de la prévision de juin. L'inflation faiblit ces prochains trimestres pour s'établir à un niveau proche de 0% et pourrait même passer temporairement un peu au-dessous de 0%. Il faut y voir les effets de la faiblesse de la croissance en Suisse, de la modération en général des pressions à la hausse sur les prix à l'étranger et de la baisse attendue du prix du pétrole. Une telle évolution ne doit cependant pas être considérée comme un basculement de l'économie suisse dans une déflation. La diminution prévue du renchérissement sera passagère et gardera une ampleur très limitée. Il faut s'attendre à une accélération du renchérissement dès le milieu de l'année 2004 déjà. De plus, le repli que le renchérissement devrait enregistrer ces prochains mois n'est pas lié à une détérioration de l'activité économique en termes réels. Pour cette période, on table en effet sur un redémarrage de la croissance.

L'évolution de l'inflation ces prochains trimestres ne dépend guère du cours actuel de la politique monétaire, étant donné l'important décalage avec lequel celle-ci agit. La prévision d'inflation montre cependant que le renchérissement, du fait de la politique monétaire expansionniste qui est menée actuellement, risque de marquer une tendance à l'accélération à partir du milieu de 2005. En 2006, le renchérissement sortirait de la zone que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. Il convient toutefois de préciser que cette prévision repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt inchangé au cours des trois prochaines années. Un durcissement de la politique monétaire, dans une phase ultérieure, permettra de modérer la hausse de l'inflation. Il faut aussi souligner que plus la période sur laquelle porte une prévision est longue, plus la fiabilité de la prévision diminue.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Ces deux dernières années, la politique monétaire de la Banque nationale est devenue très expansionniste. Après le dernier abaissement de la marge de fluctuation du Libor, en mars 2003, le franc a faibli sensiblement sur les marchés des changes. Ainsi, les conditions monétaires se sont encore assouplies. La politique monétaire expansionniste s'est traduite également par une vive croissance des agrégats monétaires. D'un autre côté, la reprise économique n'est toujours pas assurée en Suisse. La Banque nationale suit attentivement l'expansion des liquidités. Elle veut cependant éviter de compromettre la reprise de l'économie suisse en durcissant trop tôt sa politique monétaire. C'est pourquoi elle poursuivra sa politique monétaire expansionniste et continuera à soutenir le redressement de l'activité économique. Les placements en francs suisses resteront peu attractifs. A l'avenir également, la Banque nationale entend lutter résolument contre un durcissement indésirable des conditions monétaires qui résulterait d'une forte revalorisation du franc face à l'euro.

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



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

	2003	2004	2005
Inflation annuelle moyenne en %	0,5	0,2	1,0

Situation économique et monétaire en Suisse

Rapport destiné à la Direction générale, pour l'examen trimestriel de la situation, et au Conseil de banque

Le rapport a été approuvé le 18 septembre 2003.

Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Sauf indication contraire, les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et d'autres incidences particulières.

1 Environnement international

Au cours du deuxième trimestre de 2003, les perspectives de reprise de la conjoncture mondiale se sont améliorées. La fin du conflit irakien a réchauffé le climat dans de nombreux pays. La pneumopathie SRAS, qui avait paralysé des pans entiers de l'économie en Asie orientale et fortement affecté le tourisme international, a pu être enrayerée. Le rétablissement de la situation financière de beaucoup d'entreprises a contribué au redressement des cours des actions. Vers le milieu de l'année, les producteurs et consommateurs ont commencé eux aussi à reprendre confiance, et les commandes ont progressé.

L'amélioration des perspectives conjoncturelles a réduit le risque de basculer dans une déflation. D'un autre côté, aucun indice d'un regain imminent des tensions inflationnistes n'était perceptible. Les banques centrales ont ainsi disposé d'une marge de manœuvre pour continuer, par des taux d'intérêt bas, à soutenir la conjoncture. Après la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale des Etats-Unis, qui ont toutes deux réduit leurs taux directeurs en juin, plusieurs autres banques centrales ont encore assoupli leur politique monétaire en juillet et en août.

1.1 Conjoncture

Croissance plus forte aux Etats-Unis ...

L'amélioration la plus sensible de la situation a été observée aux Etats-Unis. Le produit intérieur brut réel s'est accru de 3,1% (en taux annualisé) du pre-

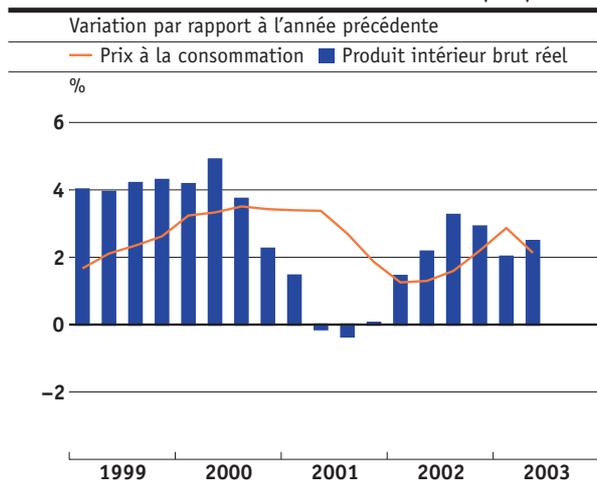
mier au deuxième trimestre, après 1,4% des trois derniers mois de 2002 au premier trimestre de 2003. Des impulsions ont découlé principalement de la consommation, tant privée que publique. Les investissements des entreprises se sont eux aussi redressés, grâce aux conditions de financement favorables, mais les exportations ont continué à souffrir de la faible demande étrangère.

Les allègements d'impôts, qui sont entrés en vigueur au milieu de l'année, ont sans doute donné un dynamisme accru à l'économie américaine au troisième trimestre. La production industrielle a progressé en juillet, alors qu'elle avait encore diminué au deuxième trimestre. Les commandes ont augmenté, et le climat s'est amélioré chez les producteurs. La confiance des consommateurs n'a marqué cependant qu'une légère embellie, ce qui s'explique par la situation toujours difficile sur le marché du travail. En juillet, le taux de chômage s'établissait à 6,2%, soit à son niveau du deuxième trimestre.

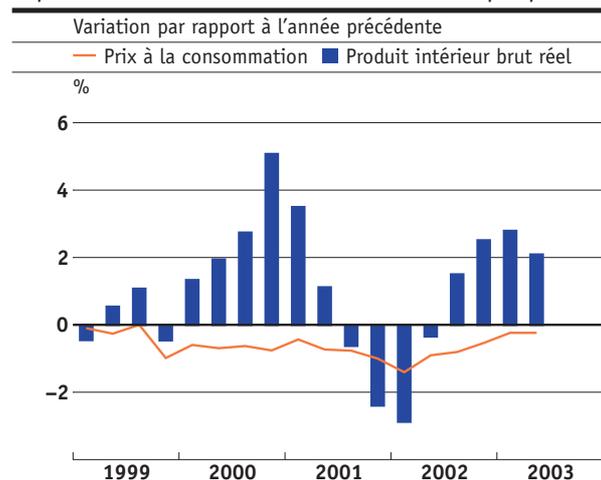
... et au Royaume-Uni

Au Royaume-Uni également, la conjoncture s'est renforcée au deuxième trimestre. Soutenu par la consommation privée et publique, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4% en taux annualisé, après 0,4% à la période précédente. Le taux de chômage a diminué, passant à 5%. Les perspectives conjoncturelles ont continué à s'améliorer. Selon les indicateurs avancés, les investissements devraient eux aussi retrouver de la vigueur au second semestre, de même que les exportations qui bénéficieront de la baisse de la livre sterling.

Etats-Unis Graphique 1.1



Japon Graphique 1.2



Source pour graphiques 1.1 et 1.2:
Banque des Règlements Internationaux (BRI)

Reprise étonnamment vive de la conjoncture au Japon

Au Japon, la croissance du produit intérieur brut réel s'est accélérée, passant en taux annualisés de 2,5% au premier trimestre à 3,9% au trimestre suivant; elle était ainsi sensiblement plus forte que prévu. Cette accélération a reposé principalement sur la demande intérieure et sur les exportations, lesquelles ont profité de la vigoureuse demande des Etats-Unis et de la Chine. Quant aux importations, elles ont fléchi sous l'effet du SRAS, qui a entraîné une notable diminution des voyages à l'étranger. Le taux de chômage est resté cependant à 5,4%, un niveau élevé pour le Japon.

Les indicateurs avancés préfigurent une nouvelle, mais modeste amélioration de la conjoncture. La situation toujours difficile sur le marché du travail devrait modérer la consommation privée en particulier. De surcroît, les problèmes structurels qui subsistent dans plusieurs secteurs continuent à peser sur l'économie japonaise.

Faible deuxième trimestre dans la zone euro

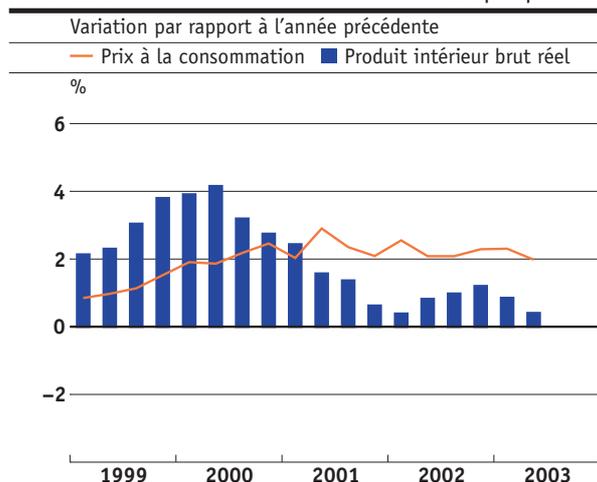
Contrairement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les pays de la zone euro ne sont pas parvenus à sortir de la stagnation économique au deuxième trimestre. Leur produit intérieur brut réel a reculé de 0,3% en taux annualisé, après une légère progression au premier trimestre. Les exportations ont été pénalisées notamment par la fermeté de l'euro, et les investissements ont diminué une fois encore. En revanche, la consommation privée a quelque peu soutenu la conjoncture. Des écarts considérables étaient toujours observés entre les pays de la zone euro. Le

produit intérieur brut réel a fléchi en Allemagne, en France et en Italie, mais augmenté dans plusieurs petits pays et en Espagne. En France, les mouvements de grèves ont contribué à freiner la conjoncture.

Premiers signes de retournement après le milieu de l'année

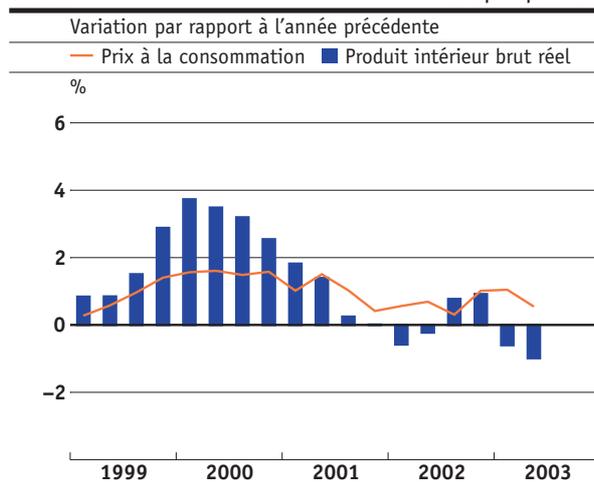
A partir du milieu de l'année, les perspectives ont commencé à marquer une amélioration dans la zone euro également. L'indice des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière, qui avait nettement chuté au premier semestre, s'est redressé en juillet et en août, et les entreprises ont porté des jugements plus optimistes. Selon les dernières enquêtes, la consommation privée devrait toutefois rester faible, quelque temps encore, du fait notamment du chômage toujours élevé. L'emploi a continué à diminuer au deuxième trimestre, et le taux de chômage a légèrement augmenté pour s'établir à 8,9% en juillet. La politique budgétaire expansionniste de nombreux pays – elle se traduit par des déficits publics croissants – devrait en revanche soutenir la conjoncture.

Zone euro Graphique 1.3



Source: BRI

Suisse Graphique 1.4



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

1.2 Evolution monétaire

Léger repli du renchérissement

Dans la zone de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), le renchérissement moyen – mesuré aux prix à la consommation – s'établissait à 1,8% en juillet, contre 2% en avril. La hausse des prix a faibli dans le secteur énergétique, mais les denrées alimentaires ont renchéri, en Europe et aux Etats-Unis, à la suite de la forte sécheresse.

Aux Etats-Unis, le renchérissement a diminué, passant de 2,3% en avril à 1,9% en juillet; l'inflation sous-jacente est restée cependant stable à 1,5%. Un léger repli a été observé également au Royaume-Uni, mais la hausse des prix était encore de près de 3%, soit un taux supérieur à l'objectif de 2,5%. Dans la zone euro, le renchérissement s'inscrivait à 1,9% en juillet, contre 2,1% en avril. Il a ainsi repassé dans la marge que la BCE assimile à la stabilité des prix. Au Japon enfin, la légère tendance déflationniste a persisté jusqu'en juillet (-0,2%).

Nouveaux assouplissements de la politique monétaire

Entre juin et août, plusieurs banques centrales ont relâché une nouvelle fois les rênes monétaires en vue de soutenir la conjoncture. Au début de juin, la BCE a ramené de 2,5% à 2% le taux de soumission minimal qu'elle applique aux opérations principales de refinancement. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a réduit son taux directeur de 0,25 point, à fin juin, pour le fixer à 1%. En juillet, la Banque d'Angleterre a ramené de 3,75% à 3,5% le taux de ses pensions de titres. De plus, les banques centrales du Danemark, de la Norvège, de la Suède et du Canada ont abaissé, en partie sensiblement, leurs taux directeurs. La Banque du Japon a quant à elle maintenu sa politique monétaire expansionniste.

Le 14 septembre, la Suède a rejeté, lors d'un référendum, l'introduction de l'euro. Comme le Royaume-Uni et le Danemark, ce pays reste ainsi membre de l'Union européenne, mais ne participe pas à l'Union monétaire.

Hausse des taux d'intérêt à long terme – Reprise des marchés des actions

Après avoir fléchi et enregistré leur plus bas niveau en juin, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté nettement en juillet et en août. Leur hausse, qui a été beaucoup plus forte aux Etats-Unis et au Japon qu'en Europe, s'explique notamment par l'amélioration des perspectives conjoncturelles. En comparaison à long terme, les rendements étaient cependant toujours à des niveaux bas au troisième trimestre.

Le redémarrage attendu de la conjoncture et le redressement des bilans et des bénéfices de nombreuses entreprises ont eu une influence positive sur les cours des actions. En moyenne du mois d'août, l'indice boursier mondial MSCI (Morgan Stanley Capital International) était supérieur de 18% à son niveau de mars, le plus bas de l'année.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Au cours des derniers mois, les signes d'une reprise de la conjoncture mondiale se sont multipliés. Les indices composites des indicateurs avancés de l'OCDE pour les trois grands espaces économiques ont fortement progressé, de sorte qu'on peut tabler sur une nouvelle amélioration de la conjoncture ces prochains mois. Une sensible accélération de la croissance est attendue, au second semestre, aux Etats-Unis, mais la reprise dans la zone euro devrait rester modeste jusqu'à la fin de l'année et ne prendre de l'ampleur qu'en 2004.

Des risques importants continuent cependant de peser sur le redressement de la conjoncture. Aux Etats-Unis, les impulsions découlant des allègements fiscaux pourraient perdre de leur intensité l'année prochaine. En Europe et au Japon, les faiblesses structurelles empêchent toujours une reprise autonome et reposant sur une large assise, de sorte que ces économies restent dépendantes du dynamisme de la conjoncture aux Etats-Unis et de l'évolution du dollar. Enfin, des secteurs qui avaient joué un rôle moteur dans la phase d'essor des années 1997 à 2000 sont toujours confrontés à des capacités excédentaires. Cette constatation s'applique en particulier à la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC) et au secteur financier.

Pour 2004, les participants à l'enquête consensuelle¹, qui a été publiée en septembre, tablent sur une croissance du produit intérieur brut réel de 3,9% aux Etats-Unis, de 2,6% au Royaume-Uni, de 1,7% dans la zone euro et de 1,2% au Japon.

Le Fonds monétaire international (FMI) escompte lui aussi une accélération de la croissance en 2004. A l'approche de sa réunion d'automne, il a révisé ses prévisions à la hausse (+0,5 point environ) tant pour les Etats-Unis (progression attendue en 2004: 3,9%) que pour le Japon (1,4%). Par contre, la croissance de la zone euro en 2004 sera de 1,9% seulement, alors qu'un taux de 2,3% était encore espéré au printemps dernier. Le FMI estime que de grosses incertitudes pèsent toujours sur la vigueur de la reprise. Comme le renchérissement devrait rester faible dans le proche avenir, il recommande aux banques centrales de poursuivre un temps encore leur politique monétaire ample et de soutenir ainsi le redressement de la conjoncture.

Prévisions

Tableau 1

	Croissance économique ²				Renchérissement ³			
	FMI		Prévisions consensuelles		FMI ⁴		Prévisions consensuelles	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Union européenne	0,8	2,0	0,8	2,0	2,0	1,6	2,0	1,5
Allemagne	0,0	1,5	0,0	1,6	1,0	0,6	1,0	0,9
France	0,5	2,0	0,4	1,7	1,9	1,7	2,0	1,6
Royaume-Uni	1,7	2,4	1,8	2,6	2,8	2,5	2,8	2,4
Italie	0,4	1,7	0,5	1,6	2,8	2,0	2,6	2,0
Etats-Unis	2,6	3,9	2,6	3,9	2,1	1,3	2,3	1,8
Japon	2,0	1,4	1,9	1,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4
Suisse	-0,4	1,4	-0,1	1,4	0,4	0,5	0,6	0,5

1 Il s'agit d'une enquête mensuelle menée auprès de quelque 200 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables.

Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

2 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente

3 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente
4 Renchérissement dans l'UE: zone euro: indice harmonisé; Royaume-Uni: sans coûts hypothécaires

Sources: FMI: Perspectives de l'économie mondiale (septembre 2003); prévisions consensuelles: Survey de septembre 2003

2 Situation monétaire

Entre juin et août, la Banque nationale a maintenu sa politique monétaire expansionniste, et les taux à très court terme sont restés proches de 0%. Par rapport au franc, l'euro a fluctué entre 1,53 et 1,56, alors que le dollar s'est sensiblement revalorisé, d'où des conditions monétaires encore plus favorables. Dans le sillage de la hausse que les taux d'intérêt à long terme ont enregistrée sur le plan mondial, les rendements ont sensiblement augmenté en Suisse, à partir du mois de juin, et les marchés des actions ont poursuivi le redressement qu'ils avaient amorcé en mars.

2.1 Taux d'intérêt

Resserrement des écarts entre les taux étrangers et suisses à court terme

Depuis le 6 mars 2003, la Banque nationale vise à maintenir le Libor pour les dépôts à trois mois en francs autour de 0,25%, soit au sein de la marge de fluctuation qu'elle a fixée à 0%–0,75%. En moyenne mensuelle, le Libor à trois mois a diminué, passant de 0,29% en mai à 0,26% en août. Il était ainsi très proche du niveau visé. Sur le marché monétaire, la courbe des taux est devenue légèrement plus raide, la rémunération des dépôts à douze mois ayant augmenté de 0,1 point, entre fin mai et fin août, pour s'établir à 0,5%. Pendant cette période, le rendement à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération était en moyenne inférieur de 16 points de base au Libor à trois mois.

En Europe et aux Etats-Unis, les baisses des taux directeurs de juin ont déclenché un repli des rémunérations à court terme. Entre mai et août, le Libor pour les dépôts à trois mois en dollars a fléchi, passant de 1,28% à 1,13%; l'Euribor à trois mois était quant à lui de 2,14% en août, contre 2,41% en mai.

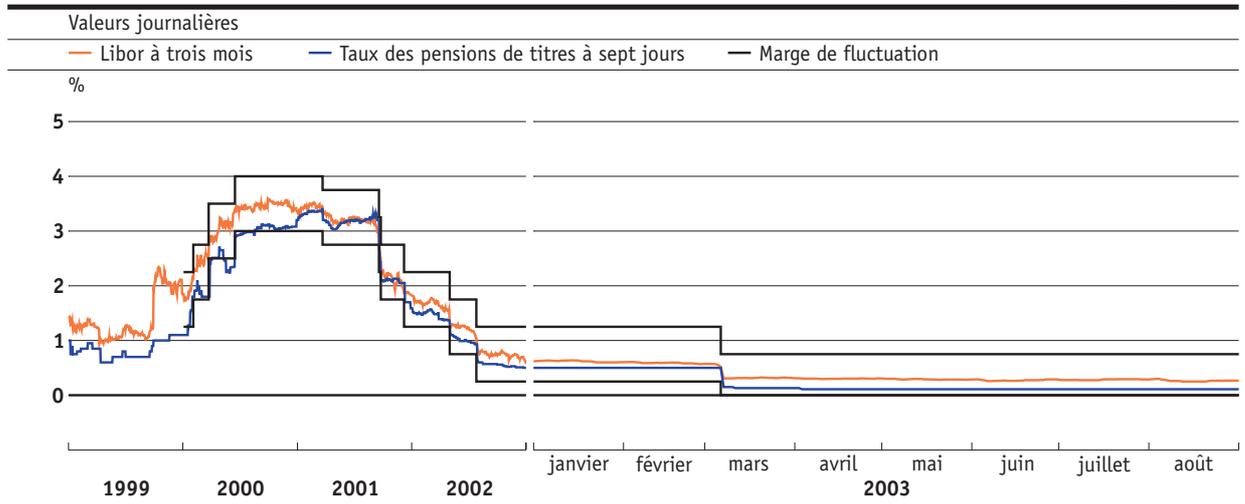
Si l'on prend les rémunérations des dépôts à trois mois, l'écart entre le dollar et le franc a diminué, passant de 99 points de base en mai à 87 points de base en août; entre l'euro et le franc, l'écart était de 188 points de base en août, contre 212 points de base en mai.

Plancher historique des rendements obligataires, puis rapide remontée

Sur le plan mondial, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont marqué un repli pour s'établir, à la mi-juin, à leurs niveaux les plus bas. Ils ont ensuite augmenté rapidement. En juin, le rendement d'un emprunt d'Etat américain d'une durée résiduelle de dix ans a, dans une première phase, diminué de 0,2 point, passant à 3,33%; puis il a augmenté pour atteindre 4,44% en août. Les rendements des titres d'Etat européens ont suivi une évolution analogue, mais moins prononcée; ils s'établissaient à 3,92% en mai, à 3,72% en juin et à 4,2% en août. Au Japon, les rendements ont plus que doublé, passant de 0,53% en juin à 1,12% en août.

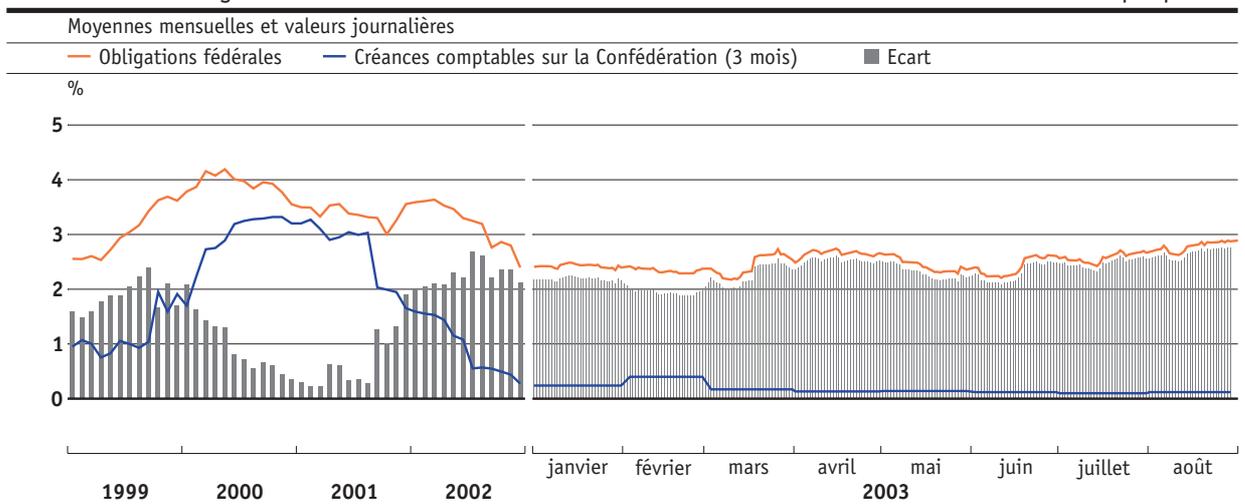
En Suisse, le rendement d'une obligation fédérale ayant une durée résiduelle de dix ans atteignait en moyenne 2,79% en août, contre 2,41% en juin. La prime de durée, c'est-à-dire l'écart entre les rendements à long et à court terme, a augmenté pendant cette période. Elle était de 2,29 points en juin et de 2,67 points en août.

En moyenne des mois de mai à août, le rendement d'une obligation fédérale à dix ans était inférieur de 1,27 point à celui des titres américains et de 1,42 point à celui des titres de l'UE, mais supérieur de 1,75 point à celui des titres japonais.



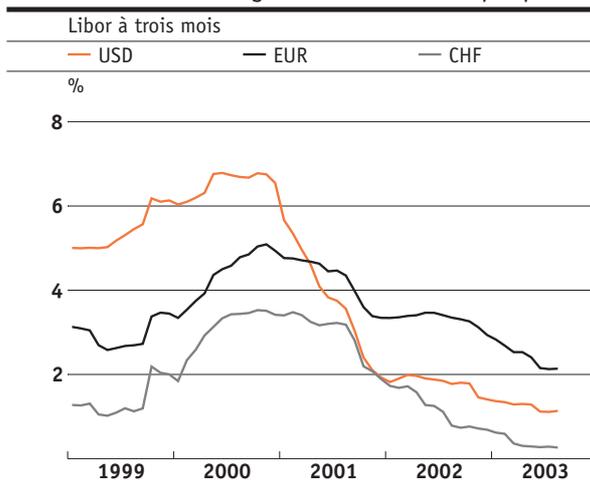
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



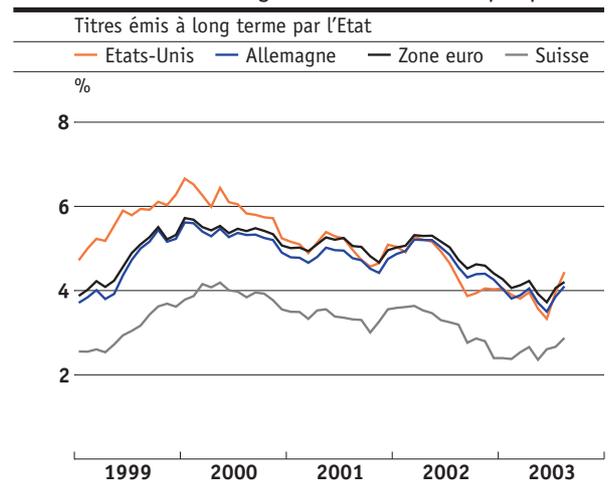
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.3



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.4



Source pour graphiques 2.1 et 2.3: BNS

Graphique 2.2: Obligations fédérales: rendement moyen jusqu'à fin 2000, puis taux d'intérêt au comptant pour titres d'une durée de 10 ans. Créances comptables sur la Confédération: rendement le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de

la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

Graphique 2.4: Etats-Unis: rendement, sur le marché secondaire, des titres à 10 ans d'échéance du Trésor américain; Allemagne: rendement d'obligations fédérales, cotées en bourse, à 10 ans d'échéance; Suisse: rendement d'obligations fédérales; voir graphique 2.2. Source: BRI

Nouvelles baisses des taux des obligations de caisse, des fonds d'épargne et des hypothèques

Les taux d'intérêt appliqués aux obligations de caisse, aux dépôts d'épargne et aux hypothèques ont continué leur mouvement de repli jusqu'en août. Bien que la rémunération des obligations de caisse et le rendement des emprunts de la Confédération suivent généralement la même tendance et que les rendements obligataires aient marqué une sensible hausse, les grandes banques ont ramené le taux d'intérêt moyen de leurs obligations de caisse de 1,59% à 1,48% entre début mai et début août.

Grâce aux possibilités de refinancement plus favorables, les banques cantonales ont réduit le taux d'intérêt qu'elles appliquent aux nouvelles hypothèques; ce taux était de 3,27% début mai et de 3,17% début août. Dans la même période, les banques cantonales ont ramené de 3,49% à 3,27% le taux des anciennes hypothèques. Au cours des dix dernières années, le taux hypothécaire a ainsi fléchi de plus de 4 points. En août, les banques cantonales servaient sur les fonds d'épargne une rémunération de 0,53%, un taux qui est lui aussi à un plancher historique.

Forte reprise des marchés des actions

Pendant les mois de juin à août, les bourses ont poursuivi le mouvement de hausse qu'elles avaient amorcé en mars et, ainsi, atteint de nouveaux sommets annuels à fin août. S'établissant à 9400 points environ à fin août, l'indice Dow Jones dépassait de quelque 1900 points, ou de 25%, son niveau le plus bas de l'année, observé en mars. Le Swiss Market Index (SMI) a regagné 40% entre mars (3700 points) et fin août (5100 points); néanmoins, il était toujours très inférieur à son record de plus de 8000 points qu'il avait enregistré en 2000.

2.2 Cours de change

Raffermisssement du dollar

Après avoir faibli presque sans interruption depuis le début de 2002, le dollar a inversé sa tendance en juin. Il s'est alors raffermi très nettement face à l'euro. En effet, l'euro s'échangeait à 1,19 dollar – son niveau le plus haut – à la mi-juin et à moins de 1,09 dollar en août. Entre juin et août, la monnaie américaine a regagné également 1,6% sur le yen japonais et 1,4% sur la livre sterling.

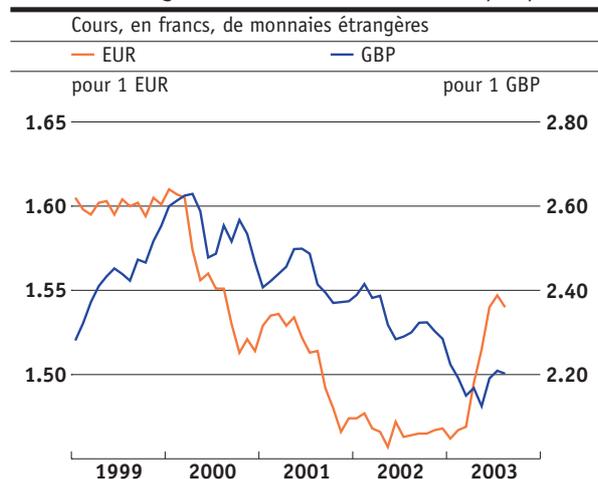
En données pondérées par les exportations, la valeur extérieure du yen a elle aussi augmenté. La relation de change entre le yen et le dollar a relativement peu fluctué – la monnaie américaine est restée entre 117 et 120 yens – du fait des interventions que la banque centrale japonaise a effectuées sur les marchés des changes. En revanche, le yen s'est revalorisé par rapport à l'euro; la monnaie européenne valait 128 yens à fin août, contre 140 yens à fin mai.

Nouvel affaiblissement du franc

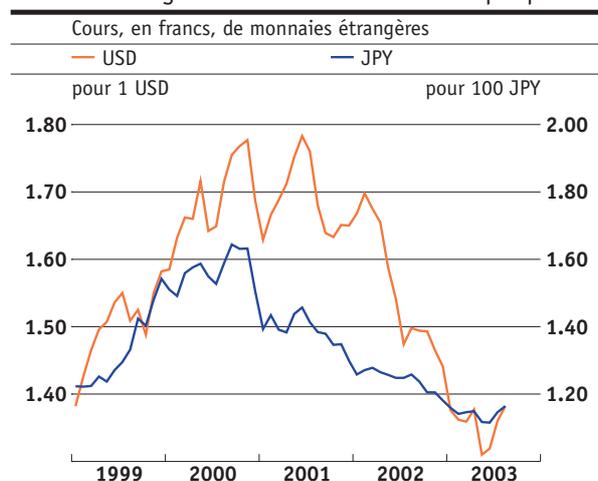
La valeur extérieure du franc a sensiblement faibli entre juin et août. L'euro a fluctué dans une marge comprise entre 1,53 et 1,55 franc. Par contre, le dollar s'est redressé, passant dans cette période de 1,29 à 1,41 franc. De plus, la monnaie japonaise et la livre sterling ont elles aussi regagné du terrain face au franc. En effet, 100 yens valaient 1,09 franc en juin et 1,20 franc en août; quant à la livre sterling, elle s'échangeait à 2,23 francs en août, contre 2,13 francs en juin. Ainsi, la tendance à la hausse que marquait le franc depuis deux ans vis-à-vis du dollar, du yen et de la livre sterling a pris fin.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a diminué de 3,4% entre mai et août. Son affaiblissement s'est donc accentué par rapport à la période précédente; il a été particulièrement fort face aux monnaies d'Amérique du Nord (-5,8%), d'Asie (-5%) et d'Europe (-2,6%).

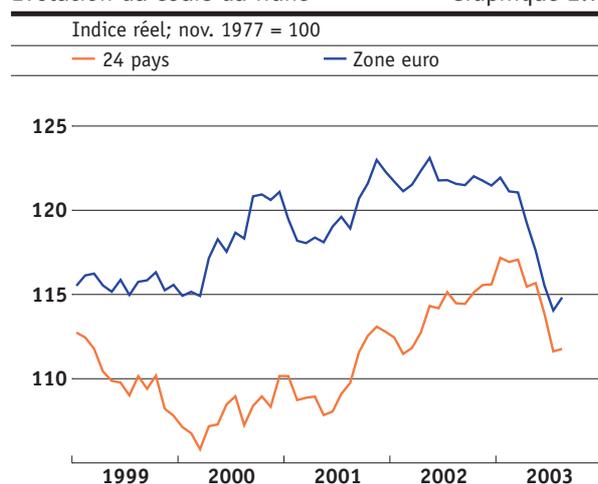
Cours de change Graphique 2.5



Cours de change Graphique 2.6



Evolution du cours du franc Graphique 2.7



Source pour graphiques 2.5 à 2.7: BNS

2.3 Agrégats monétaires

Forte croissance des avoirs en comptes de virements

En données corrigées des variations saisonnières, les billets en circulation ont augmenté au premier semestre de 2003, alors qu'ils avaient stagné l'année précédente. Du premier au deuxième trimestre, ils se sont accrus de 4,8% en taux annualisé. Après une faible progression en juillet, les billets en circulation se sont repliés légèrement en août.

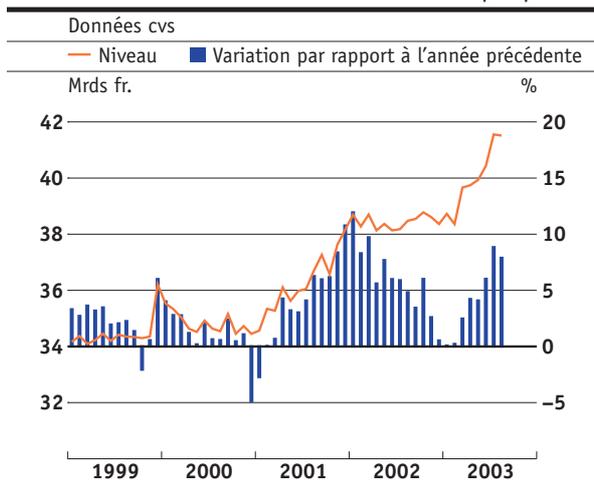
Depuis la baisse du Libor à trois mois, en mars dernier, les avoirs en comptes de virements ont marqué une vive expansion. En août, ils atteignaient 5,6 milliards de francs et dépassaient ainsi de 2,3 milliards le niveau observé un an auparavant. La monnaie centrale désaisonnalisée, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements, était supérieure de 7,9% à son niveau d'août 2002.

Après plusieurs trimestres caractérisés par une expansion due surtout aux grosses coupures (1000 francs), les autres coupures ont elles aussi augmenté sensiblement au deuxième trimestre. Par rapport au premier trimestre, les petites coupures (10, 20 et 50 francs) se sont accrues de 5,2% en taux annualisé, les coupures moyennes (100, 200 et 500 francs), de 5,4%, et les grosses coupures, de 7%. En juillet et en août, seules les grosses coupures ont encore légèrement progressé, les petites et moyennes coupures ayant stagné.

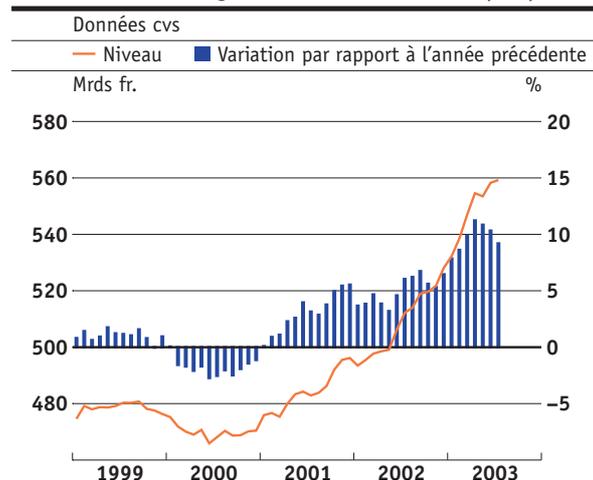
Expansion moins vive des agrégats monétaires

Les agrégats monétaires au sens large, soit M_1 , M_2 et M_3 , ont augmenté moins fortement au cours des mois de mai à juillet. Par conséquent, leurs taux annuels de croissance se sont repliés, après avoir atteint, en avril et mai, des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis longtemps. En juillet, M_1 dépassait de 23,8% son niveau du mois correspondant de 2002; les taux de croissance de M_2 et de M_3 s'établissaient à respectivement 19,8% et 9,2%.

Monnaie centrale Graphique 2.8



Masse monétaire M_3 Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.8 et 2.9: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	2001	2002	2002			2003				
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juin	juillet	août
Billets en circulation ¹	33,0	35,1	34,9	34,4	35,4	35,7	35,5	35,5	35,5	35,2
Variation ²	4,7	6,3	7,3	5,2	2,4	-0,4	2,0	2,8	2,4	2,1
Avoirs en comptes de virements ¹	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,6	4,3	4,7	5,5	5,6
Variation ²	0,2	0,4	-0,3	-1,6	3,6	18,4	32,4	37,0	79,6	68,7
MC ^{1,3}	36,3	38,4	38,1	37,8	38,8	39,4	39,9	40,2	41,1	40,8
MCD^{1,4}	36,3	38,4	38,2	38,4	38,6	38,9	40,0	40,4	41,6	41,5
Variation ²	4,1	6,0	6,4	4,7	3,0	0,9	4,8	6,0	8,8	7,9

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	2001	2002 ^p	2002			2003				
			2e trim. ^p	3e trim. ^p	4e trim. ^p	1er trim. ^p	2e trim. ^p	juin ^p	juillet ^p	août ^p
Numéraire en circulation	5,1	5,1	6,8	3,6	0,1	-0,7	2,2	2,7	2,2	2,5
Dépôts à vue	-0,7	11,7	6,5	17,5	18,1	27,5	44,5	39,9	36,5	38,8
Comptes de transactions	1,6	8,5	8,3	9,7	8,0	9,5	12,8	12,7	14,4	13,9
M₁	1,0	9,6	7,2	12,5	11,6	16,6	26,6	24,7	23,8	24,8
Dépôts d'épargne	-6,1	9,9	8,7	12,8	14,6	15,3	15,6	15,7	14,9	13,8
M₂	-2,3	9,7	7,9	12,7	12,9	16,0	21,6	20,6	19,8	19,8
Dépôts à terme	26,9	-11,0	-9,3	-14,4	-19,0	-18,5	-31,7	-31,5	-34,3	-33,6
M₃	3,1	5,0	3,9	6,3	5,8	8,8	10,8	10,3	9,2	9,9

1 Moyenne des valeurs mensuelles, en milliards de francs; en regard des mois figurent les moyennes des valeurs journalières.

2 En % par rapport à l'année précédente

3 Monnaie centrale = billets en circulation + avoires en comptes de virements

4 Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale divisée par les coefficients saisonniers

5 Définition 1995; variation en % par rapport à l'année précédente

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et recours au marché des capitaux

Légère progression des crédits à la clientèle suisse au deuxième trimestre

Les crédits à la clientèle suisse englobent tous les prêts que les banques accordent à des débiteurs domiciliés en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. Ils se composent des créances sur la clientèle – en blanc et gagées – ainsi que des créances hypothécaires. Du total des crédits à la clientèle suisse, 86% étaient gagés (soit les créances gagées sur la clientèle et les créances hypothécaires). Les créances hypothécaires formaient 91% des crédits gagés.

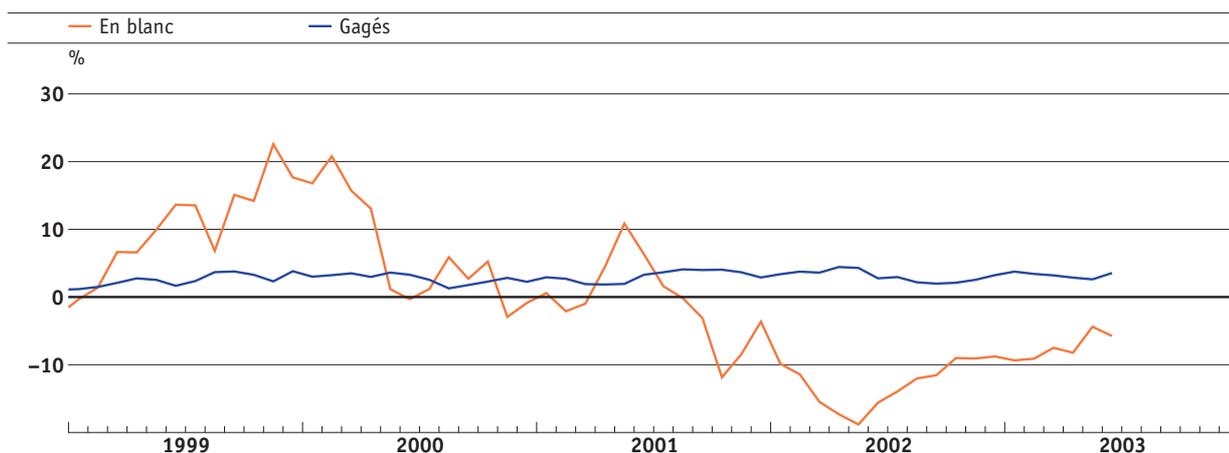
Du premier au deuxième trimestre, le total des crédits à la clientèle suisse a augmenté de 1%. La progression des créances en blanc a été un peu plus forte, soit de 1,5%, mais ces créances étaient toujours très inférieures à leur montant du deuxième trimestre de 2002. Après une légère augmentation au début de l'année, les créances gagées sur la clientèle ont de nouveau diminué (-2,3% au deuxième trimestre); elles étaient ainsi inférieures de 20% à leur point culminant de février 2002.

L'augmentation des créances en blanc sur la clientèle a compensé la diminution des créances gagées; par conséquent, le total des créances sur la clientèle a stagné du premier au deuxième trimestre. Quant aux créances hypothécaires, elles ont continué à croître, progressant de 1,3% d'un trimestre à l'autre.

Pour la première fois depuis longtemps, les crédits des grandes banques ont augmenté davantage (+0,9% d'un trimestre à l'autre) que ceux des banques cantonales et que ceux des banques régionales. Les banques Raiffeisen ont accru les leurs de 3,9%. Ainsi, elles venaient en tête, comme au premier trimestre, pour la croissance des crédits à la clientèle suisse.

Taux annuels de variation des crédits gagés et en blanc

Graphique 2.10



Présence dominante des débiteurs étrangers sur le marché obligataire suisse

Les débiteurs étrangers, qui ont émis des obligations pour 11 milliards de francs au deuxième trimestre, ont été une fois encore les plus importants émetteurs sur le marché suisse des capitaux. Les débiteurs suisses ont emprunté 7,7 milliards de francs, contre 10,5 milliards au premier trimestre; à elles seules, les collectivités publiques – Confédération, cantons et communes – ont levé 5 milliards de francs environ. Les remboursements ont porté sur une somme nettement inférieure à celle, élevée, du premier trimestre. Cette diminution s'explique notamment par le fait que les emprunts bancaires arrivés à échéance étaient beaucoup moins nombreux au deuxième trimestre qu'au premier. Par conséquent, le recours net au marché des capitaux par les émis-

sions d'emprunts obligataires s'est accru, passant de 3,5 milliards au premier trimestre à 5,7 milliards de francs le trimestre suivant. Les émissions d'actions ont porté sur 0,1 milliard de francs, leur montant trimestriel le plus faible des cinq dernières années. Alors que les augmentations de capital de Zurich Financial Services et de la Banque Cantonale Vaudoise avaient gonflé les chiffres des deux trimestres précédents, aucune grosse émission d'actions n'a eu lieu au deuxième trimestre. Après déduction des remboursements, soit 0,8 milliard de francs provenant de réductions de capital-actions, le prélèvement net opéré sur le marché des capitaux par les émissions d'actions a été négatif (-0,7 milliard de francs).

Recours au marché des capitaux en milliards de francs

Tableau 4

	2001	2002	2002			2003	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	73,4	77,3	20,5	13,6	19,3	23,2	18,7
Conversions/remboursements	60,4	60,5	9,4	19,7	17,7	19,2	13,7
Recours net	13,0	16,8	11,1	-6,1	1,5	4,0	5,0
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	27,0	26,2	9,2	5,5	3,4	10,5	7,7
Conversions/remboursements	21,1	22,5	4,0	5,5	6,0	8,9	4,2
Recours net	5,9	3,7	5,3	0,0	-2,6	1,5	3,5
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	12,3	7,4	0,2	0,7	5,1	1,3	0,1
Remboursements	7,3	9,1	0,9	6,6	0,8	0,8	0,8
Recours net	5,0	-1,7	-0,8	-5,9	4,3	0,5	-0,7
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	34,0	43,7	11,1	7,4	10,8	11,5	11,0
Remboursements	32,0	28,9	4,4	7,6	11,0	9,5	8,7
Recours net ³	2,1	14,8	6,7	-0,2	-0,2	2,0	2,2

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Nouvelle détérioration de la situation conjoncturelle au deuxième trimestre

En Suisse, le produit intérieur brut réel a diminué de 1,2% au deuxième trimestre; son repli n'a ainsi pas atteint l'ampleur observée au premier trimestre (chiffres révisés). En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a fléchi de 1%, après 0,6% au premier trimestre. La consommation – privée et publique – a continué à soutenir la conjoncture, alors que les investissements et les exportations ont une nouvelle fois reculé. La baisse de la demande globale s'est traduite également par un nouveau et sensible fléchissement des importations, ce qui a atténué les effets de cette baisse sur le produit intérieur brut réel.

Au deuxième trimestre, la situation est restée déprimée dans le secteur industriel. L'indice des directeurs d'achats (PMI) s'établissait à 44,2%, soit bien au-dessous de la barre des 50%, laquelle indique une production inchangée. Les résultats des enquêtes mensuelles du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ allaient dans le même sens. Les entrées de commandes ont encore faibli, et les entreprises ont en majorité annoncé des baisses de production.

Les chiffres publiés en septembre par l'Office fédéral de la statistique (OFS) confirment ce tableau. La production de l'industrie manufacturière a encore diminué du premier au deuxième trimestre; elle était inférieure de 3,1% au niveau observé un an auparavant.

Produit intérieur brut

Aux prix de 1990; contributions en points à la croissance annuelle du PIB

Tableau 5

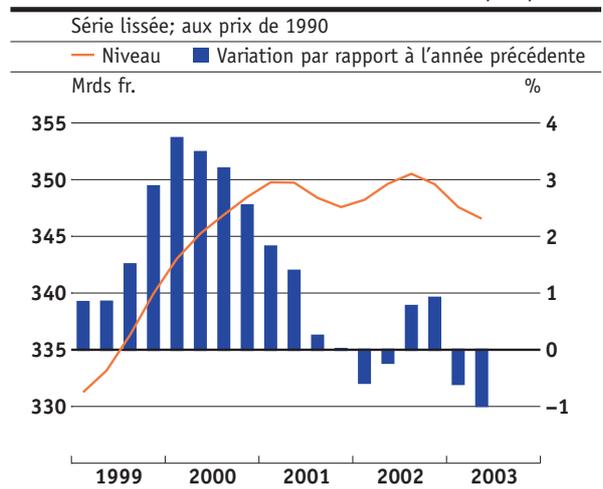
	2001	2002	2002			2003	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Consommation privée	1,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
Formation de capital fixe	-0,9	-1,0	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,9
Constructions	-0,4	0,2	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0
Biens d'équipement	-0,5	-1,3	-1,9	-0,9	-0,6	-0,2	-0,9
Demande intérieure finale	0,7	-0,3	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,1
Stocks	0,0	-0,9	0,8	-2,2	-1,2	-0,4	-3,6
Exportations, total	0,0	-0,2	-1,3	1,4	0,8	0,3	-0,3
Demande globale	0,7	-1,4	-1,2	-0,5	-0,2	0,1	-4,0
Importations, total	-0,1	-1,6	-1,0	-1,3	-1,1	0,7	-3,0
PIB	0,9	0,2	-0,2	0,8	0,9	-0,6	-1,0

Sources: OFS et seco

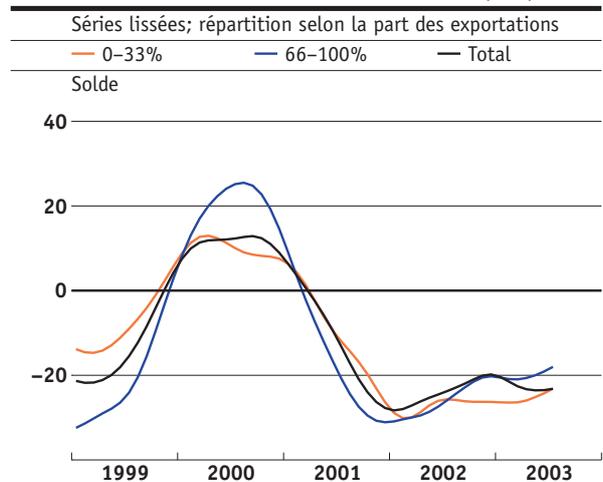
Amélioration des perspectives conjoncturelles vers le milieu de l'année

Plusieurs indicateurs incitent toutefois à penser que le creux de la vague a été franchi, au deuxième trimestre, en Suisse. En juillet et en août, le PMI a retrouvé la barre des 50%. De plus, une amélioration est ressortie de l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. L'indice synthétique de la marche des affaires dans l'industrie, qui réunit quatre indicateurs, s'est stabilisé en juillet et en août. La production a certes encore diminué, mais les stocks excessifs de produits intermédiaires et finis ont pu être réduits une nouvelle fois. Plus important encore, le recul des commandes a cessé. Le revirement a été très net du côté de l'industrie d'exportation. Celle-ci a annoncé une progression des commandes et s'attendait à une demande sensiblement plus ferme à court et à moyen terme. Des différences subsistaient cependant d'une branche à l'autre. Les producteurs de matières premières et produits semi-finis, de biens de consommation non durables et de biens d'équipement ont bénéficié d'une amélioration de leur situation. Par contre, les fabricants de biens de consommation durables ont encore montré de la réserve quant à la marche de leurs affaires.

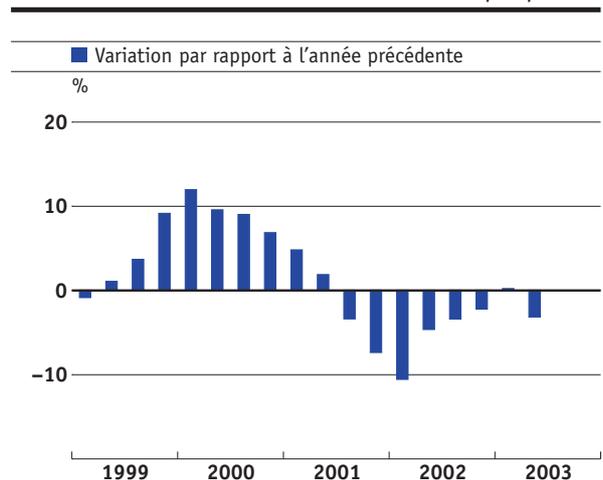
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marche des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

Graphique 3.2: Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis.
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

D'un trimestre à l'autre, les exportations de biens et de services ont encore reculé au deuxième trimestre, mais à un rythme plus lent. En comparaison annuelle, elles ont diminué de 0,7%. Les biens et les services ont marqué des évolutions divergentes. Par rapport au deuxième trimestre de 2002, les exportations de biens ont fléchi, tandis que celles de services ont progressé (3,6%), pour la première fois depuis trois ans, grâce surtout à la forte reprise des primes encaissées par les assurances privées et au net ralentissement de la baisse des commissions bancaires.

A la suite de la faiblesse de la demande intérieure et de la contraction des exportations, les importations de biens et de services ont fléchi. En comparaison annuelle, elles ont enregistré une baisse de 6,8%. Le fort recul des importations de biens (-7,8%) a été compensé en partie par une légère augmentation du côté des services (2,3%).

Repli des exportations de biens

Selon la Direction générale des douanes (DGD), les exportations de biens étaient inférieures de 1%, au deuxième trimestre, à leur niveau de la période correspondante de 2002. D'un trimestre à l'autre, les livraisons à l'étranger de biens de consommation, en particulier de produits pharmaceutiques et de montres, ont une fois encore reculé sensiblement. Les exportations de matières premières et produits semi-finis ont elles aussi continué à régresser. En revanche, celles de biens d'équipement ont marqué une progression qui n'était pas attendue. Leur légère croissance s'explique notamment par la vente d'avions de Swiss. Les ventes à l'étranger de machines pour l'industrie, d'appareils électriques et d'instruments de précision ont cependant continué à diminuer. En comparaison annuelle, les exportations de biens d'équipement ont quelque peu augmenté, mais celles de matières premières et produits semi-finis ainsi que de biens de consommation ont fléchi.

Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Tableau 6

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2001	2002	2002			2003	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	2,9	1,8	0,5	5,3	5,4	-0,4	-1,0
Matières premières et produits semi-finis	-1,5	-0,4	1,6	1,0	5,8	2,5	-0,8
Biens d'équipement	-0,4	-4,4	-5,7	-2,0	2,8	-0,1	3,3
Biens de consommation	9,4	8,5	4,9	14,6	7,3	-2,4	-4,4
Valeurs moyennes à l'exportation	1,2	-2,7	-0,5	-3,9	-4,3	0,6	-3,7

Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Tableau 7

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2001	2002	2002			2003	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	1,1	-2,5	-0,6	-1,3	-1,7	2,8	-6,8
Matières premières et produits semi-finis	0,1	-2,5	-2,6	0,5	2,8	5,5	-7,2
Energie	7,9	-2,1	-0,8	-1,7	-11,1	-11,1	-4,8
Biens d'équipement	-5,0	-6,2	-7,9	-2,0	-2,3	1,5	-3,3
Biens de consommation	5,8	0,0	6,2	-2,0	-2,9	3,5	-8,9
Valeurs moyennes à l'importation	0,1	-2,9	-2,9	-3,5	-2,2	-1,3	-1,4

1 Les exportations réelles de biens selon la Direction générale des douanes (total 1) correspondent aux exportations réelles de biens publiées par le seco, à l'exclusion des exportations d'énergie électrique et du sous-groupe «Autres produits divers».

2 Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1)
Source: Direction générale des douanes

Demande toujours faible de l'Europe

En valeur, les exportations de biens suisses vers l'UE ont gagné un peu en vigueur, mais étaient encore inférieures de 1,4% à leur niveau du deuxième trimestre de l'année précédente. Les livraisons à l'Allemagne ont faiblement progressé, alors que les flux vers la France, l'Italie et le Royaume-Uni ont reculé. En revanche, les ventes aux pays d'Europe centrale ont continué à croître; elles dépassaient de 4,7% leur niveau de la période correspondante de 2002.

Diminution des exportations de biens vers les Etats-Unis et l'Asie

La faiblesse du dollar a pesé, au deuxième trimestre également, sur les échanges avec les Etats-Unis et les autres pays qui facturent en dollars. En valeur, les exportations de biens vers les Etats-Unis sont restées orientées à la baisse. Par rapport au deuxième trimestre de l'année précédente, elles ont chuté de 18,1%. Les livraisons aux économies émergentes d'Asie ont elles aussi fortement reculé (-13,8%). Les ventes au Japon et à la Chine ont continué à progresser en comparaison annuelle (7,3% et 14,8%), mais ont perdu de leur dynamisme. Quant à la demande des Etats de l'OPEP, elle est restée anémique.

Fort recul des importations de biens

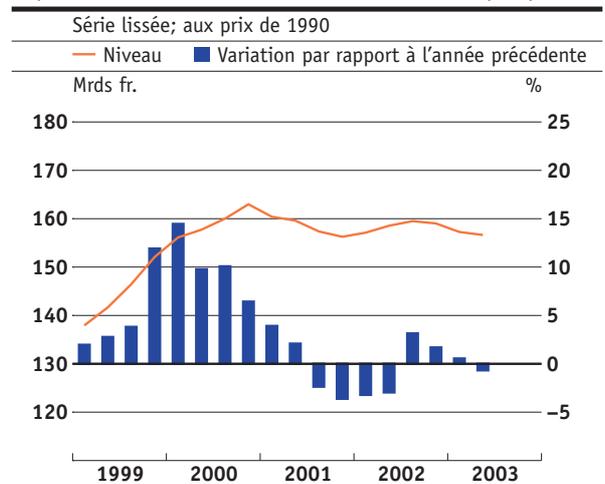
Le recul que les importations de biens ont marqué, en volume, à partir de mars s'est poursuivi au deuxième trimestre³. En comparaison annuelle, les achats de biens à l'étranger ont fléchi de 6,8%, après une augmentation de 2,8% au premier trimestre. Ceux de matières premières et produits semi-finis ainsi que de biens d'équipement ont chuté dans de

fortes proportions. Du côté également des biens de consommation, le repli s'est accéléré par rapport au trimestre précédent.

Baisse des prix à l'exportation et à l'importation

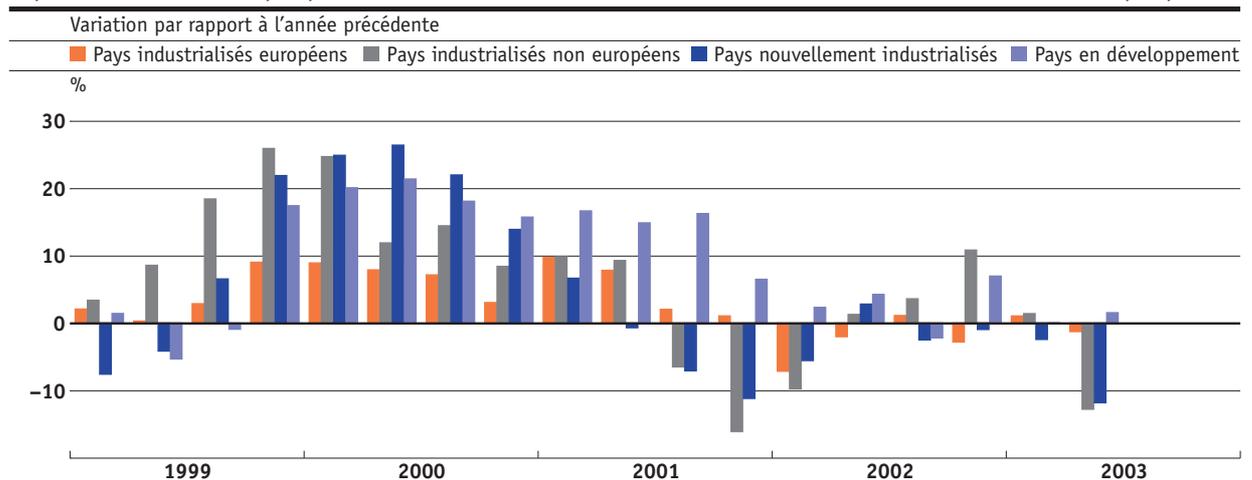
Mesurés aux valeurs moyennes établies par la Direction générale des douanes, les prix à l'exportation étaient, au deuxième trimestre, inférieurs de 3,7% au niveau observé un an auparavant; ils avaient augmenté légèrement au premier trimestre. Quant aux prix à l'importation, ils ont eux aussi diminué en comparaison annuelle, à savoir de 1,4%. A la suite de ces évolutions, les termes de l'échange, soit le rapport entre les prix à l'exportation et à l'importation, se sont détériorés de 2,3%. La faiblesse du franc face à l'euro a sans doute contribué notablement à cette détérioration.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



3 Les importations réelles de biens selon la Direction générale des douanes (total 1) correspondent aux importations réelles de biens publiées par le seco, à l'exclusion des importations d'énergie électrique et du sous-groupe «Autres produits divers».

Graphique 3.4: Estimations trimestrielles, annualisées; sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1). Source: seco

Graphique 3.5: Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1). Source: Direction générale des douanes

Retournement de tendance possible au troisième trimestre

Les exportations de biens semblent avoir franchi le creux de la vague au milieu de l'année. En juillet et en août, elles n'ont plus diminué d'un mois à l'autre. En moyenne de cette période, les ventes de biens à l'étranger étaient cependant encore inférieures de 1,6% (en données corrigées des jours ouvrables) au niveau observé un an auparavant. En juillet, les commandes ont commencé à se redresser légèrement, et les exportateurs ont porté des jugements plus optimistes sur leurs perspectives.

L'évolution des importations incite elle aussi à plus d'optimisme. Les achats à l'étranger de biens de consommation ont retrouvé un peu de vigueur en juillet et août, tandis que ceux de matières premières et produits semi-finis se sont stabilisés. Par contre, ceux de biens d'équipement ont encore fléchi. En moyenne de ces deux mois, les importations de biens atteignaient leur niveau de la période correspondante de 2002.

Excédent légèrement accru de la balance des transactions courantes

En comparaison annuelle, les exportations de biens ont diminué de 4,4%, en valeur, au deuxième trimestre; quant aux importations, elles ont fléchi de 8,1%. La balance commerciale (commerce spécial; total 1) a ainsi dégagé un excédent de 2,5 milliards de francs, contre 1,4 milliard au deuxième trimestre de l'année précédente⁴. Les échanges de biens (y compris l'énergie électrique ainsi que les métaux précieux, pierres gemmes, etc.) se sont soldés eux aussi par un excédent (2,2 milliards de francs).

Par rapport au deuxième trimestre de l'année précédente, le solde actif de la balance des services a progressé de 0,4 milliard, passant à 4,9 milliards de francs. Cette augmentation s'explique principalement par les recettes plus élevées que les compagnies d'assurances ont tirées de leurs opérations transfrontières. Par contre, les commissions encaissées par les banques ont encore reculé, mais à un rythme nettement plus faible. L'excédent des revenus de facteurs – travail et capital – s'est quant à lui accru de 1,1 milliard pour atteindre 5,2 milliards de francs; les recettes nettes provenant des investissements directs et des autres placements de capitaux ont contribué à cette progression. Ainsi, la balance des transactions courantes a enregistré un solde actif de 12,2 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 8 milliards un an auparavant. Sa contribution au produit intérieur brut nominal a augmenté, passant de 7,5% au deuxième trimestre de 2002 à 11,7% à la même période de 2003.

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	2001 ⁵	2002 ⁶	2002 ⁶			2003 ⁷	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Biens	-4,6	5,2	0,7	2,0	2,1	-0,2	2,2
Commerce spécial ⁸	1,7	7,3	1,4	1,9	3,1	0,5	2,5
Services	22,1	22,1	4,5	5,7	4,7	7,2	4,9
Tourisme	2,1	1,9	-0,1	0,3	0,3	1,5	0,0
Revenus du travail et de capitaux	25,5	17,9	4,1	5,3	4,8	4,6	5,2
Revenus de capitaux	34,0	27,1	6,4	7,6	7,2	7,2	7,8
Transferts courants	-6,7	-6,5	-1,4	-1,5	-1,4	-1,6	-0,1
Total de la balance	36,2	38,6	8,0	11,6	10,2	10,0	12,2

4 Selon total 1

5 Chiffres révisés

6 Chiffres provisoires

7 Estimations

8 Total 1

3.3 Investissements

Les investissements ont continué à diminuer au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, une légère progression a été observée dans la construction, alors que la tendance à la baisse s'est accentuée du côté des biens d'équipement. En comparaison annuelle, les investissements – biens d'équipement et constructions – ont fléchi en termes réels de 3,6%, contre 0,5% au premier trimestre.

Activité plus soutenue dans le secteur du logement

Globalement, la construction a été caractérisée par une léthargie. En termes réels, les investissements en constructions ont légèrement augmenté d'un trimestre à l'autre, mais stagné en comparaison annuelle. Le secteur du logement a apporté un soutien à l'ensemble. En effet, l'activité dans ce secteur – nombre de logements en construction – a de nouveau progressé vigoureusement. Par contre, il ressort de l'enquête menée par la Société suisse des entrepreneurs (SSE) que le génie civil et les constructions industrielles et artisanales ont encore reculé.

Dans l'ensemble, peu d'impulsions venant de la construction

Les investissements en constructions ne contribueront sans doute pas sensiblement à la croissance au cours des prochains trimestres. Le bas niveau des taux hypothécaires et la diminution des prix dans la construction devraient continuer à stimuler l'activité dans le secteur du logement, ce que confirment le nombre des autorisations de construire, depuis longtemps en augmentation, et l'évolution des projets annoncés par la SSE. Mais la reprise dans ce secteur est contrebalancée par le fléchissement ininterrompu

dans les autres. Ainsi, la détérioration de l'emploi et les nombreux locaux commerciaux qui sont à louer devraient encore peser sur la construction d'immeubles commerciaux. De plus, aucune impulsion ne devrait venir du génie civil du fait de la situation financière des collectivités publiques.

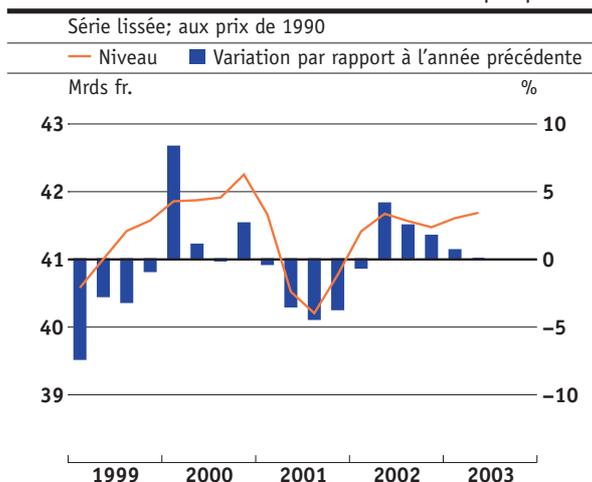
Baisse accélérée des investissements en biens d'équipement

Après avoir faibli au premier trimestre, la tendance au repli des investissements en biens d'équipement s'est accentuée. En comparaison annuelle, les investissements en biens d'équipement ont chuté de 7,3% au deuxième trimestre, contre 1,5% au premier. Les importations de biens d'équipement ont elles aussi reculé à un rythme accru. Au deuxième trimestre, elles étaient inférieures de 5,2% à leur niveau de la période correspondante de 2002. De plus, les ventes de biens d'équipement suisses sur le marché intérieur étaient toujours en diminution selon l'enquête que Swissmem – l'organisation faîtière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux – a effectuée au deuxième trimestre.

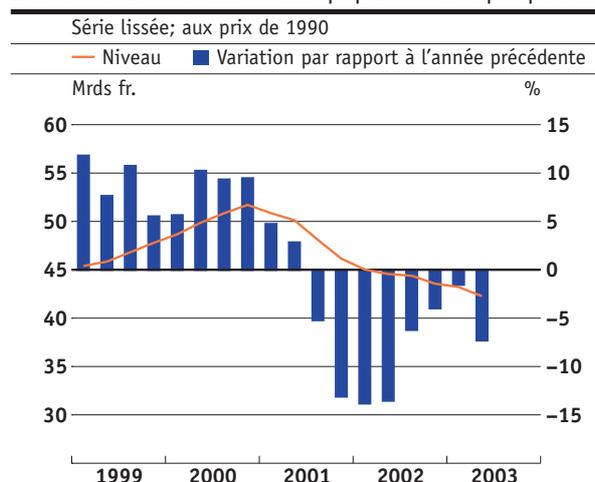
Stabilisation des investissements en biens d'équipement vers la fin de l'année

Le renforcement que la tendance à la baisse des investissements en biens d'équipement a marqué au deuxième trimestre devrait être passager. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a progressé légèrement au premier semestre de 2003. Or une telle évolution se répercute, en principe après une demi-année environ, sur les investissements en biens d'équipement. Selon l'enquête de Swissmem, les entrées de commandes de la clientèle suisse ont progressé légèrement d'un tri-

Investissements en constructions Graphique 3.6



Investissements en biens d'équipement Graphique 3.7



Graphiques 3.6 et 3.7:
Estimations trimestrielles,
annualisées.
Source: seco

mestre à l'autre. Le bas niveau des taux d'intérêt et le besoin croissant de remplacer des équipements ayant une courte durée de vie soutiendront le prochain retournement de tendance dans les investissements en biens d'équipement. D'un autre côté, la situation bénéficiaire toujours insatisfaisante des entreprises freinera la propension à investir de celles-ci.

3.4 Consommation

Faiblesse de la consommation privée

Au deuxième trimestre, la consommation privée a progressé de 0,7% en taux annualisé, soit un peu plus fortement qu'aux périodes précédentes. Elle dépassait ainsi de 0,8% son niveau du deuxième trimestre de 2002, contre 0,1% au premier trimestre. La croissance a été soutenue principalement par les dépenses robustes dans le logement, la santé et l'alimentation, des domaines qui sont peu sensibles aux fluctuations de la conjoncture. Les consommateurs sont par contre restés très réservés en ce qui concerne leurs achats de biens durables et de biens de luxe.

En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont confirmé cette évolution. Au deuxième trimestre, ils étaient légèrement inférieurs (-0,1%) à leur niveau de la période correspondante de 2002, après avoir diminué de 3,4% au premier trimestre. Les dépenses ont augmenté surtout dans l'alimentation et la santé. Par contre, le recul dans le domaine de l'équipement personnel s'est poursuivi, du fait en particulier de la baisse des dépenses pour des montres et bijoux. Les ventes de véhicules à moteur ont elles aussi continué à fléchir. Cette évolu-

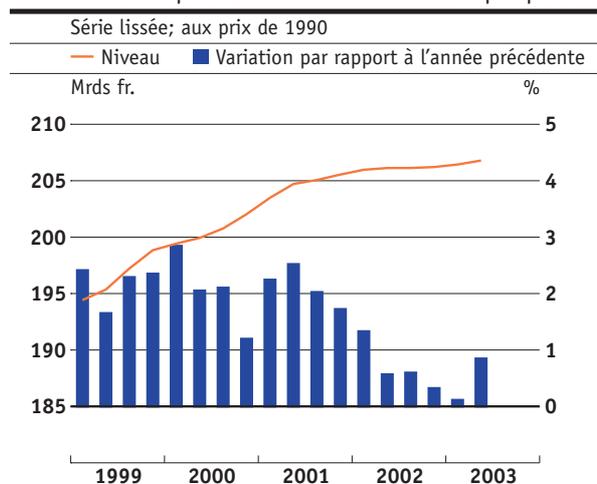
tion s'est reflétée également dans le nombre des nouvelles immatriculations de voitures de tourisme, nombre qui a chuté de 7,2% en un an. Dans le tourisme, la demande de la clientèle suisse a en revanche suivi une évolution relativement favorable. Du côté de l'hôtellerie, le nombre des nuitées des hôtes suisses s'est accru, au deuxième trimestre, de 1,9% en comparaison annuelle, après avoir régressé au cours du semestre d'hiver.

Climat de consommation toujours morose

En juillet, l'indice du climat de consommation est resté à son bas niveau d'avril. Alors que les ménages n'ont guère modifié leurs jugements sur les perspectives financières pour les douze prochains mois, ils se sont montrés un peu moins pessimistes qu'en avril au sujet de la situation future de l'économie. Par rapport au trimestre précédent, ils ont également estimé que le moment était un peu moins défavorable pour des acquisitions d'une certaine importance. Quant à la sécurité de l'emploi, elle s'est détériorée à leurs yeux.

Les perspectives mitigées du côté de la consommation privée se sont reflétées également dans les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Le commerce de détail considérait en majorité que la marche des affaires avait été insatisfaisante en juillet et en août, alors que les attentes relatives aux chiffres d'affaires pour le proche avenir se sont améliorées quelque peu. Dans la restauration et l'hébergement ainsi que dans l'hôtellerie en particulier, les perspectives sont restées moroses. Au deuxième trimestre également, les entreprises tablaient pour la plupart sur une baisse de la demande indigène au cours des prochains mois.

Consommation privée Graphique 3.8



Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: seco

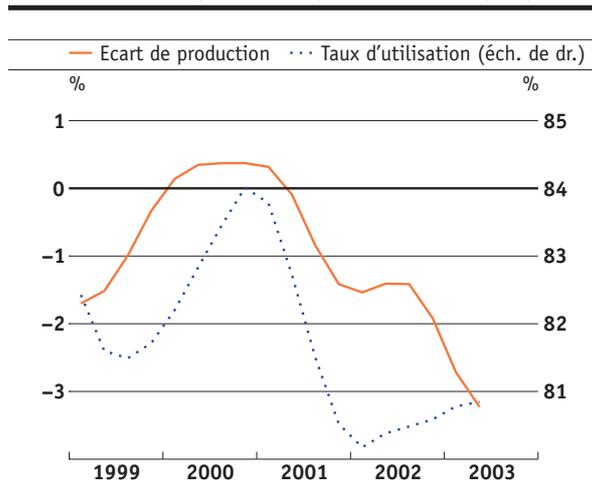
3.5 Utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des facteurs de production d'une économie est un indicateur important pour l'appréciation de la situation conjoncturelle et des risques inflationnistes. La pleine utilisation des facteurs de production indique une surchauffe de la conjoncture et une aggravation des risques inflationnistes, tandis qu'une utilisation, inférieure à la moyenne, des facteurs de production est un signe de récession et de diminution des pressions à la hausse sur les prix. Deux indicateurs servent à estimer le taux d'utilisation des facteurs de production: l'écart de production dans l'ensemble de l'économie et le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie.

Nouvel accroissement de l'écart de production

L'écart de production représente la différence, en pour-cent, entre le produit intérieur brut réel, tel qu'il est observé, et la production potentielle estimée¹. La production potentielle indique le niveau de production qui peut être atteint sans déclencher sur le long terme des pressions inflationnistes. Un écart signale une utilisation trop faible des facteurs de production s'il est négatif et une utilisation excessive s'il est positif. Au deuxième trimestre, la conjoncture suisse a continué à faiblir, et l'écart de production de l'économie, qui était négatif depuis la première moitié de 2001, s'est encore accru, passant à -3,2%. Il était ainsi très proche du niveau enregistré à fin 1996 (-3,3%), lorsque la conjoncture était au creux de la vague.

Utilisation des capacités de production Graphique 3.9



1 Diverses méthodes sont à disposition pour estimer la production potentielle. Dans le cas présent, une estimation de la fonction de production a été utilisée.

Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et BNS

Stagnation du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie est établi dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Cette enquête recueille auprès des entreprises les données relatives au taux d'utilisation moyen des capacités de production durant le trimestre concerné; selon le questionnaire, ce taux peut s'inscrire entre 50% et 110%.

Au deuxième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques est resté inchangé à près de 81%. Il était donc toujours nettement inférieur à sa moyenne à long terme (84%). Les entreprises ont estimé, en majorité, que les capacités techniques étaient suffisantes et, partant, ne les ont pas modifiées d'un trimestre à l'autre. Pour plus de la moitié des entreprises, la demande insuffisante constituait le principal frein à la production.

3.6 Perspectives conjoncturelles et prévisions

Vers le milieu de l'année, les signes d'une reprise de la conjoncture se sont multipliés en Suisse également. Dans le secteur des exportations – l'expérience montre qu'il joue un rôle décisif dans le revirement de la conjoncture –, les commandes se sont redressées légèrement. Grâce aux taux d'intérêt bas, la construction de logements a progressé, alors que la situation du secteur financier s'est améliorée dans le sillage de la reprise des marchés des actions. Selon la Banque nationale, le produit intérieur brut réel devrait se stabiliser au troisième trimestre et augmenter légèrement au quatrième trimestre. Toutefois, cette évolution ne suffira pas à compenser le repli observé au premier semestre. La Banque nationale table de ce fait sur un recul modéré du produit intérieur brut réel en moyenne de 2003. Ce n'est qu'à partir de l'année prochaine qu'il faut s'attendre à une croissance économique reposant sur une plus large assise et, partant, à une amélioration de la situation sur le marché du travail.

La reprise conjoncturelle qui se dessine est encore fragile. De nombreux domaines – notamment le tourisme et les technologies de l'information et de la communication (TIC) – continuent à pâtir de capacités excédentaires. Un revirement de tendance du côté des exportations est déterminant pour une reprise durable de l'activité économique, laquelle induit également un accroissement des investissements des entreprises. Ce revirement n'est pour le moment décelable qu'à certains signes et dépend fortement de l'amélioration conjoncturelle attendue dans la zone euro. Etant donné que le chômage continue à augmenter, aucune impulsion plus forte ne devrait émaner, ces prochains trimestres, de la consommation privée. Cependant, la consommation privée et la consommation publique devraient néanmoins rester un soutien de la conjoncture.

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Nouvelle diminution de l'emploi

Au deuxième trimestre, l'emploi a fléchi de 0,7% (en taux annualisé) par rapport à la période précédente et de 0,9% en comparaison annuelle. Tant dans l'industrie, la construction que les services, des emplois ont encore été supprimés. En un an, le repli a atteint respectivement 2,8%, 1,2% et 0,4%.

Dans l'industrie, presque toutes les branches ont été touchées par les suppressions d'emplois. Du côté des services, l'emploi a progressé dans le commerce de détail, dans les assurances ainsi que dans le domaine social et de la santé; cette progression n'a pu toutefois compenser le recul enregistré dans la plupart des autres branches, notamment dans les banques.

Le nombre des emplois à plein temps a diminué plus fortement que la moyenne, aussi bien par rapport à la période précédente (-2,8%) qu'en comparaison annuelle (-2,3%). Par contre, le nombre de personnes ayant un taux d'occupation entre 50% et 89% (emplois à temps partiel I) s'est sensiblement accru (5,8%), dépassant ainsi de 1% le niveau observé un an auparavant. Le nombre des personnes occupées à un taux inférieur à 50% (emplois à temps partiel II) a lui aussi progressé vivement. Etant donné le recul sensible des postes à plein temps, l'emploi, exprimé en postes à plein temps, a régressé plus nettement que le nombre des personnes occupées. En effet, il a diminué de 1,5% d'un trimestre à l'autre et était ainsi inférieur de 1,4% au niveau de la période correspondante de 2002.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	2001	2002	2002			2003			
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juillet	août
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	1,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,8	-1,1	-0,9	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	0,7	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-2,0	-2,3	-	-
Taux de chômage ²	1,7	2,6	2,3	2,5	3,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Chômeurs ³	67,2	100,5	91,2	97,1	120,2	140,9	140,9	141,7	143,7
Demandeurs d'emploi ³	109,4	149,6	139,7	146,3	172,6	196,6	201,2	203,7	205,6
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	2,4	9,1	11,6	4,4	6,8	10,6	11,2	5,6	-
Places vacantes annoncées ¹	-18,1	-40,4	-46,3	-39,5	-35,9	-39,5	-31,7	-	-

1 Variation en % par rapport à l'année précédente

2 Jusqu'en avril 2003: chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives); à partir de mai 2003: chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 2000 (3 946 988 personnes actives)

3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: seco et OFS

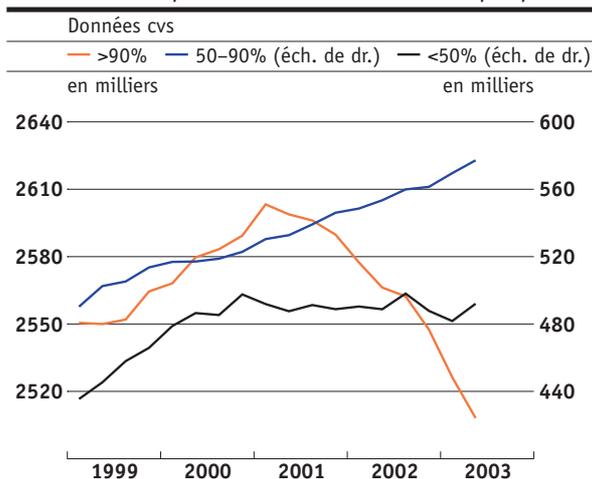
4.2 Chômage

En données corrigées des variations saisonnières, on dénombrait en août 154 200 chômeurs et 216 900 demandeurs d'emploi. Entre avril et août, le taux de chômage a augmenté de 0,3 point pour s'inscrire à 3,9%, et celui des demandeurs d'emploi, de 0,5 point, passant à 5,5%. Le taux de chômage a enregistré une augmentation particulièrement sensible dans les villes de Bâle, Genève et Zurich. Il a atteint 4,8% en Suisse romande, 4,3% au Tessin et 3,6% en Suisse alémanique.

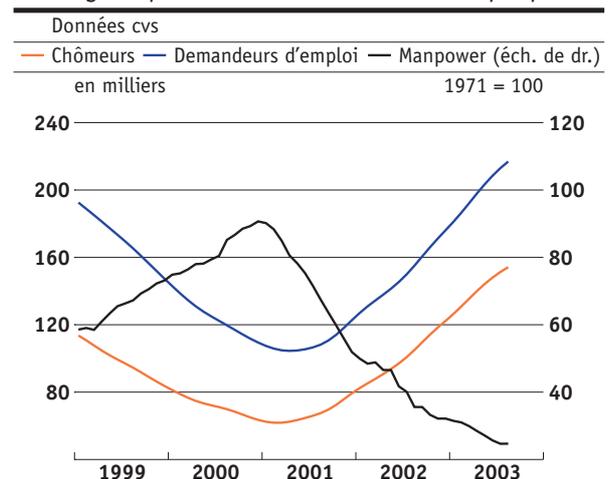
La loi révisée sur l'assurance-chômage est entrée en vigueur le 1^{er} juillet. Elle porte notamment sur une réduction de la durée du droit à des indemnités de chômage, durée qui a passé de 520 à 400 jours. Selon une première estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), près de 2700 chômeurs ont perdu, en juillet, leur droit à des indemnités de chômage du fait de cette modification. Les chômeurs en fin de droits sont recensés comme chômeurs, pour autant qu'ils continuent à s'annoncer comme tels auprès des offices régionaux du travail. L'expérience montre toutefois qu'ils ne le font plus après un certain temps. Dans la mesure où les chômeurs en fin de droits ne retrouvent pas un nouvel emploi, le nombre des chômeurs subit ainsi une distorsion.

Selon les indicateurs afférents à l'emploi, le nombre des chômeurs devrait continuer à croître jusqu'à la fin de l'année. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, l'évolution des offres d'emploi sur Internet (indice Jobpilot) et l'enquête trimestrielle menée par l'OFS sur les places vacantes montrent que le nombre des postes vacants s'est encore réduit sensiblement entre avril et juillet. Alors que les perspectives en matière d'emploi sont restées moroses dans l'industrie et les services, elles se sont améliorées dans la construction.

Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



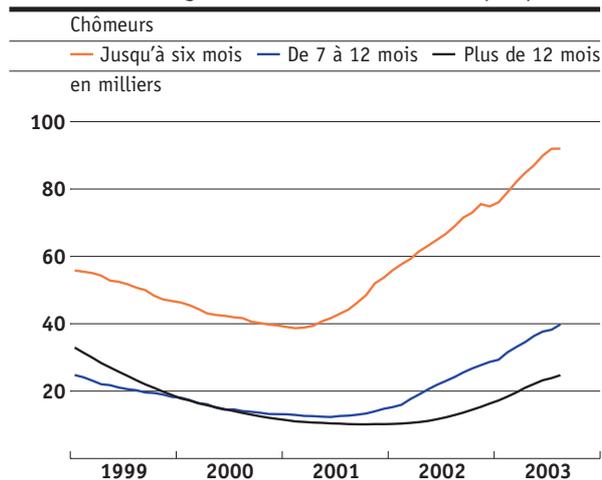
Source pour graphiques 4.1 et 4.2: OFS

4.3 Salaires et revenus

Selon l'indice suisse des salaires, les salaires nominaux (revenus annuels des salariés) ont progressé, au premier semestre, de 1,4% par rapport au niveau observé un an auparavant. Cette hausse est identique à celle qui ressort de l'enquête suisse sur les conventions collectives en vigueur en 2003. L'enquête englobe les résultats des négociations salariales menées dans le cadre des conventions collectives représentant un tiers environ des emplois. Les résultats confirment ainsi ceux de l'enquête effectuée par l'UBS chaque année en mars et selon lesquels les salaires nominaux s'accroîtront de 1,3% en 2003.

Les revenus nominaux des salariés – ils résultent du nombre d'emplois et du salaire moyen – ne devraient par contre augmenter que de 0,4%, soit beaucoup moins fortement que ce qui était encore attendu en mai. Cette faible hausse s'explique par le recul, plus important que prévu, de l'emploi. Le revenu réel disponible des ménages devrait enregistrer en 2003 une progression de plus de 1%. Cette évolution est due notamment à la légère baisse, d'une année à l'autre, des prélèvements obligatoires à la suite de la réduction des cotisations à l'assurance-chômage.

Durée du chômage Graphique 4.3



Source: OFS

5 Prix

5.1 Prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel n'a guère varié de mai à août. Du fait du ralentissement de la hausse des prix dans les services et des prix bas pratiqués lors des soldes dans le groupe «Habillement et chaussures», le taux de renchérissement a reculé pour s'établir à 0,3% en juillet. En août, il a passé à 0,5%; il s'est ainsi inscrit légèrement au-dessus du niveau de mai. La conjoncture étant morose, les pressions à la hausse sur les prix sont restées faibles, depuis mai, du côté des biens d'origine suisse. Pondéré par les exportations, l'indice du cours du franc a fléchi; malgré ce repli, les impulsions venant des biens de consommation importés ont influé négativement sur le renchérissement. Comme la tendance générale de l'inflation est demeurée très modérée, les taux d'inflation sous-jacente se sont eux aussi maintenus à un niveau bas.

Léger repli du renchérissement intérieur

En août, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse était de 0,7%, soit légèrement inférieur à son niveau de mai. Dans les services, qui constituent environ les trois quarts du panier des biens suisses, la hausse des prix en un an a faibli, passant de 0,9% à 0,7%. Le ralentissement le plus fort a été observé dans le domaine des services du secteur privé (sans les loyers des loge-

ments). L'augmentation annuelle des prix s'inscrivait à 0,6% en août, contre 1% en mai. Le renchérissement annuel des loyers, qui était resté stable pendant douze mois, a passé de 0,1% à 0,3%, selon l'enquête trimestrielle publiée en août. Du côté des services publics, la majoration des prix est demeurée à 2,1%. Après avoir connu une faible accélération entre janvier et juin, le renchérissement des marchandises d'origine suisse s'est stabilisé en juillet. En août, il s'établissait à 0,7% par rapport au mois correspondant de 2002. Outre plusieurs denrées alimentaires, les boissons et les produits du tabac notamment ont renchéri dans une mesure supérieure à la moyenne.

Stabilisation des prix des biens étrangers

Les prix des biens d'origine étrangère ont cessé leur mouvement de repli en août. Les prix des produits pétroliers (carburants et mazout), qui sont volatils, ont joué un rôle déterminant à cet égard. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 3,2% en août, alors qu'ils avaient baissé les trois mois précédents. Du côté des autres biens importés par contre, le renchérissement est resté dans la zone négative jusqu'en août (-0,5%). La diminution des prix était imputable en majeure partie au groupe «Habillement et chaussures», groupe constitué à raison de 85% environ de produits importés. Cette situation résulte notamment de la politique agressive de prix, menée en été lors des soldes de fin de saison, et ne reflète pas une tendance déflationniste provenant de l'étranger.

Indice suisse des prix à la consommation

Variation en %

Tableau 10

	2002	2002	2003					
		4e trim.	1er trim.	2e trim.	mai	juin	juillet	août
IPC, indice général	0,6	1,0	1,0	0,5	0,4	0,5	0,3	0,5
Marchandises et services du pays	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,9	0,6	0,7
Marchandises	1,1	0,6	0,1	0,6	0,6	0,8	0,4	0,7
Services	1,5	1,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
Services privés, sans loyers	1,9	1,9	1,6	1,1	1,0	1,0	0,6	0,6
Loyers	1,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
Services publics	1,5	1,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1
Marchandises et services de l'étranger	-1,7	0,5	1,2	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	0,0
Sans produits pétroliers	-0,8	0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,2	-0,7	-0,5
Produits pétroliers	-6,8	0,2	11,7	-1,0	-3,0	-1,9	-1,3	3,2

Sources: OFS et BNS

5.2 Inflation sous-jacente

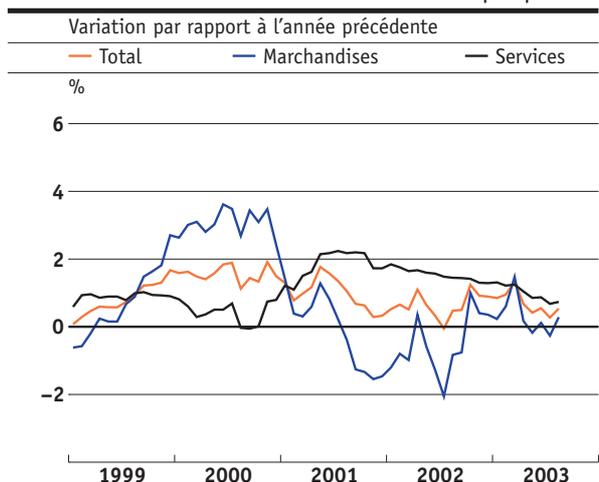
Niveau toujours bas de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi la Banque nationale calcule un taux d'inflation sous-jacente. Celui-ci exclut du panier-type les biens dont les prix, dans chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. Entre mai et juillet, le taux d'inflation sous-jacente a baissé de 0,1 point pour s'établir à 0,5%, son niveau le plus bas depuis janvier 1999. En août, il a augmenté légèrement, passant à 0,7%. Le niveau toujours bas de l'inflation sous-jacente résulte de la tendance générale du renchérissement à rester faible. Le fait que l'inflation sous-jacente soit supérieure au renchérissement annuel mesuré à l'indice des prix à la consommation montre en outre que les facteurs spéciaux poussant les prix à la baisse ont joué un rôle un peu plus important que les facteurs stimulant la hausse des prix.

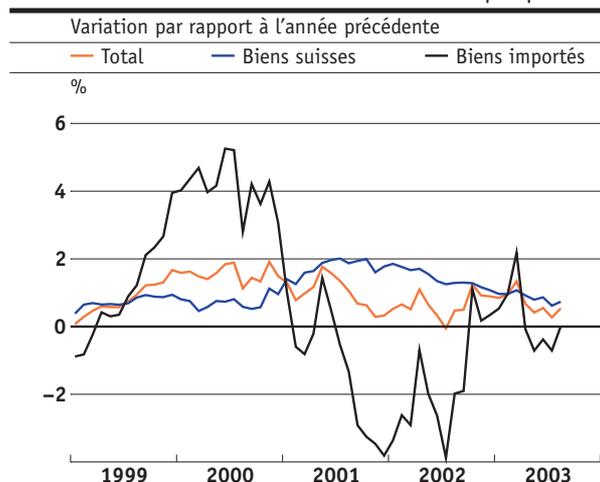
Repli des inflations sous-jacentes calculées par l'OFS

Contrairement à la Banque nationale, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Entre janvier et avril, les deux inflations sous-jacentes s'étaient maintenues à respectivement 0,7% et 0,4%, puis ont faibli à partir de mai. En août, l'inflation sous-jacente 1 s'établissait à 0,4%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,2%.

Prix à la consommation Graphique 5.1



Prix à la consommation Graphique 5.2



Source pour graphiques 5.1 et 5.2: OFS

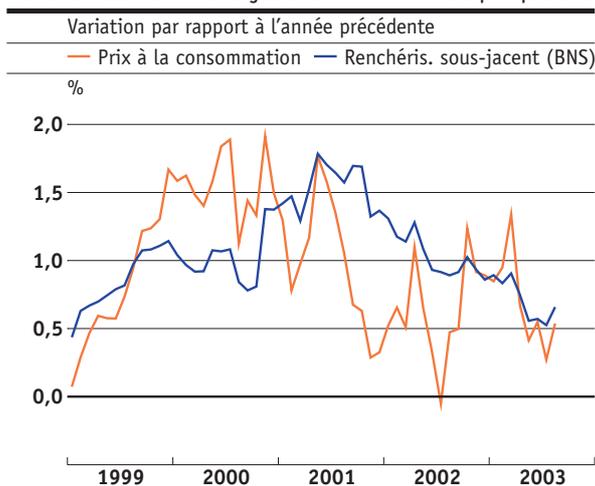
5.3 Prix de l'offre totale

Recul des prix de l'offre totale

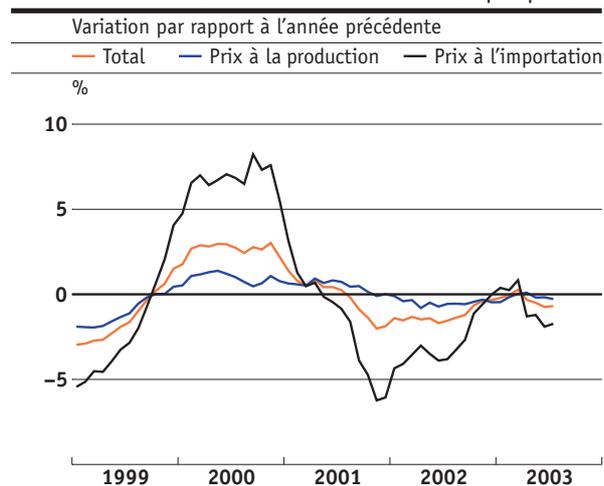
Depuis juin, l'indice des prix à la production et à l'importation repose sur une nouvelle base, à savoir mai 2003 = 100. Il est dorénavant établi d'après un panier actualisé dans lequel entrent des groupes de produits qui n'avaient pas fait l'objet d'enquêtes jusque-là. Parmi ces groupes de produits figurent des branches du secteur des services telles que le transport de marchandises.

Entre avril et juillet, les prix à la production et à l'importation ont exercé une pression à la baisse sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation. En ce qui concerne les prix à la production, le renchérissement annuel a reculé de 0,3 point en mai pour s'établir à -0,2%; il est resté à ce niveau jusqu'en juillet. Les biens destinés à l'exportation ont subi des réductions de prix un peu plus importantes que les produits écoulés sur le marché intérieur. Les prix des biens importés ont eux aussi diminué plus fortement. En juillet, ils se sont repliés de 1,7% en comparaison annuelle, après avoir fléchi de 1,3% en mai. Les prix ont baissé considérablement du côté des biens d'équipement importés tels que les machines de bureau et le matériel informatique.

Renchérissement sous-jacent Graphique 5.3



Prix de l'offre totale Graphique 5.4



Sources pour graphiques 5.3 et 5.4: OFS et BNS

6.1 Evolution des prix sur le plan international

Pas d'impulsions sur le renchérissement en provenance de l'étranger

Contrairement aux prévisions de la Banque nationale, le prix du baril de pétrole brut de qualité brent a augmenté, passant d'environ 24 dollars en mai à quelque 30 dollars en août. Cette hausse s'explique notamment par l'offre toujours restreinte à la suite du retard affectant les livraisons de pétrole irakien, mais aussi par les troubles au Nigéria. La baisse du dollar face au franc a toutefois compensé en partie la majoration des prix. Exprimé en francs, le prix du pétrole était, en août, supérieur de 3,3% en moyenne au niveau enregistré un an auparavant. Du fait des stocks peu importants détenus dans les pays industrialisés et de la demande accrue qui est généralement observée en automne, la Banque nationale n'escompte pas une baisse rapide du prix du pétrole. Aussi, ces prochains mois, le prix du pétrole devrait-il dépasser encore quelque peu son niveau de l'année précédente. Mais, étant donné la conjoncture morose sur le plan mondial, des impulsions légèrement négatives sur le renchérissement continueront probablement à émaner, dans le proche avenir, des autres biens importés.

6.2 Evolution des prix en Suisse

Du fait de la conjoncture, pressions peu importantes sur les coûts

Les pressions d'origine intérieure sur le renchérissement devraient rester faibles ces prochains temps. Quand bien même la conjoncture redémarrerait, les capacités excédentaires ne se résorberaient que lentement. Comme la situation sur le marché du travail ne s'améliorera sans doute que l'année prochaine, les salaires ne devraient pas encore exercer de pressions sur les coûts. Il ressort de l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ qu'au deuxième trimestre également, les entreprises de l'industrie, axées sur le marché intérieur, s'attendaient à des prix orientés à la baisse. De plus, la marge dont disposent les offreurs pour des adaptations de prix restera étroite, eu égard à la concurrence toujours vive.

Loyers des logements en hausse

Les loyers des logements entrant pour 20% environ dans la composition du panier-type de l'indice des prix à la consommation, leur évolution attendue joue un rôle particulier dans l'appréciation des perspectives de renchérissement. Selon le relevé trimestriel d'août, la hausse en un an des loyers s'est accélérée, passant de 0,1% à 0,3%. La Banque nationale s'attend à une nouvelle majoration des loyers à court terme. Certes, la baisse que les taux hypothécaires ont enregistrée depuis le milieu de 2002 aura un effet modérateur sur les loyers. En maints endroits toutefois, les loyers des logements dont les baux sont nouveaux grimpent en raison de l'offre restreinte. Au deuxième trimestre, quatre changements de locataires sur dix ont donné lieu à un relèvement du loyer, comme l'indique le bureau Wüest & Partner. Selon les données fournies par ce dernier, la part des logements vacants s'est inscrite, au deuxième trimestre, à 1,7%, niveau le plus bas jamais observé. Du fait de cette forte pénurie de logements, la tendance à la hausse des loyers des logements dont les baux sont nouveaux devrait se maintenir ces prochains temps.

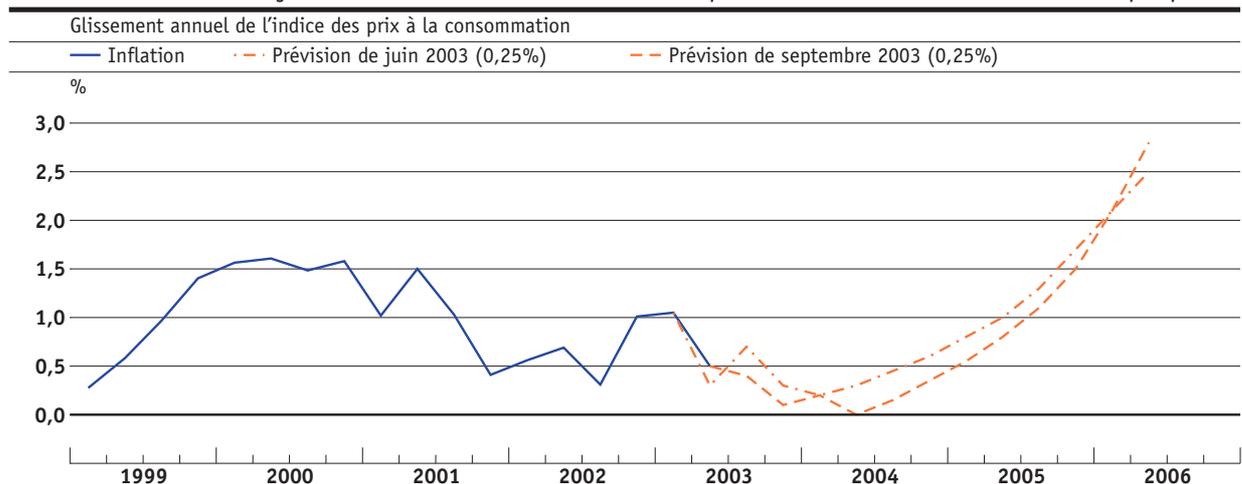
6.3 Prédiction d'inflation pour les années 2003 à 2005

Le 18 septembre 2003, lors de son analyse trimestrielle de la situation, la Banque nationale a réexaminé sa prévision d'inflation à moyen terme. Elle a alors adapté, sur plusieurs points, les hypothèses qui avaient été retenues en juin. Ainsi, les attentes concernant la croissance aux Etats-Unis ont été revues à la hausse pour cette année et l'année prochaine, de sorte que l'écart de production de l'économie américaine sera probablement comblé d'ici fin 2004. En ce qui concerne l'Europe par contre, l'institut d'émission table sur une reprise légèrement retardée et un peu plus faible. Il estime en outre que le prix du pétrole, qui a augmenté fortement en juillet et en août 2003, retombera à 25 dollars le baril au cours de 2004.

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, selon la dernière prévision, s'inscrire à 0,5% en 2003, à 0,2% en 2004 et à 1% en 2005. Les taux moyens d'inflation sont inférieurs de 0,1 point pour l'année en cours et de 0,2 point pour les deux années suivantes à ceux de la prévision de juin 2003, basée sur un Libor à trois mois de 0,25%.

Le graphique 6.1 montre que, jusqu'au début de 2006, le renchérissement, selon la prévision de septembre, restera inférieur à ce qui ressort de la prévision de juin. D'ici au deuxième trimestre de 2004, l'inflation faiblira et s'établira à un niveau proche de 0%; temporairement, elle pourrait même entrer quelque peu dans la zone négative. Le recul du renchérissement tel qu'il est attendu reflète la faiblesse de la croissance économique en Suisse, la modération générale des pressions à la hausse sur les prix à l'étranger et la baisse escomptée du prix du pétrole. Cette évolution, dont l'étendue et la durée sont limitées, ne doit cependant pas être considérée comme un basculement de l'économie suisse dans une déflation. Selon les prévisions, le renchérissement augmentera dès le milieu de l'année 2004 déjà. Il restera inférieur à 1% jusqu'au milieu de 2005, puis s'accélénera pour atteindre 2,8% au deuxième trimestre de 2006.

Prévisions d'inflation de juin 2003, avec Libor à 0,25%, et de septembre 2003, avec Libor à 0,25% Graphique 6.1



7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle

Les comptoirs de la Banque nationale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principales conclusions tirées des entretiens menés entre mai et août sur la situation actuelle et future de l'économie sont résumées ci-après.

7.1 Production

La marche des affaires de la plupart des entreprises s'est encore détériorée au deuxième trimestre. Seuls quelques rares établissements ont signalé une demande accrue et une amélioration de leurs résultats. Après le milieu de l'année toutefois, l'horizon conjoncturel s'est éclairci. Un tassement de la dynamique baissière et la perspective d'une stabilisation des chiffres d'affaires au second semestre étaient évoqués de plus en plus souvent. Jusqu'à fin août, des signes concrets d'une reprise de l'activité économique n'étaient guère perceptibles. Néanmoins, pour 2004, les établissements affichaient en majorité un optimisme modéré.

Des entreprises ont pu améliorer leur compétitivité après avoir, ces dernières années, résorbé des capacités excédentaires, optimisé les processus de production et développé de nouveaux produits. Mais de nombreuses petites et moyennes entreprises qui rognent leurs marges depuis un certain temps déjà ont vu leur situation financière devenir précaire ces derniers mois. Un nouveau retard de la reprise conjoncturelle aurait de graves conséquences pour ces établissements.

Compte tenu de la faible demande et du bas taux d'utilisation des capacités de production, les entreprises se sont limitées pour la plupart à des investissements de remplacement et de rationalisation. Un renversement de tendance du côté des investissements en biens d'équipement ne peut être escompté pour 2003. Une reprise conjoncturelle induirait toutefois un effet de rattrapage avant tout dans le domaine des biens d'équipement qui n'ont pas une longue durée d'utilisation.

Industrie

Les producteurs ont continué à souffrir du net fléchissement de la demande émanant de l'étranger. En particulier, le manque d'impulsions venant d'Alle-

magne a joué un rôle non négligeable. Plusieurs exportateurs ont bénéficié d'un redressement de la demande en provenance des Etats-Unis et d'Asie, mais leurs rentrées supplémentaires ont été neutralisées en partie par la faiblesse du dollar.

Dans les biens d'équipement, les entreprises ont continué à subir les effets de la retenue des clients. Nombre d'entreprises de l'industrie des machines, de l'électronique et de la métallurgie, mais aussi des fournisseurs de produits intermédiaires ont enregistré une détérioration de la marche des affaires et des baisses de prix. Une amélioration n'est pas attendue avant la fin de l'année. En revanche, d'autres branches (équipementiers de l'industrie automobile, fabricants de machines et d'appareils pour la production d'électricité, entreprises de technologie médicale) ont annoncé des commandes en hausse. La situation était contrastée chez les producteurs de biens de consommation. Dans les branches du textile, de l'ameublement et du papier, la demande est restée le plus souvent faible malgré les réductions de prix. L'industrie alimentaire, normalement peu sensible aux variations conjoncturelles, a elle aussi souffert de la demande déprimée. L'industrie pharmaceutique par contre a pu accroître ses ventes une nouvelle fois, et l'industrie horlogère a ressenti une certaine reprise des commandes venant de l'étranger.

Services

La réserve des consommateurs et la défaillance de la clientèle étrangère ont continué à peser sur le commerce de détail ainsi que sur la restauration et l'hébergement. Dans presque tous les domaines, la demande s'est déplacée des articles chers vers les articles meilleur marché. La demande de biens de consommation durables est restée peu soutenue; dans le secteur des produits de luxe, la clientèle étrangère à forte capacité financière a notamment fait défaut. Les chiffres d'affaires réalisés dans les denrées alimentaires et les produits d'usage courant ont pu être maintenus grâce en partie à des réductions de prix parfois considérables et à d'excellentes ventes de boissons, que les conditions climatiques ont favorisées. La branche de la restauration et de l'hébergement a enregistré, à l'instar de celle des voyages, des chiffres d'affaires généralement en baisse. Comme le commerce de détail ne s'attend pas pour le moment à un redressement de la demande de consommation, il a réduit ses coûts afin d'enrayer la pression exercée sur les marges. Des économies ont été faites principalement du côté des loyers et des coûts de logistique, mais aussi des dépenses pour le personnel.

De nombreux fournisseurs de services à des entreprises se sont trouvés eux aussi confrontés à une demande atone. Cette situation affecte en particulier la branche publicitaire, où aucune amélioration n'a été observée jusqu'à présent. De même, la demande de prestations de services dans le domaine informatique a encore reculé. En matière de logiciel, la clientèle n'a fait de nouvelles acquisitions que dans le but de réaliser des économies. Du fait de la courte durée d'utilisation des produits de cette branche, un besoin accru de rattrapage est escompté.

La situation s'est améliorée en revanche dans le secteur bancaire. La tendance à la hausse sur les marchés financiers a entraîné une augmentation des commissions encaissées, et la demande de crédits (principalement de crédits hypothécaires) de la part de particuliers a progressé. Mais les activités en rapport avec la clientèle commerciale sont restées peu vigoureuses.

Dans le tourisme, le nombre de clients en provenance d'Allemagne, mais aussi des Etats-Unis et d'Asie a reculé au deuxième trimestre. Ce repli est imputable non seulement à la morosité de la conjoncture, mais aussi à l'apparition du SRAS (syndrome respiratoire aigu sévère). La défaillance des hôtes étrangers n'a pu être compensée par un apport supplémentaire de clients suisses. La clientèle a été très attentive aux prix et a économisé sur les dépenses accessoires. L'été chaud a néanmoins stimulé le tourisme journalier dans les régions de montagne. Quant au tourisme d'affaires, il a continué à se ressentir des efforts d'économies des entreprises. Se fondant sur l'état actuel des réservations, les hôteliers se montrent prudents au sujet des perspectives d'avenir.

Construction

Fortement segmentée, la construction a évolué d'une manière très inégale selon le domaine d'activité. La situation générale s'est améliorée à la suite de la reprise dans la construction de logements, notamment de maisons familiales. La demande dans la construction d'immeubles destinés à l'industrie et à l'artisanat, domaine caractérisé par des variations cycliques, a diminué dans presque tous les compartiments du fait des capacités excédentaires et des perspectives de résultats médiocres. Les mesures d'économies prises par les collectivités publiques se sont répercutées sur le génie civil; dans les différentes régions, la situation dépendait dans une large mesure de l'avancement des travaux liés à de grands projets. Les pressions exercées sur les prix se sont maintenues dans la construction. Nombre d'entrepreneurs se sont en outre plaints des coûts croissants qui ont contribué eux aussi à la détérioration des résultats.

7.2 Marché du travail

Du fait des perspectives conjoncturelles incertaines et de résultats médiocres, les entreprises se sont efforcées de réduire encore leurs coûts de production. Elles ont continué pour la plupart à licencier du personnel, à tous les niveaux. Selon leurs estimations, il faudra s'attendre ces prochains mois à de nouvelles réductions de l'effectif du personnel, réductions qui seront toutefois un peu moins importantes que les précédentes.

7.3 Prix et marges

Les résultats de nombreuses entreprises se sont probablement encore dégradés ces derniers mois. Les prix ont continué à subir des pressions à la baisse, sauf dans quelques rares créneaux. L'âpreté de la concurrence a engendré un nouveau rétrécissement des marges dans la construction et l'hôtellerie. Dans le commerce de détail également, les bénéfices ont diminué à la suite d'importantes remises consenties dans le cadre d'actions et des soldes d'été. La baisse du franc face à l'euro a apporté un certain soulagement aux exportateurs, mais la faiblesse du dollar a en partie contrebalancé cet effet.

Découplage entre loyers et taux hypothécaire: implications de la révision du droit du bail pour la politique monétaire

Peter Stalder, Recherche

Introduction

Après avoir affiché des divergences pendant de nombreuses années, le Conseil national et le Conseil des Etats ont adopté, en décembre 2002, une révision partielle du droit du bail. Cette révision est un contre-projet à l'initiative populaire «pour des loyers loyaux», que le peuple et les cantons ont rejetée lors des votations du 18 mai 2003. Alors que l'initiative prévoyait une adaptation des loyers à un taux hypothécaire «lissé», la révision proposée envisage de découpler les loyers du taux hypothécaire en les liant à l'indice des prix à la consommation (IPC). Ainsi, le bailleur est habilité à répercuter chaque année la hausse générale des prix à la consommation sur les loyers, pour autant que la majoration ne dépasse pas la hausse moyenne des prix des deux dernières années. En outre, d'autres motifs, p. ex. comme les investissements augmentant la valeur du logement, peuvent également être à l'origine d'une hausse des loyers. L'établissement par le Conseil fédéral d'une statistique reposant sur le principe des loyers comparatifs constitue le second pilier du nouveau droit du bail. La détermination du caractère abusif d'un loyer se fait alors sur la base de cette statistique. Si le loyer excède de plus de 15% le niveau d'un logement comparable selon cette statistique, le locataire est en droit de contester le loyer au moment de la signature du bail. De surcroît, le locataire a également tout le loisir, pendant la durée du contrat, de faire examiner si la limite supérieure (loyer usuel plus 15%) est dépassée et ainsi de dénoncer un éventuel abus. Enfin, lors d'un transfert d'immeuble, l'acquéreur peut fixer le loyer à la limite supérieure autorisée, pour autant que la majoration se limite à 10% par an au maximum.¹

Avant la votation relative à l'initiative «pour des loyers loyaux», l'Association suisse des locataires avait déjà lancé un référendum contre le nouveau droit du bail. Celle-ci prétend, d'une part, qu'une spirale des loyers à la hausse risque de se développer, puis, d'autre part, que la protection des locataires en cas de résiliation du bail n'est que peu améliorée. Une votation à ce sujet aura probablement lieu en février 2004.

Sur le plan économique, la disposition la plus importante du nouveau droit du bail repose dorénavant sur le fait que les variations du taux hypothécaire ne constituent plus un motif d'adaptation des loyers. Même si le principe de l'indexation des loyers sur l'IPC ne s'apparente guère au principe des loyers du marché comme l'exigent de nombreux écono-

mistes, plusieurs atouts sont indéniables par rapport à la situation du droit actuel.

- Premièrement, le risque inhérent au taux d'intérêt est entièrement transféré du locataire au bailleur, où celui-ci est mieux géré. Par conséquent, les hausses de taux d'intérêt ne conduiraient plus à une diminution du revenu réel des locataires, mais se traduiraient par une baisse du rendement des investissements effectués dans l'immobilier. L'augmentation de la volatilité du rendement de ces investissements pourrait avoir comme effet à long terme l'intégration d'une prime de risque dans les loyers. En acceptant ainsi d'assumer cette prime de risque, les locataires pourraient profiter d'une stabilisation des loyers.
- Deuxièmement, le nouveau droit du bail devrait garantir une certaine constance dans l'évolution des prix à la consommation. Selon le droit du bail actuel, une augmentation des taux hypothécaires, durant une période de forte conjoncture, provoque inévitablement de fortes pressions à la hausse sur les loyers. Cette hausse des loyers entraîne à son tour une forte augmentation des prix à la consommation puisque les loyers entrent à raison de 20% dans le calcul de l'IPC. En liant les loyers à l'IPC, l'impact d'une hausse des taux hypothécaires sur l'IPC dû au renchérissement des loyers serait atténué.
- Troisièmement, le nouveau droit du bail devrait accroître l'efficacité de la politique monétaire. En cas de durcissement de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, le relèvement des taux d'intérêt à court terme entraîne généralement une hausse des taux hypothécaires. Cependant, sous le régime du droit du bail actuel, la baisse désirée de l'inflation au moyen d'un relèvement des taux (appréciation du franc, contraction de la demande globale) est contrecarrée par un effet indésirable, la hausse des taux hypothécaires se repercutant sur les loyers. Ce mécanisme, qui entrave sensiblement l'efficacité de la politique monétaire dans le court terme, disparaîtrait en cas de fixation des loyers à l'IPC. Cela permettrait ainsi une diminution plus rapide de l'inflation lors d'une politique monétaire restrictive.

Le propos de notre analyse porte sur ce troisième aspect, c'est-à-dire sur les implications que ce nouveau droit pourrait avoir sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ainsi, on propose par l'intermédiaire de simulations économétriques effectuées à l'aide du modèle macroéconomique de la BNS de mettre en évidence la réaction du

1 Voir Fontana (2003) et Conseil fédéral (1999).

mécanisme de transmission de la politique monétaire à un changement de législation. Il faut néanmoins préciser qu'une appréciation générale de la nouvelle loi fondée sur des critères de bien-être n'est pas l'objet de cette analyse. Il est par conséquent impossible de savoir si le nouveau droit du bail est préférable à la réglementation actuellement en vigueur sur l'unique base des résultats économétriques.

La première partie de l'analyse offre un aperçu général de la structure du modèle macroéconomique. Dans le deuxième volet, l'accent est mis sur la présentation détaillée des équations caractérisant les taux hypothécaires et les loyers. Il est aussi question de vérifier l'assertion largement répandue selon laquelle le relèvement des taux hypothécaires sous le régime actuel entraînerait des hausses substantielles de loyer, alors que les baisses de taux ne profiteraient que partiellement aux locataires. La troisième partie met en évidence les implications d'un durcissement de la politique monétaire, sous le régime actuel du droit du bail, sur le produit intérieur brut (PIB), sur ses composantes, sur les loyers et sur la hausse générale des prix à la consommation (mécanisme de transmission de la politique monétaire). Cette simulation de base est ensuite comparée à une simulation alternative dans laquelle les loyers sont liés à l'IPC, toutes choses étant égales par ailleurs. Finalement, la quatrième partie résume les principaux résultats de notre analyse.

1 Structure de base du modèle

Le modèle macroéconomique à la base des simulations repose sur 30 équations de comportement.² Un premier bloc du modèle regroupe les équations relatives aux composantes de la demande globale. La demande de consommation dépend du revenu disponible des ménages et du taux d'intérêt réel. En plus du développement des revenus et de la population, les investissements immobiliers sont influencés par l'évolution d'un indicateur de rentabilité composé des coûts de construction, des loyers et des taux d'intérêt à long terme. L'utilisation des capacités de production et le prix relatif des facteurs déterminent en revanche les investissements en biens d'équipement. Les exportations et les importations dépendent fortement de l'activité économique à l'étranger et en Suisse. Ces dernières s'avèrent être un bon indicateur de la compétitivité des producteurs suisses. Le regroupement de ces différents éléments et des dépenses de l'Etat (exogènes) constitue finalement le PIB.

Le PIB déterminé selon l'optique des dépenses est ensuite confronté à la production potentielle de l'économie dans le bloc offre du modèle. Cette comparaison permet de mesurer les tensions sur le marché des biens (utilisation des capacités de production), qui se répercutent sur les investissements du bloc demande. La fonction de production permet ensuite de déterminer la demande de travail qui fait face à une offre de travail spécifique sur le marché de l'emploi. Cela permet de mesurer les tensions sur le marché du travail. En résultat, les deux mesures de tension fournies par le modèle servent de base à la dynamique des salaires et des prix. L'équilibre de long terme, avec un taux d'inflation stable, est caractérisé par un sous-emploi des facteurs de production (concept du NAIRU)³.

Finalement, dans le bloc monétaire du modèle, différents taux d'intérêt ainsi que le cours du franc sont déterminés. Le taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) est contrôlé par la politique monétaire en fonction de la situation conjoncturelle en Suisse et de l'évolution du cours du franc. Les taux d'intérêt suisses à long terme subissent les variations des taux d'intérêt étrangers dans les marchés internationaux et sont de surcroît influencés par les taux suisses à court terme. Les taux hypothécaires sont sensibles aux taux d'intérêt à court et long terme. Quant à l'évolution du franc par rapport à l'euro, elle est expliquée par le niveau relatif de restriction des politiques monétaires de la Suisse et de la zone euro. En fin de compte, le bloc monétaire joue le rôle de

2 L'ensemble du modèle figure dans Stalder (2001).

3 Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, voir Layard, Nickel et Jackman (1991).

stabilisateur dans l'ensemble du modèle. Si un choc positif de demande, pour un Libor à trois mois inchangé, entraîne une croissance excessive du PIB pouvant conduire à une hausse indésirable de l'inflation, la politique monétaire devra alors se durcir. De cette façon, le relèvement des taux conduit à une contraction de la demande de consommation et d'investissement. Parallèlement, la poursuite d'une politique monétaire restrictive induit une appréciation du franc qui, par l'intermédiaire du commerce extérieur, exerce un effet négatif sur la demande globale. Précisons encore que sous le régime du droit du bail actuel, le ralentissement de l'inflation dû à un durcissement de la politique monétaire est entravé par le renchérissement accru des loyers qu'entraîne la hausse des taux hypothécaires.

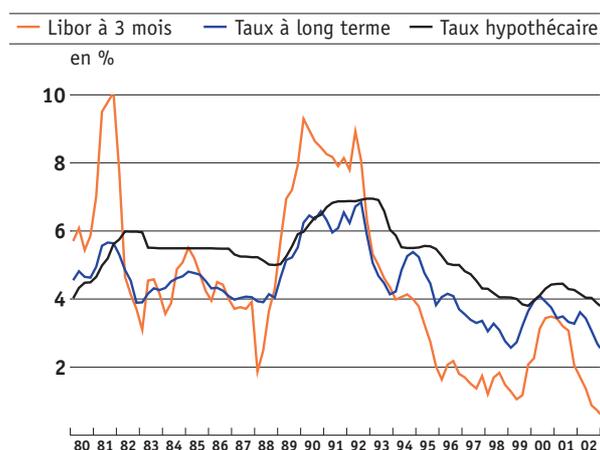
Dans le processus inflationniste, le prix des loyers joue un rôle prépondérant puisqu'il est en mesure de provoquer une distorsion entre les prix à la vente pour les régisseurs et les prix à la consommation pour les locataires. Cette distorsion est donc l'élément qui déclenche un conflit inflationniste des revenus. Comme la fixation des salaires dépend fortement de l'évolution des prix à la consommation, une hausse des prix à la consommation (pc) due à une majoration des loyers (ph) génère une hausse des salaires (w) par rapport aux prix de vente fixés par les propriétaires immobiliers (p). Cela entraîne une détérioration de la rentabilité du secteur des entreprises (le salaire réel de la production w/p augmente). Toutefois, comme les salaires ne sont ajustés que partiellement suite à la hausse des prix à la consommation, les salariés subissent simultanément des pertes de salaire réel (le salaire réel de la consommation w/pc diminue). Ainsi, suite à la hausse du salaire réel de la production, les entreprises réagissent en majorant les prix alors que les salariés tentent de faire face à la dégradation de leur revenu réel en augmentant leurs prétentions salariales. Dans le cas d'une politique monétaire accommodante, ce conflit de répartition provoque une spirale du renchérissement. En fin de compte, si la hausse des loyers est le fruit d'un durcissement de la politique monétaire, le renchérissement dû aux taux hypothécaires se heurte à un ralentissement général de l'activité économique. Le taux d'inflation finit par baisser à cause des effets modérateurs liés à la diminution de l'utilisation des capacités de production sur la fixation des prix et à cause des effets de l'augmentation du chômage sur les exigences salariales. Cette baisse est en revanche freinée par l'effet contraire qu'induit la hausse des loyers sur la fixation des prix et des salaires.

2 Modélisation des taux hypothécaires et des loyers

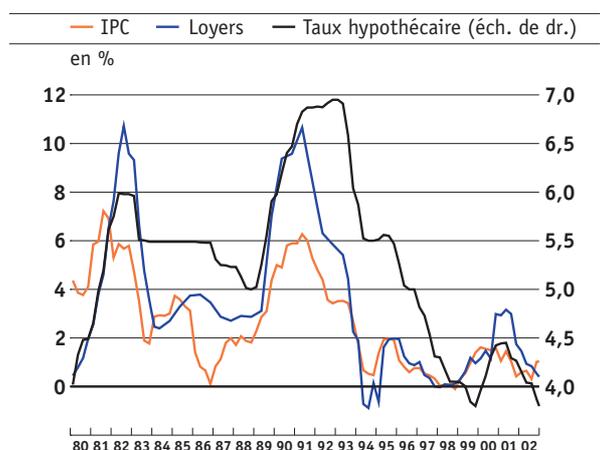
Le graphique 1 présente l'évolution des taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois), des taux à long terme (obligation à dix ans de la Confédération) et des taux hypothécaires (anciennes hypothèques) pour la période allant du premier trimestre 1980 au premier trimestre 2003. Généralement, les taux hypothécaires excèdent les taux à long terme d'environ un point de pourcentage et suivent avec une certaine inertie l'évolution des taux d'intérêt à court et long terme. Il ressort du graphique 2 que le renchérissement des loyers est dans l'ensemble sensiblement plus élevé et plus volatil que celui de l'IPC. De plus, les fluctuations du renchérissement des loyers par rapport à celles du niveau des prix semblent être dues aux variations du taux hypothécaire.

Les estimations économétriques des équations du taux hypothécaire et des loyers confirment notre interprétation découlant des deux graphiques.

Taux d'intérêt Graphique 1



Inflation et taux hypothécaire Graphique 2



Equation des taux hypothécaires

Encadré 1

$$(1) \quad \Delta r_{hypo_t} = b_1 \Delta r_{l_{t-1}} + b_2 \Delta r_{s_{t-1}} - \gamma (r_{hypo_{t-1}} - \alpha - \beta_1 r_{l_{t-2}} - \beta_2 r_{s_{t-2}})$$

r_{hypo}: taux des anciennes hypothèques, en %

rl: rendement des obligations à dix ans de la Confédération, en %

rs: Libor à trois mois, en %

Période d'estimation: 1981t1–2002t4

$R^2 = 0,729$ Durbin-Watson = 1,800

Ecart-type de l'équation = 0,0844

Estimation des paramètres (écarts-types):

$b_1 = 0,1946$ (0,0378) $\beta_1 = 0,6344$ (0,1154)

$b_2 = 0,0509$ (0,0123) $\beta_2 = 0,1882$ (0,0546)

$\gamma = 0,1892$ (0,0256) $\alpha = 1,6143$ (0,4019)

Les taux hypothécaires dépendent des taux d'intérêt à long et à court terme dans une équation à correction d'erreur (encadré 1). Un relèvement des taux d'intérêt à long terme (à court terme) d'un point de pourcentage entraîne à court terme une hausse des taux hypothécaires (pour le prochain trimestre) de $b_1 = 0,1946$ ($b_2 = 0,0509$). Les effets à long terme captés par $\beta_1 = 0,6344$ ($\beta_2 = 0,1882$) sont indéniablement plus importants. L'équilibre de long terme est défini par la relation suivante:

$$r_{hypo} = 1,6143 + 0,6344 rl + 0,1882 rs.$$

Les écarts des taux hypothécaires par rapport à la relation d'équilibre se réduisent de 18,92% par trimestre (paramètre γ de correction d'erreur). La qualité de l'ajustement de l'équation est satisfaisante puisque l'écart-type est faible (0,0844) et le R^2 (0,729) proche de l'unité (par rapport à la variation trimestrielle des taux hypothécaires).

La spécification d'une équation à correction d'erreur est aussi envisagée pour modéliser la relation entre les prix des loyers, la hausse générale des prix à la consommation et les taux hypothécaires (encadré 2). Une augmentation des taux hypothécaires d'un point de pourcentage entraîne à court terme (durant le trimestre) une hausse des loyers de 2,3299% (b_2). Une hausse générale des prix à la consommation se répercute à court terme sur les loyers à raison de 0,2604% (b_1). L'élasticité à long terme des loyers par rapport à l'IPC est définie par la restriction $\beta_1 = 1,0$ puisque l'estimation non contrainte de ce paramètre diffère peu de celle obtenue sous contrainte. L'équilibre de long terme est déterminé par l'équation suivante:

$$\ln(ph) = 0,3693 + \ln(pc) + 4,9229 r_{hypo} + 0,00326 t.$$

Pour des taux hypothécaires inchangés, les loyers augmentent à long terme de 0,326% par trimestre par rapport à l'ensemble des prix à la consommation (β_3). Une hausse des taux hypothécaires d'un point de pourcentage conduit à une hausse des loyers de 4,9229% (β_2) à long terme. Les déviations des loyers par rapport à cet équilibre de long terme se réduisent approximativement de 17% par trimestre (paramètre γ de correction d'erreur). La qualité de l'ajustement de l'équation est également satisfaisante puisque l'écart-type est relativement faible (0,343) et le R^2 (0,839) proche de l'unité (par rapport à la variation trimestrielle des taux hypothécaires).

Equation des loyers

Encadré 2

$$(2) \quad \Delta \ln(ph_t) = b_1 \Delta \ln(pc_t) + b_2 \Delta r_{hypo_t} + b_3 \Delta \ln(ph_{t-1}) - \gamma (\ln(ph_{t-1}) - \alpha - \beta_1 \ln(pc_{t-1}) - \beta_2 r_{hypo_{t-1}} - \beta_3 t)$$

ph: indice des loyers

pc: indice suisse des prix à la consommation

r_{hypo}: taux des anciennes hypothèques/100

Période d'estimation: 1981t1–2002t4

$R^2 = 0,839$ Durbin-Watson = 2,109

Ecart-type de l'équation = 0,00343

Somme des résidus au carré = 0,000955

Estimation des paramètres (écarts-types):

$b_1 = 0,2604$ (0,0962) $\beta_1 = 1,0$ (contrainte)

$b_2 = 2,3299$ (0,3017) $\beta_2 = 4,9229$ (0,4564)

$b_3 = 0,1581$ (0,0801) $\beta_3 = 0,00326$ (0,00011)

$\gamma = 0,1705$ (0,0379) $\alpha = 0,3693$ (0,0756)

Réactions suite à la hausse ou à la baisse des taux hypothécaires

$b_{21} = 2,9777$ (0,476499) $b_{22} = 1,8822$ (0,3935)

Somme des résidus au carré = 0,000920

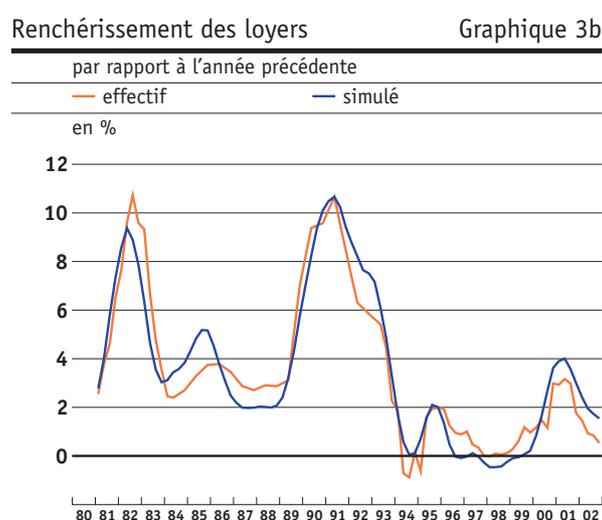
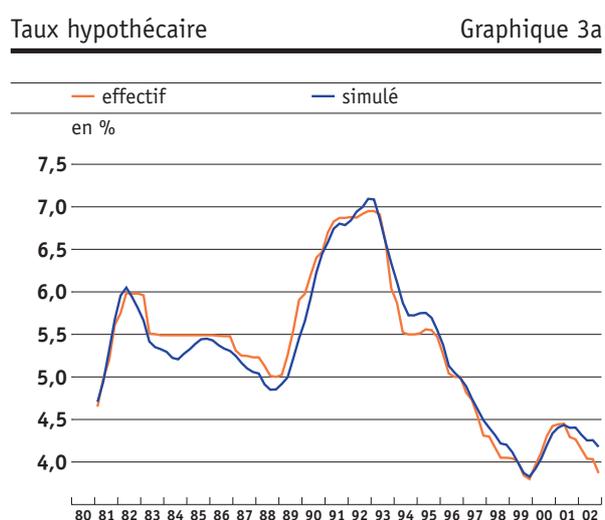
$H_0: b_{21} = b_{22}$ F-test = 2,8840 P-valeur = 0,0896

Du point de vue économétrique, l'éventuelle asymétrie résultant de l'ajustement des loyers suite à une hausse ou à une baisse des taux hypothécaires peut se traiter de la manière suivante. La variable Δr_{hypo} est divisée en $\Delta r_{hypo}^+ = \max(\Delta r_{hypo}, 0)$ et $\Delta r_{hypo}^- = \min(\Delta r_{hypo}, 0)$. Si les taux hypothécaires montent, Δr_{hypo}^+ mesure la hausse et Δr_{hypo}^- est égal à zéro. Dans le cas d'une diminution des taux hypothécaires, Δr_{hypo}^- mesure la baisse et Δr_{hypo}^+ est égal à zéro. L'estimation de cette extension de

l'équation initiale montre effectivement qu'un accroissement des taux hypothécaires a un impact plus important sur les loyers ($b_{21} = 2,9777$) qu'une diminution ($b_{22} = 1,8822$) (encadré 2). En considérant la contrainte $b_{21} = b_{22}$, l'équation modifiée par extension est égale à l'équation initiale. Cette hypothèse est testée à l'aide d'un F-test. La P-valeur résultant du test se chiffre à 0,0896, ce qui signifie que l'hypothèse ne peut pas être rejetée au seuil de 5%.⁴ Par conséquent, l'hypothèse d'une éventuelle asymétrie dans l'ajustement des loyers peut être économétriquement rejetée. Malgré cette constatation empirique, l'opinion publique a toutefois l'impression qu'une asymétrie prédomine puisque le renchérissement des loyers a atteint, durant la période 1980–2002, une moyenne positive d'environ 3,6%. A ce sujet, il convient de nuancer notre propos en précisant que la hausse des loyers est fondée également sur des facteurs autres que l'augmentation des taux hypothécaires. Ainsi, le renchérissement des loyers se trouve être rarement négatif même en cas de réactions symétriques à la hausse ou à la baisse des taux hypothécaires. En d'autres termes, une baisse des taux hypothécaires a seulement pour conséquence de plus ralentir la hausse des loyers qu'en moyenne à long terme.

Prises ensemble, les équations (1) et (2) décrivent la réaction des taux hypothécaires et des loyers suite aux variations de taux d'intérêt à court et long terme et des modifications des prix à la consommation. Les graphiques 3 et 4 mettent en évidence les caractéristiques dynamiques de ce sous-système. Le graphique 3 illustre la qualité de l'ajustement des équations dans le cas d'une simulation dynamique pour les trois variables explicatives rs , rl et pc ⁵ sur la base de valeurs historiques. La simulation de base trace avec une précision satisfaisante l'évolution effective des taux hypothécaires et du renchérissement des loyers.

Graphique 3: Ajustement dynamique des équations du taux hypothécaire et du renchérissement des loyers



4 Une différenciation des taux hypothécaires à la hausse et à la baisse peut également être obtenue par l'adaptation des loyers à long terme en ajoutant les variables Δr_{hypo} et Δr_{hypo} , pour la période d'estimation, au niveau des variables r_{hypo} et r_{hypo} . La réaction des loyers par rapport à ces variables est don-

née respectivement par les paramètres β_{21} et β_{22} . Cette distinction s'avère être statistiquement non significative. Les estimations de β_{21} et β_{22} diffèrent peu et s'élèvent respectivement à 4,579 et 5,133. La P-valeur de 0,639 permet sans autre de ne pas rejeter l'hypothèse restrictive $\beta_{21} = \beta_{22}$.

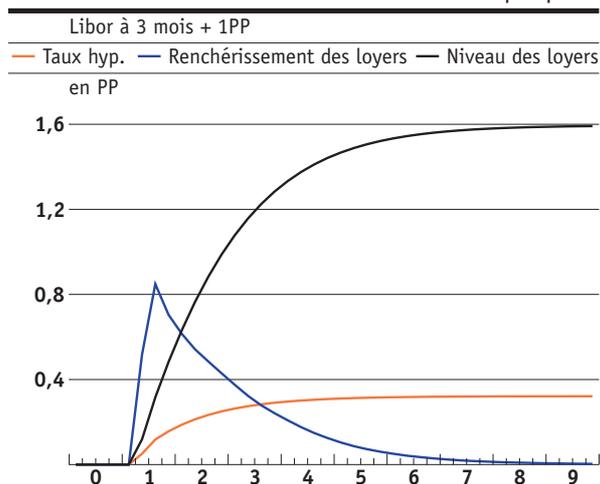
5 Les variables explicatives rs , rl et pc , traitées dans la simulation partielle comme variables exogènes, sont endogènes dans les simulations utilisant l'ensemble du modèle.

Le graphique 4 montre la réaction du taux hypothécaire et des loyers suite à une hausse des taux à court et long terme (déviations par rapport à la simulation de base) pour une période de neuf ans. Les taux à court terme sont majorés d'un point de pourcentage et les taux à long terme de 0,21 point. Ce rapport correspond à l'incidence moyenne des variations des taux à court terme sur les taux à long terme conformément à la structure des taux d'intérêt du modèle (non reportée). Durant la première année suivant le choc de taux d'intérêt, les taux hypothécaires augmentent de près de 0,2 point de pourcentage pour converger à long terme à un niveau maximum de 0,3 point de pourcentage par rapport à la simulation de base. Le renchérissement des loyers est alors vigoureusement stimulé par la hausse des taux hypothécaires et dépasse, deux trimestres après la majoration des taux, les valeurs de base de 0,85 point de pourcentage au maximum. Ensuite, cette hausse est atténuée dans le sillage du ralentissement de la hausse des taux hypothécaires. Finalement, le niveau de l'augmentation des loyers excède à long terme de près de 1,6% la trajectoire de référence.

Conformément au droit du bail actuel, les loyers peuvent être majorés de 2,5% par quart de point de pourcentage de hausse des taux hypothécaires (de 2% dans le cas de taux hypothécaires supérieurs à 6% et de 3% dans le cas de taux inférieurs à 5%). En se référant à la simulation, les taux hypothécaires augmentent de quelque 0,3 point de pourcentage et les loyers de 1,6%, ce qui correspond à une hausse des loyers d'environ 1,2% par quart de point de pourcentage de majoration des taux hypothécaires. Cela représente environ la moitié de l'ajustement légal autorisé. Cette situation pourrait être expliquée par

l'augmentation de la part des logements loués aux prix du marché et par le fait qu'également sous le régime légal actuel la charge des taux d'intérêt supportée par les propriétaires immobiliers n'est pas répercutée sur les loyers.

Réaction à une hausse des taux d'intérêt Graphique 4



3 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire – droit du bail en vigueur contre nouveau droit du bail

3.1 Le droit actuel

La simulation précédente revêt les caractéristiques d'une analyse partielle. Elle permet de mettre en évidence, sous le régime actuel, que le durcissement de la politique monétaire ne conduit pas uniquement à un renchérissement des loyers mais s'accompagne aussi d'effets contraires atténuant ce renchérissement. La simulation d'une politique monétaire restrictive, appliquée cette fois à l'ensemble du modèle, ne fait que stimuler davantage le renchérissement des loyers par rapport à l'analyse partielle puisque les loyers entrent à raison de 20% dans le calcul de l'IPC. En outre, une majoration des taux d'intérêt entraîne un ralentissement de la conjoncture à travers différents canaux, ce qui permet de contenir la hausse du renchérissement des loyers et finit par atténuer la hausse des prix à la consommation. D'une part, les taux d'intérêt plus élevés, ralentissant le développement des composantes internes de la demande globale, permettent de limiter les pressions inflationnistes. D'autre part, la majoration des intérêts entraîne une appréciation du franc impliquant une baisse directe des prix à l'importation et exerce un impact négatif sur la demande globale via le commerce extérieur. Les pressions inflationnistes en Suisse se réduisent d'autant.

Ce mécanisme de transmission est présenté dans le graphique 5. Une simulation de base est à nouveau comparée à une simulation alternative. Cette dernière reflète l'hypothèse d'un durcissement de la politique monétaire exprimé par un relèvement d'un point de pourcentage des taux d'intérêt à court terme dès le premier trimestre de la période de simulation. Le graphique illustre les écarts en points de pourcentage de la simulation alternative par rapport à celle de base pour un horizon de 5 ans. Les taux d'intérêt à long terme augmentent immédiatement de 0,2 point de pourcentage alors que les taux hypothécaires augmentent à long terme de 0,3 point avec un retard d'un trimestre. Cette description correspond à l'analyse partielle exposée précédemment. La croissance du PIB s'atténue au maximum de 0,6 point de pourcentage par l'intermédiaire des effets mentionnés sur la demande globale un an après le chan-

gement de politique monétaire. La hausse des prix à la consommation diminue de quelque 0,2 point de pourcentage au premier trimestre de la simulation suite à l'appréciation du franc induite par le relèvement des taux. La hausse des prix s'accélère légèrement au cours des deux trimestres suivants, à cause de la répercussion des taux hypothécaires sur les loyers. Par conséquent, un an après le relèvement des taux, une diminution de la croissance du PIB de 0,6 point de pourcentage ne conduit qu'à une diminution de 0,15 point de pourcentage du renchérissement des prix. Cela s'avère être insatisfaisant du point de vue de la politique monétaire.

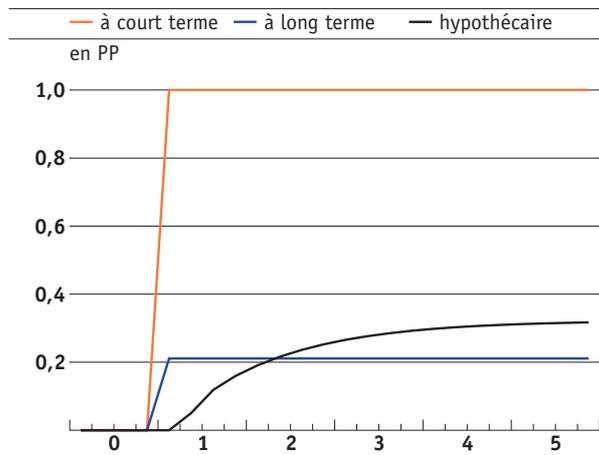
En ce qui concerne les composantes de la demande, ce sont les exportations (appréciation du franc) qui baissent le plus rapidement et les investissements effectués dans les logements (hausse des taux d'intérêt) qui fléchissent le plus fortement. Les diminutions de croissance qui en découlent atteignent respectivement au maximum 1,2 et 2,9 points de pourcentage. Quant aux investissements des entreprises (investissements en biens d'équipement et en constructions industrielles), la croissance fléchit au maximum de 1,4 points de pourcentage (utilisation plus faible des capacités de production, augmentation des coûts du capital). La consommation des ménages réagit passivement et son taux de croissance ne subit qu'au maximum une baisse de 0,5 point de pourcentage (augmentation des intérêts, diminution du revenu réel des ménages), la durée s'étendant néanmoins sur plusieurs années. Au début de la simulation, l'inflation, mesurée par la hausse de l'IPC, est soumise à des effets opposés. Alors que le renchérissement des importations se réduit rapidement de 2,3 points de pourcentage, celui des loyers augmente d'environ 0,7 point de pourcentage. L'inflation de la valeur ajoutée intérieure, mesurée par le déflateur du PIB, ne réagit pratiquement pas à court terme. Cette dernière ne diminue en fait que lorsque l'écart de production (Output Gap) se creuse et le chômage s'accroît. A long terme, des effets modérateurs entraînent une diminution de l'écart entre les divers taux d'inflation. L'augmentation des prix à la consommation, qui occupe une position essentielle dans le concept de politique monétaire de la BNS, fléchit à long terme (après cinq ans) de 0,5 point de pourcentage suite à un relèvement d'un point de pourcentage du Libor à trois mois, après avoir absorbé l'effet contraire d'une hausse des loyers.⁶

6 Le modèle décrit la dynamique des salaires et des prix sous la forme d'une courbe de Phillips convexe. Par conséquent, des modifications de la demande en situation de sous-utilisation des capacités de production influencent avant tout la croissance réelle alors qu'en cas de forte utilisation de celles-ci, ce sont surtout les prix et les salaires qui réagissent. Les effets de la politique monétaire sur la croissance

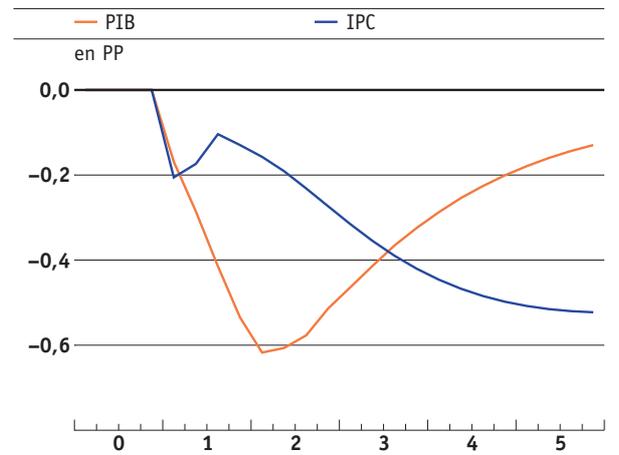
réelle et l'inflation dépendent donc de la conjoncture initiale. La simulation proposée repose sur l'hypothèse d'une situation conjoncturelle plus favorable qu'en moyenne. En cas de boom économique, le ralentissement de l'inflation qui découlerait d'un durcissement de la politique monétaire serait un peu plus fort et celui de la croissance du PIB un peu plus faible.

Graphique 5: Mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du droit du bail actuel
 Relèvement du taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
 Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

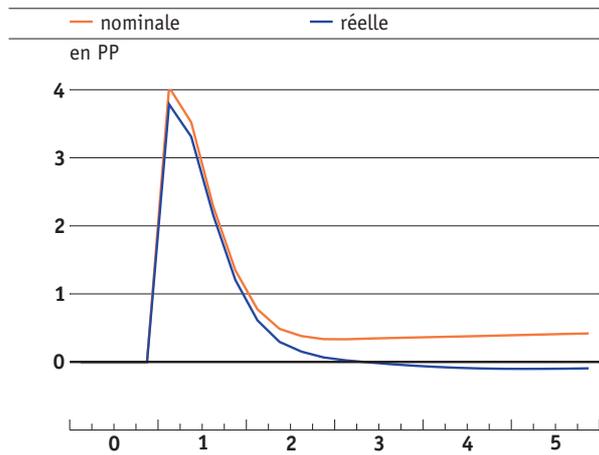
Taux d'intérêt Graphique 5a



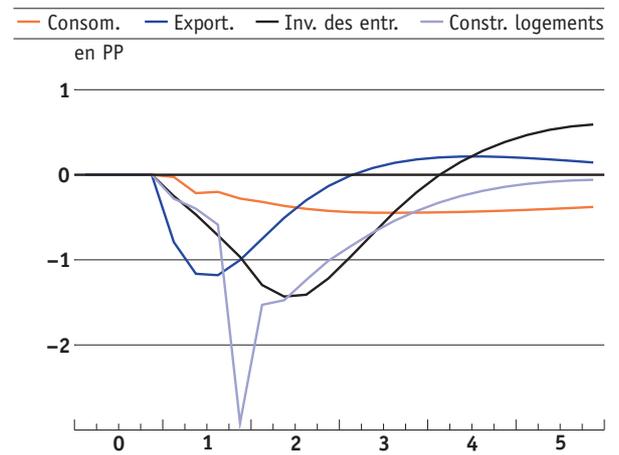
Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 5b



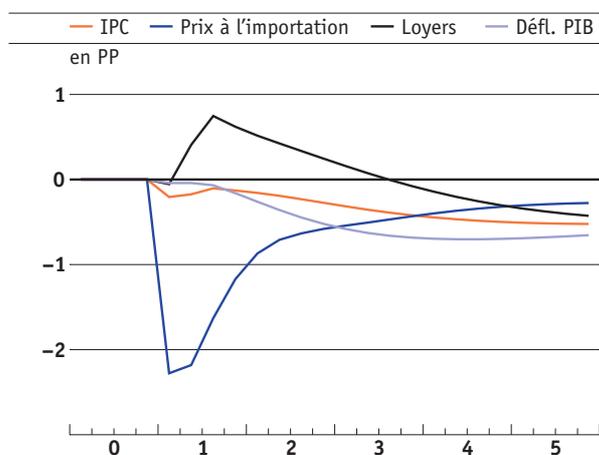
Appréciation du franc Graphique 5c



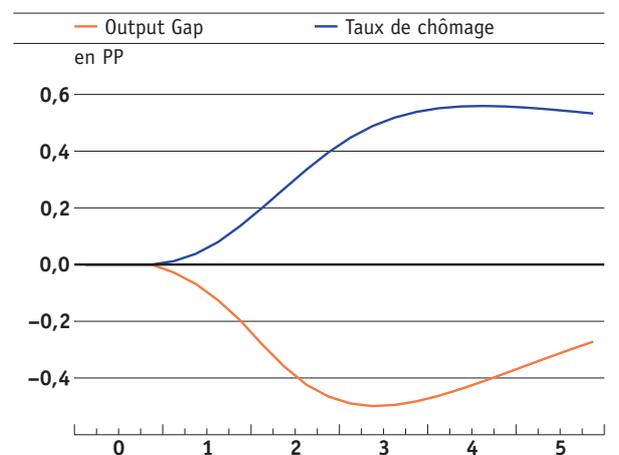
Croissance de la demande Graphique 5d



Divers taux d'inflation Graphique 5e



Output Gap et taux de chômage Graphique 5f



3.2 Le nouveau droit

Dans la simulation du mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du nouveau droit du bail, l'équation des loyers (2) estimée économétriquement doit être remplacée par une équation tenant compte des modifications législatives. Malheureusement, par manque de données appropriées, l'estimation ne permet pas de dire dans quelle mesure ces modifications influenceront la fixation des loyers. En règle générale, c'est surtout le critère de comparaison des loyers servant à l'appréciation des abus en matière de location qui est contesté. Cependant, cet aspect du nouveau droit du bail ne s'avère pas être prépondérant pour la politique monétaire. Si le recours à l'instrument des loyers comparatifs devait faire augmenter davantage les loyers – comme le craint par exemple l'Association des locataires – le déroulement de ce processus serait indépendant de la politique monétaire et n'influencerait guère son mécanisme de transmission. En d'autres termes, si l'augmentation du renchérissement des loyers figurait dans la simulation de base, les implications d'une modification de la politique monétaire par rapport à cette simulation seraient sans effet. En revanche, le remplacement du taux hypothécaire par l'IPC dans l'indexation des loyers est important pour la politique monétaire. Ainsi, en liant les loyers à l'IPC, l'impact d'un durcissement de la politique monétaire sur le renforcement du renchérissement des loyers serait amenuisé.

Le modèle de simulation basé sur une stricte indexation des loyers sur l'IPC est obtenu en remplaçant l'équation (2) par

$$(2') \Delta \ln(ph_t) = \alpha + \Delta \ln(pc_t).$$

Concernant la constante α – pendant de β_3 dans l'équation (2) – il faudrait supposer une valeur légèrement positive car le renchérissement des loyers dépasse celui de l'IPC en moyenne historique d'environ un point de pourcentage. De ce fait, l'équation (2') génère une simulation de base qui coïncide, à long terme, avec la simulation effectuée sous (2).

Cependant, l'équation (2') ne reflète pas parfaitement la révision du droit du bail puisque cette dernière permet des majorations de loyers conformes à la hausse moyenne de l'IPC durant les deux dernières années. Par conséquent, l'équation présentée ci-dessous permet de mieux tenir compte de cet argument légal:

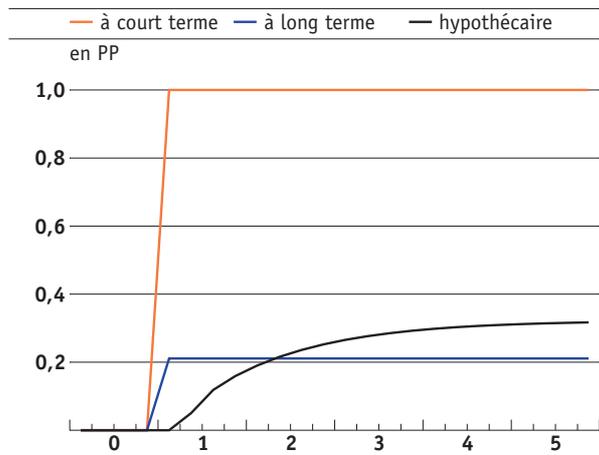
$$(2'') \Delta \ln(ph_t) = \alpha + \ln(pc_{t-1}/pc_{t-9})/8.$$

Ce contexte législatif est moins favorable pour la politique monétaire que celui présenté sous (2') car le renchérissement des loyers suit avec un certain retard le recul de l'ensemble des prix à la consommation lorsque la politique monétaire devient restrictive et – avec une part de 20% dans l'IPC – freine donc quelque peu le recul de l'inflation.

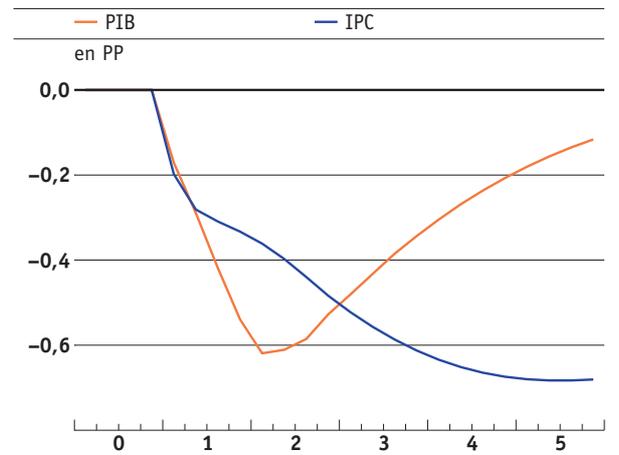
Le mécanisme de transmission de l'équation (2'') figure dans le graphique 6. Un relèvement des taux d'intérêt à court terme d'un point de pourcentage par rapport à la simulation de base est à nouveau estimé. Pour information, toutes les autres hypothèses sont reprises de la simulation antérieure (graphique 5). Comme le montre la comparaison des deux graphiques, le mécanisme de transmission ne se trouve pas être fondamentalement perturbé par la prise en considération du nouveau droit du bail. Il semblerait par contre que le recul de l'inflation soit plus efficace et plus rapide lorsqu'il y a durcissement de la politique monétaire sous le nouveau droit du bail (relèvement d'un point de pourcentage du taux d'intérêt). La baisse du renchérissement se chiffre à 0,3 point de pourcentage (0,1 point sous le régime du droit du bail en vigueur) après trois trimestres et à 0,6 point de pourcentage après trois ans (0,4 point). A long terme, l'inflation se résorbe de près de 0,7 point de pourcentage sous le nouveau régime, alors qu'elle ne diminue que de 0,5 point dans le cas des loyers liés à l'évolution des taux hypothécaires.

Graphique 6: Mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du nouveau droit
 Relèvement du taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
 Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

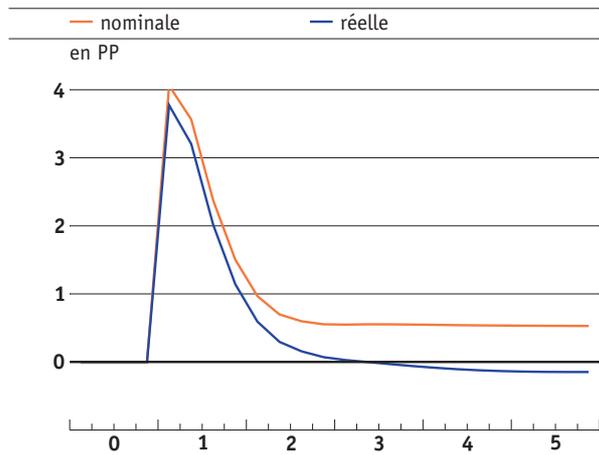
Taux d'intérêt Graphique 6a



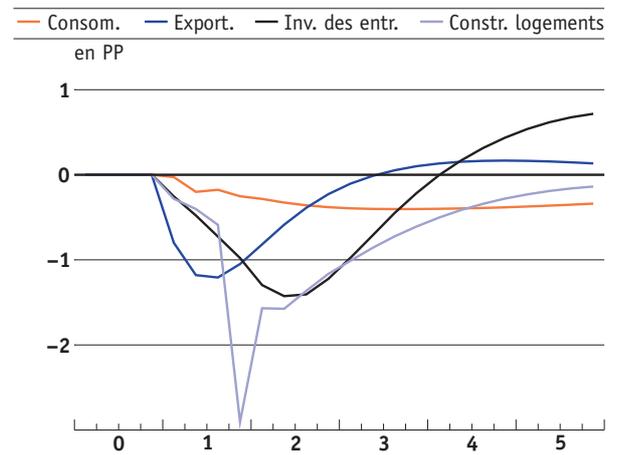
Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 6b



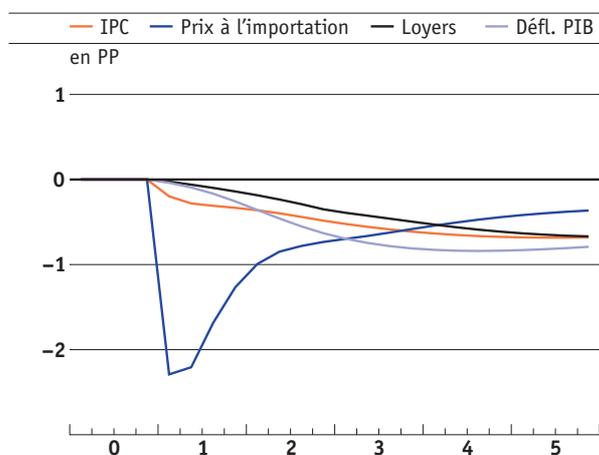
Appréciation du franc Graphique 6c



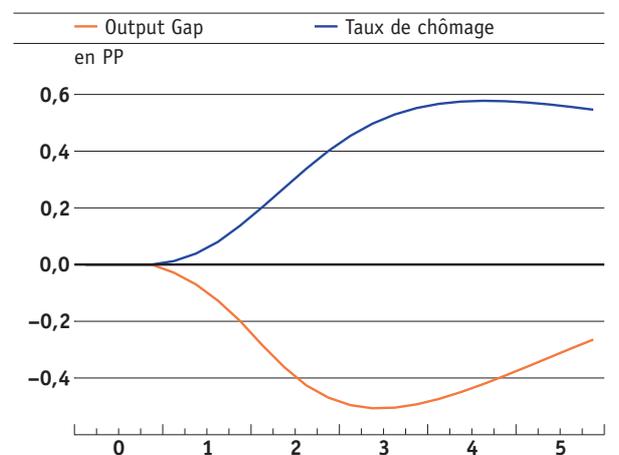
Croissance de la demande Graphique 6d



Divers taux d'inflation Graphique 6e



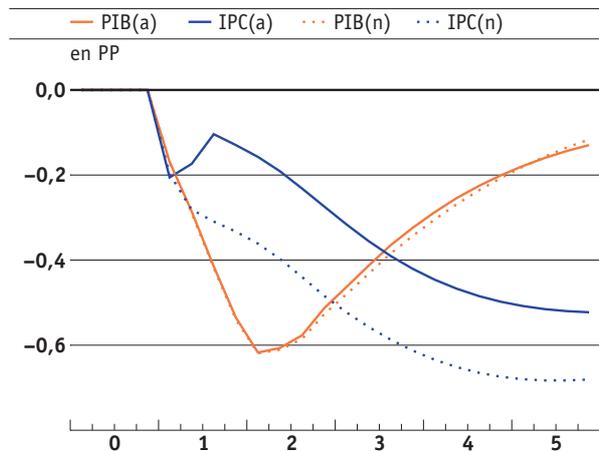
Output Gap et taux de chômage Graphique 6f



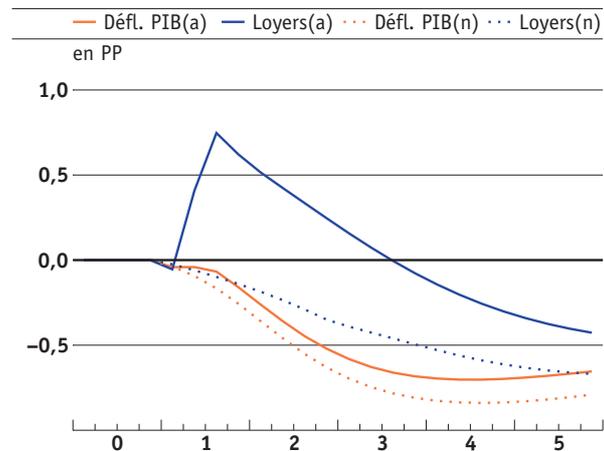
Graphique 7: Mécanisme de transmission de la politique monétaire: droit du bail en vigueur (a) contre nouveau droit (n)

Relèvement du taux à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 7a



Inflation et prix des loyers Grafiqne 7b



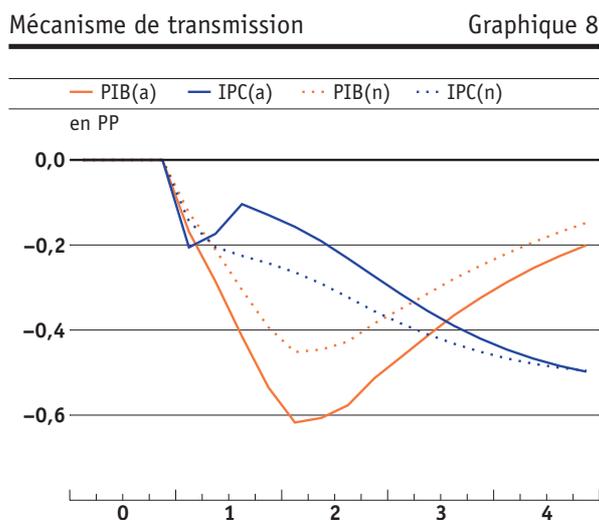
Les modifications du mécanisme de transmission de la politique monétaire résultant du nouveau droit du bail figurent dans le graphique 7 et permettent la comparaison des variables sélectionnées pour les deux simulations. Le durcissement de la politique monétaire, quel que soit le régime du droit du bail, freine la croissance du PIB d'un montant pratiquement équivalent. Une analyse des diverses composantes du PIB montre que le recul de la consommation des ménages est moins fort sous le régime du nouveau droit parce que le revenu réel disponible des ménages diminue plus faiblement en raison du découplage des loyers des taux hypothécaires. En revanche, le fait que la majoration des taux hypothécaires ne puisse pas être répercutée sur les loyers a pour effet de détériorer davantage la rentabilité des logements loués. Par conséquent, les investissements effectués dans les logements se contractent plus fortement suite à la hausse des taux sous le régime du nouveau droit. Concernant l'économie réelle, les différences observées entre les deux régimes sont donc relativement peu importantes. En revanche, le principal changement est que le renchérissement des loyers s'accélère fortement en cas de durcissement de la politique monétaire sous le régime du droit actuel alors qu'il suit la baisse du renchérissement général de la consommation avec un certain décalage sous le régime du nouveau droit du bail. Cela entraîne donc une diminution de l'inflation beaucoup plus rapide ayant pour écart 0,2 point de pourcentage. La hausse

des prix de la valeur ajoutée intérieure mesurée par le déflateur du PIB réagit aussi un peu plus rapidement et plus fortement suite à un durcissement de la politique monétaire sous le nouveau droit du bail.

Au lieu de procéder à un relèvement identique du Libor à trois mois pour les deux régimes, on peut se demander, avec le nouveau droit du bail, quel doit être le degré de restriction de la politique monétaire pour faire baisser, dans un laps de temps donné, l'inflation d'un même montant que sous le régime actuel. Le graphique 8 montre qu'il faut attendre quatre ans et un relèvement des taux à court terme d'un point de pourcentage sous le régime du droit du bail actuel, respectivement de 0,725 sous le nouveau régime, pour faire diminuer l'inflation d'un même montant (0,5 point de pourcentage). Toutefois, même si le taux d'inflation baisse de façon uniforme, l'effet modérateur exercé sur le niveau des prix à la consommation est un peu plus vigoureux pour le nouveau droit, à savoir 1,4% contre 1,2%. Par ailleurs, la réduction de l'inflation contribue surtout, sous le régime du nouveau droit, à ralentir plus faiblement l'activité économique. Ainsi, la baisse de croissance s'élève au maximum à 0,45 point de pourcentage contre 0,62 point de pourcentage sous le régime du droit actuel. Finalement, après quatre ans, le niveau du PIB se situe à 1,1% en dessous de la trajectoire de référence plutôt qu'à 1,5%.

Graphique 8: Mécanisme de transmission de la politique monétaire: droit du bail en vigueur (a) contre nouveau droit (n)

Relèvement du Libor à trois mois d'un point de pourcentage (a) et de 0,725 point (n)



Les résultats des simulations figurant dans les graphiques 7 et 8 confirment l'opinion partagée depuis des années par la BNS, selon laquelle il conviendrait de découpler les loyers des taux hypothécaires.⁷ Sous le régime du droit en vigueur, la BNS doit systématiquement expliquer au public que lorsqu'elle mène une politique monétaire restrictive pour lutter contre la hausse des prix, un renchérissement des loyers à court terme est inévitable. Ce problème de communication influence probablement les anticipations inflationnistes du public et atténue l'efficacité de la politique monétaire. Dans le cas du nouveau droit du bail, un durcissement déterminé de la politique monétaire permettrait une réduction plus rapide de l'inflation grâce au découplage des loyers du taux hypothécaire. Cette situation faciliterait non seulement la communication des décisions de politique monétaire, mais devrait également contribuer à accroître l'efficacité de cette politique à l'aide d'une meilleure formation des anticipations. A ce propos, notons que les effets sur la formation des anticipations ne sont pas pris en considération dans le modèle. Par conséquent, les simulations du modèle pourraient avoir tendance à sous-estimer les avantages du nouveau droit du bail pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

7 Voir Lusser (1990), Rich (1993) et Roth (2002).

4 Résumé

Le présent exposé examine, par le biais de simulations du modèle macroéconométrique de la BNS, les implications de la révision du droit du bail, adoptée par le Parlement en décembre 2002, pour la politique monétaire. Sous le régime du droit du bail en vigueur, les variations du taux hypothécaire sont reportées sur les loyers. L'impression générale émanant de l'opinion publique selon laquelle une asymétrie subsisterait dans l'ajustement des loyers (les hausses de taux hypothécaires seraient répercutées sur les loyers, alors que les locataires ne bénéficieraient qu'en partie des baisses) n'est pas vérifiée économétriquement. Par contre, l'indexation des loyers sur les taux hypothécaires s'avère être problématique pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. De façon générale, lorsque la politique monétaire se durcit, la hausse du niveau général des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation des taux hypothécaires qui conduit à une élévation du niveau des loyers. Comme les loyers ont une pondération de 20% dans le calcul de l'IPC et que celui-ci se repercute dans les frais de production des entreprises par l'intermédiaire des salaires, le recul de l'inflation visé par un durcissement de la politique monétaire est à court terme voué à l'échec. En même temps, il faut être prêt à accepter une réduction sensible de la croissance réelle.

En revanche, grâce à l'indexation des loyers sur l'IPC, un durcissement de la politique monétaire ne conduit pas à un renchérissement des loyers, mais au contraire engendre une diminution des loyers suivant avec un certain retard la baisse du niveau des prix à la consommation. C'est pourquoi la diminution de l'inflation a lieu plus rapidement et de façon continue. Une réduction déterminée du taux d'inflation est réalisée par un relèvement plus faible des taux d'intérêt ayant pour conséquence un fléchissement inférieur de la croissance. En ce qui concerne le mécanisme de transmission de la politique monétaire et la communication de la politique monétaire, l'indexation des loyers sur l'IPC prévue par le nouveau droit du bail peut donc être considérée comme positive par rapport à la réglementation en vigueur.

Références bibliographiques

Conseil fédéral. 1999. Message relatif à la révision partielle du droit du bail dans le code des obligations et à l'initiative populaire «pour des loyers loyaux» du 15 septembre 1999.

Fontana, K. 2003. Die Vergleichs- und Indexmiete. *Neue Zürcher Zeitung*, 19 mars 2003.

Layard, R., Nickel, S. et Jackman, R. 1991. *Unemployment – Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.

Lusser, M. 1990. Liegenschaftenmarkt, Hypothekemarkt und Geldpolitik. Conférence tenue à Coire lors de l'Assemblée générale de l'Union suisse des professionnels de l'immobilier, 4 mai 1990.

Rich, G. 1993. Die stabilitätspolitische Rolle der Nationalbank. Conférence tenue lors du 21^e colloque du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, 25 mai 1993.

Roth, J.-P. 2002. Immobilienpreise und Geldpolitik. Conférence tenue lors de la réunion des présidents de l'Association suisse des propriétaires immobiliers, 30 novembre 2002.

Stalder, P. 2001. Un modèle macroéconométrique pour la Suisse. *Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse* 2.

Message concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or de la Banque nationale suisse et l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS»

Le 20 août 2003, le Conseil fédéral a adopté à l'intention des Chambres fédérales le message concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or de la Banque nationale et l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS». Le 29 janvier 2003 déjà, il avait pris des décisions de principe sur l'affectation des actifs dont la BNS n'a plus besoin («actifs libres») et sur l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS»; il avait également chargé le Département fédéral des finances (DFF) de rédiger un message concernant ces objets.

Selon la proposition du Conseil fédéral, les avoirs dont la BNS n'a plus besoin pour mener la politique monétaire doivent être conservés à leur valeur réelle et gérés dans un fonds extérieur à la BNS. Durant 30 ans, les revenus réels qui en seront tirés seront distribués à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. Sauf décision de reconduction du fonds, le capital sera à cette échéance attribué à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. Une disposition transitoire dans la constitution fédérale (art. 197 [nouveau] Cst.) doit servir de fondement juridique à cette affectation.

Dans le second projet, le Conseil fédéral recommande le rejet de l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS». L'initiative prévoit que les bénéfices de l'institut d'émission soient versés au fonds AVS, sauf une part annuelle d'un milliard de francs devant être attribuée aux cantons. Selon le Conseil fédéral, cette initiative ne permettrait pas d'assainir à long terme l'AVS. Le Conseil fédéral estime en outre que l'ancrage d'un objectif de financement de l'AVS dans l'article constitutionnel sur la politique monétaire (art. 99, al. 4, Cst.) pourrait remettre en question la crédibilité de la BNS et exposer cette dernière à des pressions politiques plus fortes.

Les deux projets constituent des arrêtés fédéraux distincts. Ils peuvent être acceptés ou rejetés séparément. Comme tous deux portent au sens large sur l'utilisation du patrimoine de la Banque nationale, le Conseil fédéral a décidé de les soumettre au Parlement dans le même message.

Révision totale de la loi sur la Banque nationale

Adoption de la nouvelle loi par les Chambres fédérales

Le 15 septembre 2003, le Conseil national a examiné le message et le projet de loi du Conseil fédéral concernant la révision totale de la loi sur la Banque nationale (LBN; voir Bulletin trimestriel 1/2003, page 59). Il a suivi presque intégralement le projet du Conseil fédéral, d'où deux différences matérielles par rapport à la version issue des délibérations du Conseil des Etats. Le Conseil national a en effet rejeté l'inclusion, dans les réserves minimales à constituer par les banques, des avoirs que celles-ci détiennent en comptes postaux. En outre, pour ce qui a trait à la nomination des membres de la Direction générale et de leurs suppléants, il s'est prononcé pour le maintien de la réglementation actuelle qui veut que ces nominations soient faites par le Conseil fédéral sur proposition du Conseil de banque.

Dans l'élimination des différences, le Conseil des Etats s'est rallié, au premier réexamen, à la procédure retenue par le Conseil national pour la nomination des membres de la Direction générale et de leurs suppléants. Par contre, la question du traitement des avoirs en comptes postaux dans la réglementation afférente aux réserves minimales des banques a dû être soumise à la conférence de conciliation des deux Chambres. Celle-ci a proposé l'exclusion des avoirs en comptes postaux des réserves minimales à constituer par les banques, et les deux Chambres se sont ensuite prononcées dans ce sens. Le 3 octobre 2003, le projet de loi, ainsi mis au point, a été adopté par les deux Chambres, à une forte majorité, lors des votations finales.

En fin de compte, les délibérations dans les deux Chambres ont apporté, sur un seul point, une modification matérielle au projet du Conseil fédéral. Ce point porte sur l'obligation faite à la Banque nationale de rendre compte à l'Assemblée fédérale. L'obligation a été rendue plus formelle dans la mesure où la Direction générale devra remettre annuellement un rapport écrit au Parlement sur l'accomplissement des tâches légales assignées à la Banque nationale. Si le délai référendaire de trois mois n'est pas utilisé, la nouvelle loi sur la Banque nationale pourrait entrer en vigueur au printemps de 2004.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

Visiolink AG, Zurich

Impression

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789). On peut s'y abonner à l'adresse suivante: Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, téléphone 01 928 55 25, télécopie 0848 80 55 20

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques économiques:
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

