

Mars

2004

1

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Mars

1/2004

22<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Sommaire</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
44	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
48	<b>Swiss National Bank Working Papers and Economic Studies: résumés</b>
50	<b>Chronique monétaire</b>



### **Rapport sur la politique monétaire (p. 6)**

Lors de son examen trimestriel de la situation du 18 mars 2004, la Banque nationale suisse a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois sera maintenu autour de 0,25%.

En Suisse, la reprise économique repose sur une assise de plus en plus large. Mais la reprise n'est pas encore assurée. D'un autre côté, le potentiel inflationniste est faible à court terme. C'est pourquoi la BNS entend poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Afin de garantir la stabilité des prix à moyen terme également, elle devra durcir sa politique monétaire dans une phase ultérieure. Pour 2004, l'institut d'émission table sur une croissance économique de 1,5% à 2%. Le taux annuel moyen de renchérissement devrait s'établir à 0,4% en 2004, puis passer à 1% l'année suivante et atteindre 2,3% en 2006.

Telle qu'elle est prévue, l'inflation sort, dès le milieu de 2006, de la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. Mais il faut préciser que la prévision repose comme toujours sur un Libor à trois mois constant, donc sur une politique monétaire qui resterait inchangée ces trois prochaines années. Il convient également de rappeler que plus la période sur laquelle porte une prévision est longue, plus la fiabilité de la prévision diminue.

Depuis plus de deux ans, la BNS mène une politique monétaire très expansionniste. Elle a réagi rapidement et nettement à la détérioration de la situation économique et aux pressions à la hausse que le franc subissait sur les marchés des changes. Cette politique expansionniste a été possible parce que les perspectives de renchérissement sont restées très modérées dans cette phase.

Grâce aux conditions monétaires favorables et à l'amélioration de la conjoncture sur le plan international, l'économie suisse redémarre peu à peu. Néanmoins, certains risques pèsent toujours sur le caractère durable de la reprise économique. La BNS ne veut pas compromettre le redressement de l'activité économique en Suisse par une hausse trop rapide des taux d'intérêt. C'est pourquoi elle entend poursuivre sa politique monétaire expansionniste.

La BNS ne peut cependant pas mener indéfiniment une telle politique sans mettre en danger la stabilité des prix. La vive expansion des agrégats monétaires s'explique en partie par des effets spéciaux, mais les liquidités à la disposition de l'économie ont sensiblement augmenté. La BNS suivra très attentivement cette évolution. Elle devra adapter sa politique monétaire lorsque les signes d'une reprise économique se confirmeront clairement.

### **Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (p. 44)**

Dans les entreprises, la marche des affaires et le climat se sont améliorés ces derniers mois. Plusieurs interlocuteurs estimaient que le redémarrage de la conjoncture était hésitant. En outre, toutes les branches n'en profitaient pas encore. Néanmoins, les tendances à l'amélioration l'emportaient nettement. Les entreprises portaient des jugements prudemment optimistes sur les perspectives conjoncturelles. Nombre d'entre elles ne tablaient pas sur une véritable reprise avant le second semestre et estimaient de surcroît que celle-ci serait modérée.

### **Swiss National Bank Working Papers and Economic Studies (p. 48)**

Bref résumé d'un article de Samuel Reynard «Financial Market Participation and the Apparent Instability of Money Demand», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2004.

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale pour l'examen trimestriel de la situation du 18 mars 2004

Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

## Table des matières

8	La stratégie de politique monétaire
9	Aperçu
11	1 Environnement international
14	2 Evolution économique en Suisse
16	2.1 Exportations
18	2.2 Investissements
19	2.3 Consommation
20	2.4 Utilisation des capacités de production
22	2.5 Marché du travail
23	3 Evolution monétaire
23	3.1 Evolution des taux d'intérêt
26	3.2 Cours de change et indice des conditions monétaires (ICM)
28	3.3 Prix des actifs
29	3.4 Agrégats monétaires
31	3.5 Crédits
34	4 Prix des biens
37	5 Perspectives
37	5.1 Economie mondiale
39	5.2 Suisse
40	6 Prévision d'inflation de la BNS
40	6.1 Hypothèses concernant l'évolution de l'économie mondiale
41	6.2 Prévision d'inflation du 1 <sup>er</sup> trimestre de 2004 au 4 <sup>e</sup> trimestre de 2006
42	7 Décision de politique monétaire et perspectives

## La stratégie de politique monétaire

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission de conduire la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS précise qu'elle entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. La BNS – deuxième élément – résume chaque trimestre sous la forme d'une prévision d'inflation son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Le laps de temps de trois ans correspond au décalage moyen avec lequel les impulsions de la politique monétaire influent sur l'IPC. Enfin, troisième élément, la BNS fixe un objectif opérationnel sous la forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. La marge de fluctuation lui offre une certaine souplesse et lui permet ainsi de réagir à des évolutions inattendues sur les marchés monétaires et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le rapport sur la politique monétaire, qui est rédigé en vue de chaque examen trimestriel de la situation, remplit cette double fonction. Il résume l'appréciation que la BNS a portée sur la situation économique et monétaire et les conséquences qu'elle en a tirées. Le rapport décrit l'évolution économique et monétaire et précise les principales hypothèses sur lesquelles repose la prévision d'inflation. Dans une dernière partie, il commente la prévision d'inflation et la décision de politique monétaire qui en résulte.

## Aperçu

Lors de son examen trimestriel de la situation du 18 mars 2004, la BNS a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois sera maintenu autour de 0,25%. En Suisse, la reprise économique repose sur une assise de plus en plus large. Elle n'est cependant pas encore assurée. D'un autre côté, le potentiel inflationniste est faible à court terme. C'est pourquoi la Banque nationale entend poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Afin de garantir la stabilité des prix à moyen terme également, la BNS devra durcir sa politique monétaire dans une phase ultérieure. Pour 2004, elle table sur une croissance économique de 1,5% à 2%. Sans modification de la politique monétaire, le taux annuel moyen de renchérissement devrait s'établir à 0,4% en 2004, puis passer à 1% l'année suivante et atteindre 2,3% en 2006.

Le retournement que la conjoncture a commencé à marquer au troisième trimestre de 2003 s'est confirmé au quatrième trimestre. La croissance du produit intérieur brut réel (PIB), mesurée d'un trimestre à l'autre, s'est renforcée. L'amélioration de la conjoncture sur le plan international et les taux d'intérêt bas ont des effets positifs sur l'économie suisse. En outre, les pressions à la hausse sur le franc ont faibli, abstraction faite de l'évolution du cours du dollar. Actuellement, la dynamique de croissance découle surtout de la forte demande étrangère et de la nette augmentation des investissements en biens d'équipement.

La reprise de l'économie suisse se renforcera sans doute ces prochains mois, et la croissance devrait reposer sur une assise plus large. En plus de la progression robuste des exportations et des investissements en biens d'équipement, la consommation privée devrait elle aussi gagner en vigueur. L'amélioration attendue sur le marché du travail à partir du milieu de 2004 y contribuera. La BNS s'attend à une croissance économique de 1,5% à 2% en 2004. Le taux d'utilisation des capacités de production devrait ainsi augmenter.

Bien que les perspectives se soient améliorées pour l'économie suisse ces derniers mois, des risques sont toujours présents. Un tassement de la conjoncture sur le plan international ou une évolution défavorable sur les marchés financiers pourraient nuire au redressement de l'activité économique en Suisse.

Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire faite en décembre 2003, les conditions monétaires se sont légèrement assouplies en Suisse. Le Libor à trois mois est resté très proche du niveau visé, soit 0,25%. Mais la valeur extérieure du franc a diminué en termes nominaux, et les agrégats monétaires ont continué leur vive expansion. Du fait de la croissance économique encore modeste, la progression des crédits bancaires est cependant restée faible. En revanche, les taux d'intérêt bas ont favorisé la poursuite de la hausse des cours sur les marchés suisses des actions et des obligations. Sur le marché des capitaux, les rendements se sont repliés, ce qui indique une baisse des anticipations inflationnistes à long terme. Sur le marché monétaire, les anticipations de taux d'intérêt ont diminué ces six derniers mois. Actuellement, les marchés n'anticipent aucune modification des taux d'intérêt au cours des trois prochains mois.

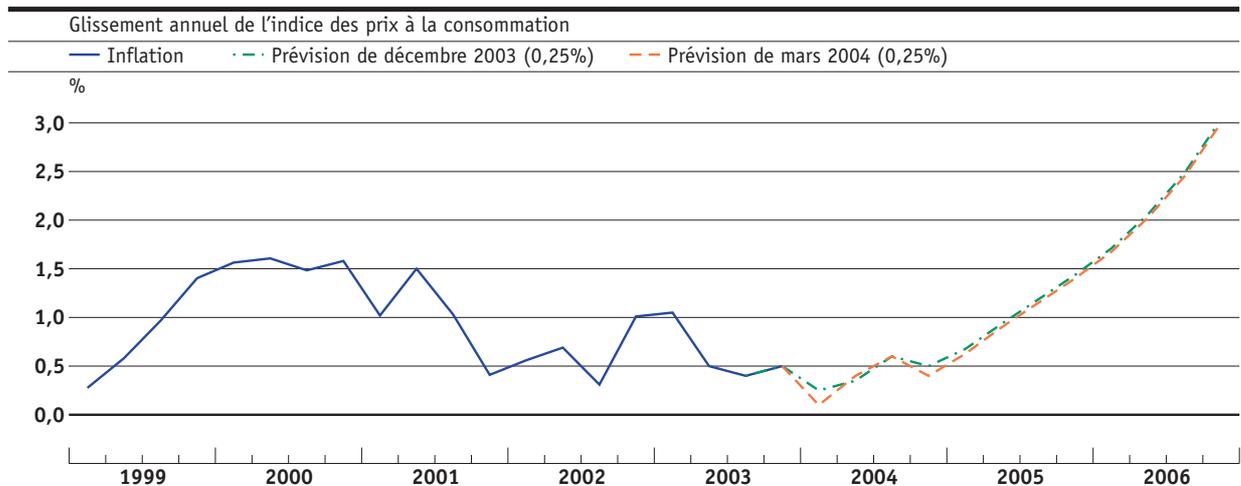
Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel est resté très stable au second semestre de 2003 et s'est établi en moyenne à 0,5%. Il a ensuite faibli, passant à 0,2% en janvier, puis à 0,1% en février. Ce repli a découlé en particulier d'un effet de base dans l'évolution des prix des produits pétroliers. L'inflation sous-jacente que calcule la BNS s'établissait à 0,5% en février, soit à un niveau quelque peu inférieur à la moyenne du quatrième trimestre de 2003.

Le graphique qui figure sur la page 10 montre la prévision d'inflation de décembre 2003 (courbe verte en tirets et points) et celle de mars 2004 (courbe en tirets rouges). Les hypothèses sur lesquelles repose la prévision la plus récente ne s'écartent que légèrement de celles qui avaient été retenues pour la prévision de décembre, étant donné que l'économie mondiale a évolué conformément aux attentes. Aux Etats-Unis, les mesures de politique fiscale n'ont plus d'effets positifs sur la croissance, mais on s'attend à une évolution soutenue de l'activité économique ces prochaines années. En Europe, la reprise de la conjoncture interviendra, estime-t-on, un peu plus tôt que ce qui avait été retenu pour la prévision de décembre. La fermeté de l'euro pourrait cependant restreindre la dynamique de croissance. Les tensions inflationnistes venant de l'étranger resteront faibles. La prévision repose en outre sur un prix du pétrole qui passera de nouveau au-dessous de 30 dollars le baril au cours de l'année 2004.

Établie sur la base d'un Libor à trois mois maintenu à 0,25% ces trois prochaines années, la nouvelle prévision d'inflation ne diverge que peu de celle de décembre. Les écarts se concentrent exclusivement sur le court terme. Ils sont dus à des effets de base et au renchérissement qui a été légèrement inférieur à ce qui était attendu. L'inflation devrait rester stable, autour de 0,5%, jusqu'à la fin de 2004. Dans cette phase, il est possible que le renchérissement soit inférieur à 0% certains mois. La prévision montre que, si la politique monétaire reste inchangée, l'inflation menace de marquer une nette hausse à partir du milieu de 2005. Le renchérissement atteint 1% au milieu de 2005, 2% douze mois plus tard et 3% vers la fin de 2006.

Telle qu'elle est prévue, l'inflation sort, dès le milieu de 2006, de la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. Mais il faut préciser que la prévision repose comme toujours sur un Libor à trois mois constant, donc sur une politique monétaire qui resterait inchangée ces trois prochaines années. Il convient également de rappeler que plus la période sur laquelle porte une prévision est longue, plus la fiabilité de la prévision diminue.

Prévisions d'inflation de décembre 2003, avec Libor à 0,25%, et de mars 2004, avec Libor à 0,25%



Prévision d'inflation de mars 2004 avec Libor à 0,25%

	2004	2005	2006
Inflation annuelle moyenne en %	0,4	1,0	2,3

# 1 Environnement international

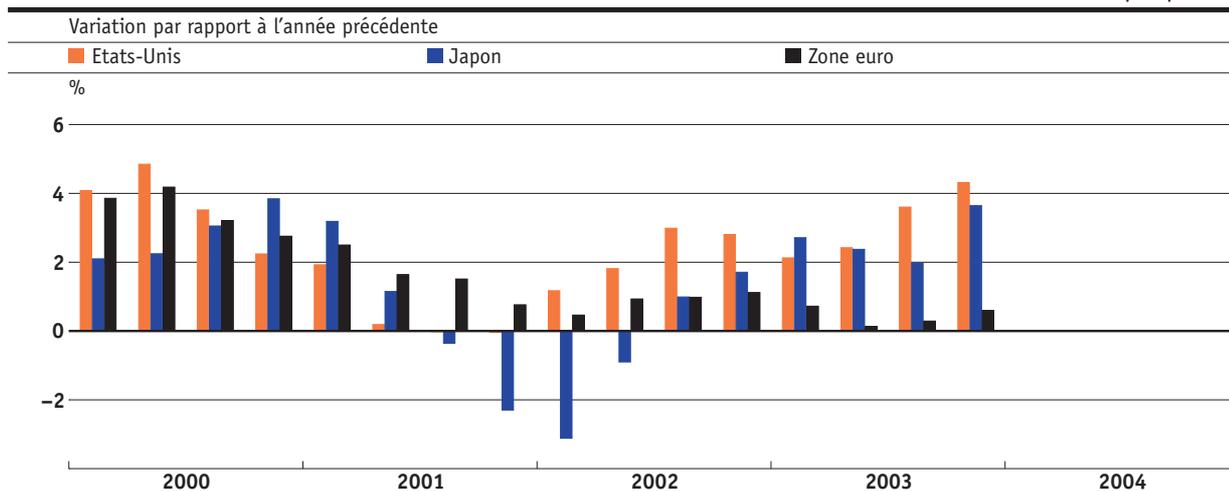
## Poursuite de la reprise de l'économie mondiale

Au second semestre de 2003, la conjoncture s'est améliorée sur le plan mondial. Néanmoins, des différences considérables subsistaient entre les grandes zones économiques. La croissance était encore faible dans la zone euro, mais déjà forte et reposant sur une large assise aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Les conditions-cadres sur le plan monétaire, généralement très favorables, et une politique budgétaire expansionniste ont contribué à la reprise.

Au début de cette année, la tendance de la conjoncture est restée réjouissante. La marche des affaires des entreprises s'est encore améliorée dans la plupart des pays industrialisés. En revanche, le climat de consommation est resté morose, en particulier dans la zone euro. Les perspectives de renchérissement étant favorables, les banques centrales de la plupart des pays industrialisés ont continué à mener des politiques monétaires expansionnistes.

Produit intérieur brut réel

Graphique 1.1



Source: Banque des Règlements Internationaux (BRI)

### Vigoureuse croissance aux Etats-Unis et au Japon

Aux Etats-Unis, la croissance du produit intérieur brut réel (PIB) a atteint, en taux annualisés, 8,2% au troisième trimestre et 4,1% au quatrième. Elle dépassait ainsi sa tendance à long terme, qui est de 3%. La consommation privée, soutenue par les allègements d'impôts entrés en vigueur au milieu de l'année, est restée forte au second semestre. Les investissements et les exportations ont gagné en vigueur. La faiblesse du dollar face à la plupart des monnaies a stimulé les ventes à l'étranger. Comme la vigoureuse expansion économique s'est accompagnée d'une sensible augmentation de la productivité, l'accroissement de l'emploi n'a pas correspondu aux attentes.

Au Japon, le PIB réel a progressé au quatrième trimestre et affiché sa plus forte hausse depuis 1990, soit 7% en taux annualisé. La demande très soutenue de la Chine, des économies nouvellement industrialisées d'Asie, mais aussi des Etats-Unis, a joué un rôle déterminant. La fermeté de la demande étrangère a influé également sur les investissements, qui se sont redressés.

### Faible croissance dans la zone euro

La reprise a été beaucoup plus faible dans la zone euro. Au quatrième trimestre, le PIB réel a augmenté de 1,2% en taux annualisé. Les investisse-

ments se sont fortement accrus, et les stocks ont été relevés. Par contre, la consommation privée et les exportations n'ont progressé que modestement. Au sein de la zone euro, des différences considérables subsistaient entre les taux de croissance nationaux. En général, la croissance du PIB réel a été plus vigoureuse dans les petits pays et en Espagne que dans les grands pays, comme l'Allemagne et l'Italie en particulier.

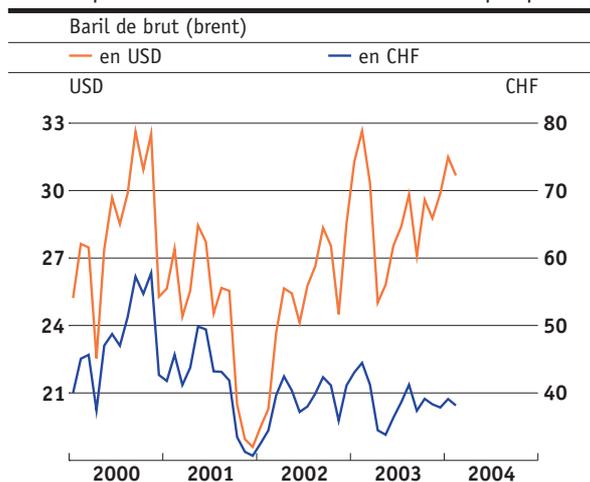
### Reprise au Royaume-Uni

A la différence du continent, le Royaume-Uni a enregistré une nette reprise au second semestre de 2003, grâce principalement à la consommation privée et aux investissements. La hausse toujours forte des prix de l'immobilier et l'expansion de l'endettement hypothécaire ont fait craindre l'apparition d'une surchauffe de la conjoncture.

### Nouvelle hausse du prix du pétrole

Exprimé en dollars, le prix du pétrole a eu tendance à augmenter entre novembre 2003 et février 2004; le baril valait 34 dollars au début de mars, contre 33 dollars un an auparavant. Le dollar ayant sensiblement faibli face à la plupart des monnaies pendant la même période, les prix du pétrole, exprimés en monnaies locales, se sont accrus davantage aux Etats-Unis que dans de nombreux autres pays, en particulier dans la zone euro et en Suisse.

Prix du pétrole Graphique 1.2



Source: BNS

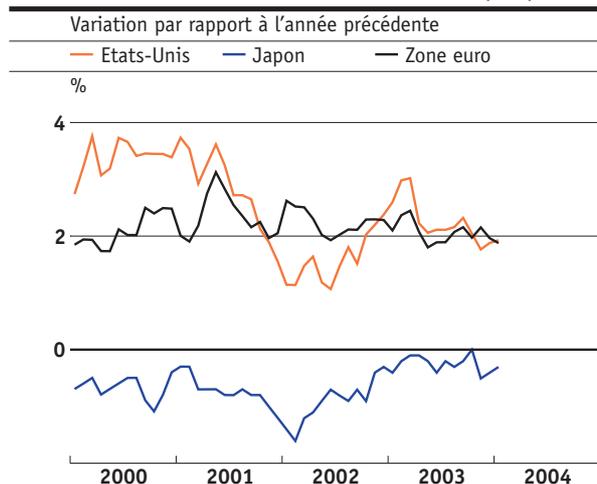
### Renchérissement toujours bas

En dépit de la tendance à la hausse du prix du pétrole, le renchérissement – prix à la consommation – est resté bas aux Etats-Unis et dans la zone euro. En janvier, il s'établissait à 2% aux Etats-Unis et à 1,9% dans la zone euro. Ainsi, le renchérissement a diminué dans la zone euro et réintégré la marge que la Banque centrale européenne (BCE) assimile à la stabilité des prix. Au Japon, la tendance à la déflation, qui s'était estompée au second semestre, a repris vers la fin de l'année (janvier: -0,3%). Dans la plupart des pays industrialisés, les inflations sous-jacentes étaient stables ou en léger repli, ce qui s'explique par les taux d'utilisation des capacités techniques toujours faibles et, en dehors des Etats-Unis, par les effets de la dépréciation du dollar sur le renchérissement importé.

### Politique monétaire toujours expansionniste

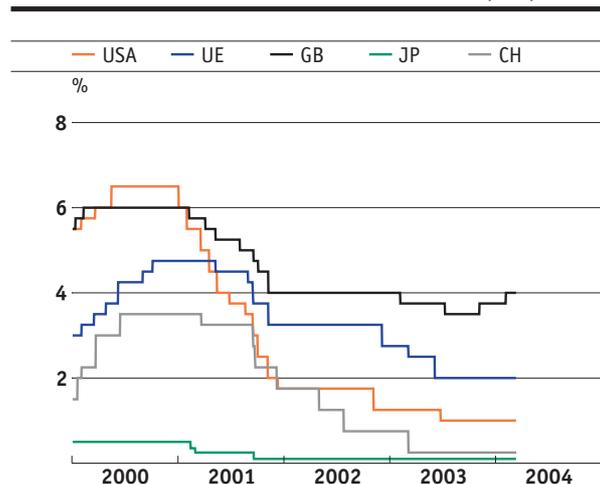
Jusqu'en février 2004, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la BCE ont maintenu leurs taux directeurs à respectivement 1% et 2%, soit à des niveaux qu'elles avaient fixés en juin 2003. La Banque du Japon a elle aussi continué à mener une politique expansionniste. En revanche, pour atteindre son objectif d'inflation à moyen terme, la Banque d'Angleterre a porté son taux directeur à 4% en deux étapes, l'une début novembre et l'autre début février. Depuis décembre 2003, cet objectif d'inflation est fixé à 2% et se réfère à l'indice harmonisé des prix à la consommation. Précédemment, il était un demi-point plus élevé et se référait à l'indice des prix de détail, hors intérêts hypothécaires.

Prix à la consommation Graphique 1.3



Source: BRI

Taux d'intérêt officiels Graphique 1.4



Sources: BRI et BNS

## 2 Evolution économique en Suisse

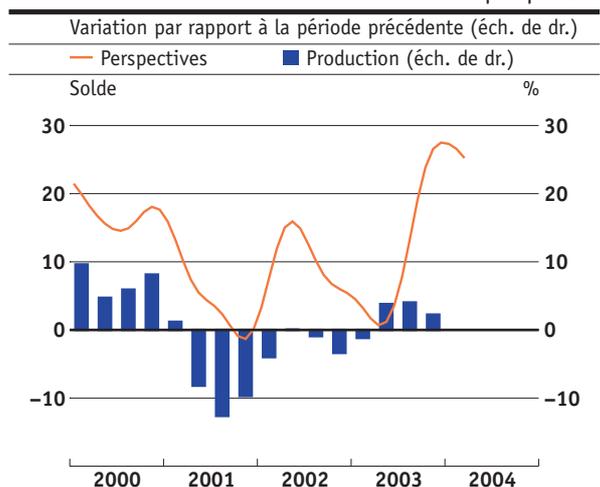
En Suisse également, la conjoncture a continué à se redresser au quatrième trimestre de 2003. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,8% en taux annualisé, soit au même rythme qu'au trimestre précédent (selon les données révisées). Les principales impulsions ont découlé des exportations, mais la demande intérieure s'est elle aussi raffermie. La consommation privée a progressé avec une vigueur qui a surpris, alors qu'on s'attendait à une accélération des investissements. La nette hausse de la demande globale a engendré également un fort accroissement des importations, ce qui a atténué les effets positifs sur le PIB réel.

Dans le secteur industriel, la reprise observée depuis l'été de 2003 s'est poursuivie en janvier. Les commandes ont été plus nombreuses, et les carnets de commandes se sont regarnis. Les stocks – encore pléthoriques il y a peu – de produits intermédiaires et finis ayant pu être ramenés à un niveau approprié, la demande plus ferme a débouché sur une extension de

la production. Au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a continué à progresser. En comparaison annuelle, elle a augmenté de 1,9%, après 0,5% au troisième trimestre.

Après le sensible recul observé au premier semestre de 2003, la conjoncture a ainsi marqué un revirement dans la seconde moitié de l'année, et le PIB a progressé à des taux légèrement supérieurs à la croissance potentielle estimée. Aussi l'écart – négatif – de production a-t-il diminué. Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des entreprises de diverses branches ont eux aussi confirmé la reprise de la conjoncture. Toutefois, les capacités de production n'étaient pas encore entièrement utilisées, et le marché du travail n'a toujours pas bénéficié d'un véritable retournement de tendance. Plusieurs indicateurs signalent cependant que la reprise gagnera en étendue au cours des prochains trimestres et que le taux d'utilisation des capacités globales de production augmentera.

Production industrielle Graphique 2.1



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

Taux de croissance en % par rapport à l'année précédente

	2000	2001	2002	2003	2002				2003			
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Consommation privée	2,5	2,0	0,7	0,9	1,3	0,6	0,6	0,4	0,2	0,8	0,9	1,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,4	4,0	0,8	0,9	-0,7	1,3	1,6	1,2	1,0	1,1	0,5	0,8
Formation de capital fixe	4,4	-3,1	-4,8	0,1	-8,9	-6,1	-2,7	-2,1	0,1	-3,5	-1,3	4,9
- Construction	2,7	-3,4	2,2	0,9	-0,7	4,2	2,6	1,8	0,7	0,0	1,1	1,8
- Biens d'équipement	5,6	-3,0	-10,1	-0,7	-14,3	-14,5	-7,3	-4,9	-0,3	-7,1	-3,8	7,5
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Demande intérieure<sup>1</sup></b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>
Exportations totales <sup>1</sup>	12,2	0,2	-0,5	-1,4	-4,4	-2,8	3,4	2,2	-2,4	-2,3	-3,5	2,5
- Marchandises <sup>2</sup>	11,9	3,7	0,3	-1,1	-4,7	-0,5	3,7	3,1	-1,8	-3,1	-2,1	2,4
- Services	13,6	-3,2	-4,9	1,2	0,1	-12,3	-1,4	-6,3	-3,6	2,0	-0,4	8,2
<b>Demande globale</b>	<b>5,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,9</b>
Importations totales <sup>1</sup>	9,5	2,2	-3,1	-0,1	-10,1	-0,3	-1,5	0,1	1,7	-6,3	-0,5	5,1
- Marchandises <sup>2</sup>	9,7	1,6	-2,8	0,3	-5,4	-1,1	-2,4	-2,2	1,5	-7,4	0,1	7,1
- Services	5,3	4,3	-0,1	1,2	1,4	-0,6	-0,4	-0,5	2,9	2,3	0,4	-0,4
<b>PIB</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>

1 Y compris les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (MPPAA).

2 Sans les MPPAA

## 2.1 Exportations

En volume, les exportations dépassaient, au quatrième trimestre, de 2,5% leur niveau de la même période de l'année précédente. Au troisième trimestre, elles avaient encore fléchi de 3,5%. Tant les exportations de biens que celles de services ont contribué à cette sensible amélioration.

### Exportations plus élevées de services

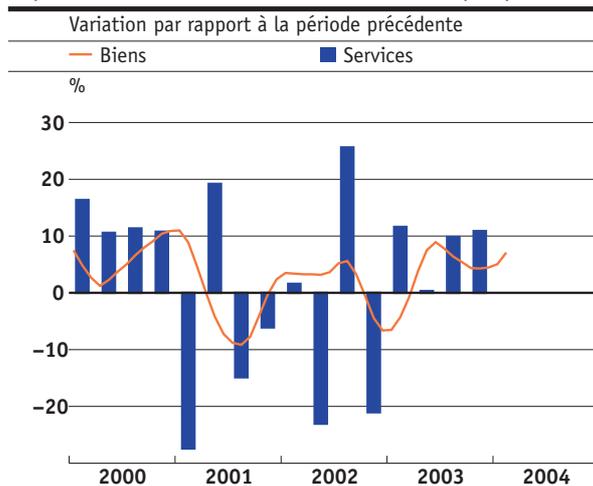
Les exportations de services ont encore progressé au quatrième trimestre, grâce aux recettes plus élevées provenant des prestations d'assurances et des services financiers; en comparaison annuelle, elles ont augmenté de 8,2%. Les commissions encaissées par les banques se sont fortement accrues à la suite du redressement des marchés financiers internationaux.

### Reprise des exportations de biens en comparaison annuelle

En volume, les exportations de biens<sup>1</sup> ont augmenté, en taux annualisé, de 11,4% du troisième au quatrième trimestre. Elles dépassaient ainsi de 2,4% leur niveau des trois derniers mois de 2002 (troisième trimestre: -2,1%). Leur rythme d'expansion a été soutenu, en particulier au début du trimestre. Vers la fin de l'année, il a faibli à la suite de la progression légèrement plus lente des exportations de biens de consommation ainsi que de matières premières et produits semi-finis. En revanche, les ventes à l'étranger se sont fortement accrues du côté des biens d'équipement, notamment des instruments de précision, des machines industrielles et des produits de l'industrie électronique.

En janvier, les exportations de biens ont perdu un peu de vigueur. Ce ralentissement est dû surtout aux livraisons aux Etats-Unis. Les entrées de commandes en forte hausse, les carnets de commandes plus étoffés et les prévisions optimistes des exportateurs laissent cependant présager la poursuite d'un essor robuste des ventes à l'étranger.

Exportations Graphique 2.1.1



Sources: Administration fédérale des douanes (AFD) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

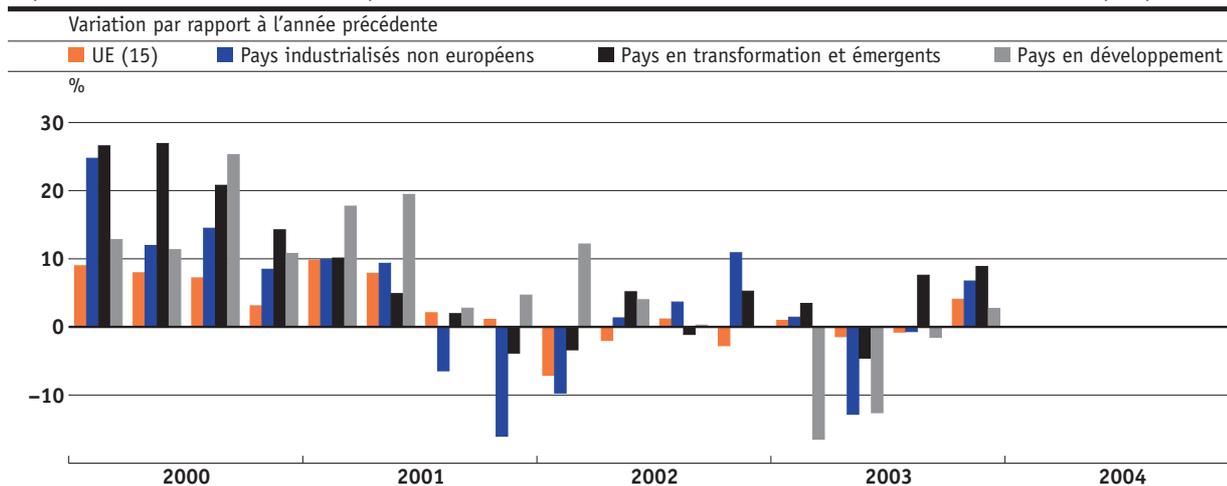
1 Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités.

## Etats-Unis, Europe centrale et Asie à l'origine des principales impulsions

En valeur, les exportations de biens vers les Etats-Unis, le Royaume-Uni et les pays de l'OPEP se sont accrues davantage que la moyenne<sup>2</sup>. Par contre, les ventes à l'Asie, au Japon et à l'Europe centrale ont perdu un peu de leur dynamisme, quand bien même elles étaient généralement encore supérieures aux niveaux observés un an auparavant. Le raffermissement de la demande de la zone euro a apporté une lueur d'espoir. Ce sont surtout les exportations vers l'Allemagne et la France qui ont marqué une progression au quatrième trimestre.

Exportations, ventilées selon les partenaires commerciaux

Graphique 2.1.2



Pays en développement, y compris les pays de l'OPEP  
Source: AFD

<sup>2</sup> La répartition géographique est faite uniquement avec des données en valeur.

## 2.2 Investissements

Une fois encore, les deux composantes des investissements n'ont pas évolué de manière homogène. Au quatrième trimestre, les biens d'équipement se sont accrus fortement, tandis que les investissements en constructions ont continué leur lente progression. Dans l'ensemble, les investissements dépassaient de 4,9% leur niveau de la période correspondante de 2002. Ainsi, ils ont fourni une contribution positive à la croissance économique, pour la première fois depuis plus de deux ans.

### Impulsions venant de la construction de logements

En comparaison annuelle, les investissements en constructions ont augmenté de 1,8%. Dans la construction, la conjoncture a été soutenue essentiellement par le secteur du logement. Les indicateurs tirés de l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs signalaient un nouveau recul des constructions industrielles et artisanales et une stagnation dans le génie civil.

La sensible augmentation du nombre de logements dont la construction a été autorisée au quatrième trimestre est le reflet de la demande toujours forte de locaux à usage d'habitation. Les loyers en hausse des appartements neufs mis en location<sup>1</sup> et le chiffre très bas des logements vacants confirment la fermeté de la demande. Par contre, la baisse des loyers des surfaces de bureaux et le taux toujours élevé de locaux inoccupés sont les signes d'une offre qui reste très excédentaire du côté des immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services.

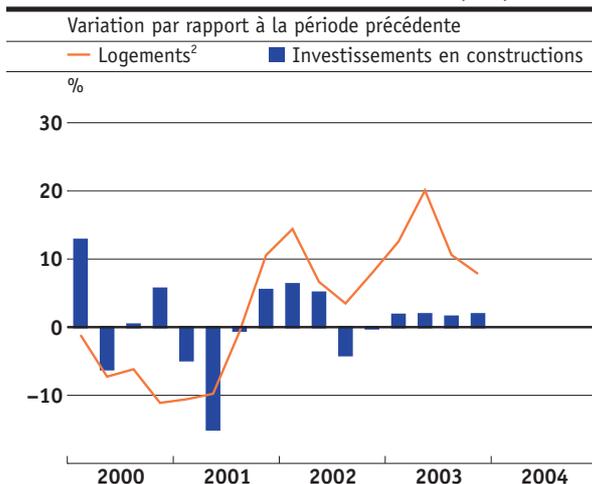
Dans le sillage de la reprise conjoncturelle, les conditions du marché devraient changer dans ce secteur cyclique. On peut donc escompter un redressement progressif de l'immobilier commercial vers la fin de l'année.

### Hausse des investissements en biens d'équipement

En comparaison annuelle, les investissements en biens d'équipement se sont accrus de 7,5% au quatrième trimestre. Les importations de biens d'équipement, en particulier de machines de bureaux, ont enregistré une vigoureuse expansion. Par contre, les ventes de biens d'équipement étaient toujours en recul sur le marché intérieur, selon l'enquête trimestrielle de Swissmem, l'organisation faïtière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux.

L'augmentation de la production et du taux d'utilisation des capacités techniques devrait stimuler les investissements en biens d'équipement au cours des prochains mois. De surcroît, l'amélioration des perspectives des entreprises en matière de bénéfices et le niveau bas des taux d'intérêt devraient favoriser cette évolution.

Constructions Graphique 2.2.1

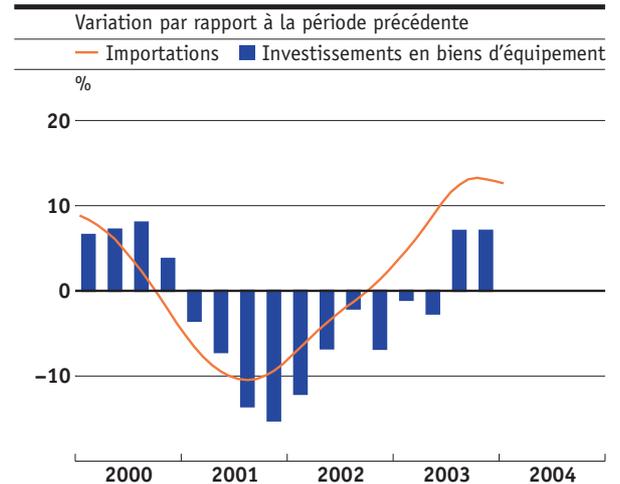


Sources: OFS et seco

1 Selon l'indice des loyers de Wüest & Partner

2 Logements dont la construction a été autorisée

Biens d'équipement Graphique 2.2.2



Sources: AFD et seco

## 2.3 Consommation

### Consommation privée étonnamment forte

La consommation privée a surpris par sa vigueur au quatrième trimestre. Sa croissance a atteint plus de 3% en taux annualisé et 1,7% en comparaison annuelle. Il est toutefois encore trop tôt pour tabler sur une reprise durable de la consommation privée. Une fois encore, les principales impulsions ont découlé des dépenses, généralement contraignantes, pour le logement et la santé. En outre, quelques facteurs spéciaux ont brouillé les signaux donnés par la statistique. En effet, la consommation d'énergie a été exceptionnellement forte, en octobre, du fait des températures relativement basses pour cette saison, et les achats d'habillement et de chaussures ont connu un certain rattrapage après leur faiblesse au cours des mois précédents.

En comparaison annuelle, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont diminué de 0,3% en moyenne du quatrième trimestre, après une légère hausse à la période précédente. Le nombre des immatriculations de voitures neuves était toujours inférieur au niveau observé un an auparavant (-3,8%), mais dans des proportions moins élevées qu'aux périodes précédentes (troisième trimestre: -5,2%). Dans la branche du tourisme, la demande de la clientèle suisse était toujours peu soutenue. Après une stagnation au troisième trimestre, le nombre des nuitées des hôtes suisses dans l'hôtellerie a diminué de 1,8% en comparaison annuelle.

### Légère amélioration du climat de consommation

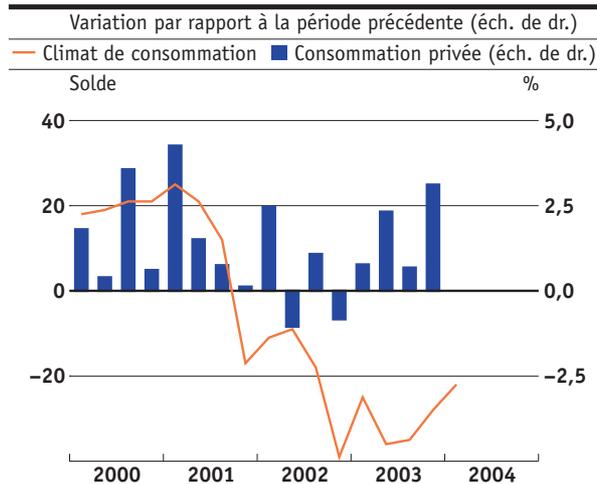
En janvier, l'indice du climat de consommation a marqué une légère hausse. Cette hausse – la deuxième consécutive – représente une lueur d'espoir. Par rapport à ce qui ressortait de l'enquête d'octobre, les ménages ont porté des jugements un peu plus optimistes, notamment sur les perspectives économiques en général et sur leur situation financière. Ils se sont montrés aussi plus confiants en ce qui concerne la sécurité de l'emploi. La confiance plus grande des consommateurs s'est reflétée également dans les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Le commerce de détail a estimé que la marche de ses affaires avait été moins mauvaise en janvier et que les perspectives en matière de ventes étaient meilleures qu'en automne 2003. Les attentes de la restauration et, surtout, de l'hôtellerie se sont elles aussi améliorées légèrement.

En plus des indicateurs afférents au climat de consommation, le besoin croissant de remplacement de biens durables et l'évolution des revenus disponibles des ménages incitent à tabler sur une reprise progressive de la consommation privée. Les salaires nominaux – ils résultent du nombre des emplois et du salaire moyen – devraient augmenter de 1,4% environ en 2004, soit un peu plus qu'en 2003 (0,8%); l'évolution de l'emploi devrait en effet compenser largement la croissance moins forte des salaires. Dans l'hypothèse d'une hausse des prix à la consommation de 0,4% en 2004, le pouvoir d'achat des salariés s'élèverait de 1% en termes réels. En 2003, sa progression n'avait été que de 0,2%.

### Légère croissance de la consommation publique

En 2003, la conjoncture a été légèrement stimulée par des impulsions découlant des finances publiques. La consommation publique (y compris les assurances sociales) s'est accrue de 0,9%, soit presque autant que l'année précédente. Tant les dépenses de personnel que celles de biens et de services ont augmenté. Les budgets de la Confédération, des cantons et des communes pour 2004 prévoient un ralentissement de la croissance des dépenses, en termes réels, de sorte que moins d'effets stimulants viendront des collectivités publiques.

Consommation privée Graphique 2.3.1



Sources: OFS et seco

## 2.4 Utilisation des capacités de production

### Stabilisation de l'écart de production

Pour porter un jugement sur le taux d'utilisation des facteurs de production de l'économie, la BNS se fonde sur la production potentielle et sur l'écart de production. La production potentielle est une estimation du niveau de production qui peut être atteint avec une utilisation normale des facteurs de production. L'écart de production, soit la différence, en pourcentage, entre la production effective et la production potentielle, donne de précieuses informations en vue de l'évaluation de la conjoncture et des risques d'inflation ou de déflation.

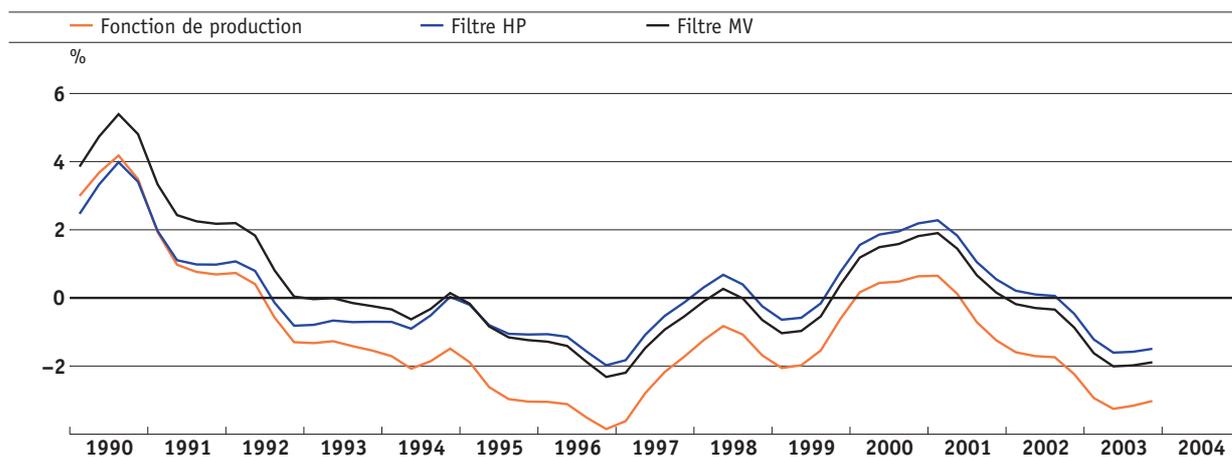
La production potentielle n'étant pas observable, il faut l'estimer à l'aide de méthodes économétriques. Trois approches sont utilisées. La première, le filtre de Hodrick et Prescott (filtre HP), appartient aux méthodes monovariées qui estiment la production potentielle à partir uniquement d'informations tirées de séries chronologiques sur la production observée. Dans cette approche, la production observée (mesurée au PIB réel) est scindée en deux parties, une composante «tendance» («trend») et une composante «conjoncture». La composante «tendance» représente la production potentielle, tandis que l'écart de production correspond à la composante

«conjoncture». La deuxième approche fait appel à un filtre multivarié (filtre MV). Il s'agit d'un filtre HP qui scinde le PIB réel en deux composantes («tendance» et «conjoncture») en tenant compte également d'autres informations sur la relation entre la production et l'inflation (courbe de Philips). Quant à la troisième approche, elle consiste à estimer la production potentielle à l'aide d'une fonction de production macroéconomique qui retrace la relation entre la production potentielle et ses facteurs déterminants (évolution à long terme des facteurs travail et capital, mais aussi du progrès technique).

Le graphique 2.4.1 résume les trois estimations de l'écart de production. Les trois approches aboutissent à des résultats analogues. Entre le deuxième trimestre de 2001 et le deuxième trimestre de 2003, l'utilisation des capacités de production diminue sans cesse. Aux troisième et quatrième trimestres de 2003, l'écart de production se stabilise à un niveau indiquant, dans les trois approches, une sous-utilisation des facteurs de production. L'incertitude liée à l'estimation de l'écart de production se reflète dans la marge considérable entre les trois résultats. En effet, pour le quatrième trimestre de 2003, le filtre HP aboutit à un résultat de -1,5%, alors que l'approche basée sur la fonction de production donne -3%. Dans l'ensemble, la conjoncture était alors dans une situation semblable à celle du début de 1997.

Ecart de production

Graphique 2.4.1



Sources: seco et BNS

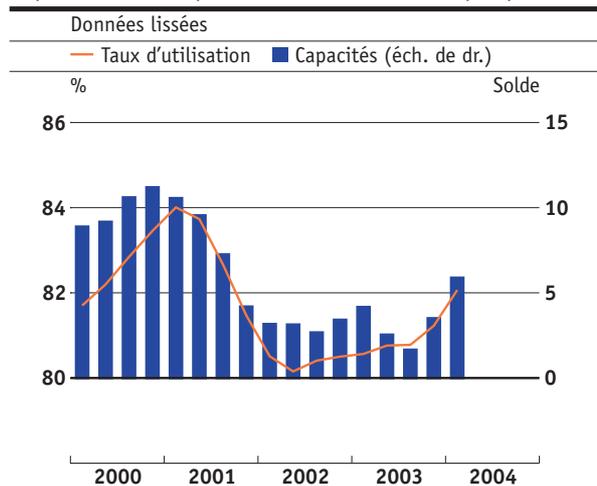
### Légère hausse du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie

Les résultats des enquêtes menées tous les trimestres par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) fournissent des informations supplémentaires sur l'utilisation des capacités techniques. Ils se rapportent toutefois au seul secteur industriel et non à l'ensemble de l'économie. Selon ces enquêtes, les entreprises ont en majorité maintenu leurs capacités techniques inchangées, au quatrième trimestre également. Le solde positif entre les entreprises ayant annoncé une augmentation de leurs capacités techniques et celles qui ont indiqué une réduction a cependant légèrement progressé.

Après avoir stagné entre 80% et 81% au cours des deux dernières années, le taux d'utilisation des capacités techniques s'est redressé, passant à 82,4%. Il était cependant toujours inférieur à sa moyenne à long terme, soit 84%. Ainsi, les capacités techniques restaient sous-utilisées.

Plusieurs indicateurs de la production étaient toujours orientés à la hausse au début de l'année. En particulier, les importations de produits intermédiaires (fer, acier, ouvrages en métaux) se sont fortement accrues. Les plans de fabrication des entreprises (enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ) et l'indice des directeurs d'achat ont eux aussi continué à augmenter, mais à des rythmes il est vrai moins vigoureux. Compte tenu de toutes ces données, la croissance de la production industrielle ne devrait plus se renforcer au premier trimestre, et le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie ne devrait progresser que lentement.

Capacités techniques dans l'industrie Graphique 2.4.2



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

## 2.5 Marché du travail

### Stabilité de l'emploi

Sur le marché du travail, la situation s'est stabilisée au quatrième trimestre. L'emploi a faiblement augmenté par rapport à la période précédente (0,4% en taux annualisé) et, en comparaison annuelle, son repli n'était plus que de 0,2%. La légère progression sur un trimestre s'explique par l'évolution dans le secteur des services (+1,0%) et dans la construction (+3,3%). Dans l'industrie par contre, les compressions d'effectifs ont continué (-2,4%).

Au sein du secteur des services, l'évolution n'a pas été homogène. L'emploi a enregistré sa plus forte expansion dans le secteur public (administration: +4,2%; enseignement: +2,8%; santé et activités sociales: +3%); on notera que 30% des places de travail du tertiaire reviennent au secteur public. En outre, le nombre des personnes occupées a augmenté légèrement dans le commerce de détail (+0,7%) et dans les services aux entreprises (+2,7%), qui représentent ensemble 25% des emplois du tertiaire. Par contre, les places de travail ont encore diminué dans les banques (-2,9%) et les assurances (-5,1%).

Après conversion en postes à plein temps, l'emploi s'est encore contracté de 0,5%, la progression des personnes occupées à temps partiel n'ayant pas compensé le recul de celles qui travaillent à plein temps.

### Taux de chômage inchangé

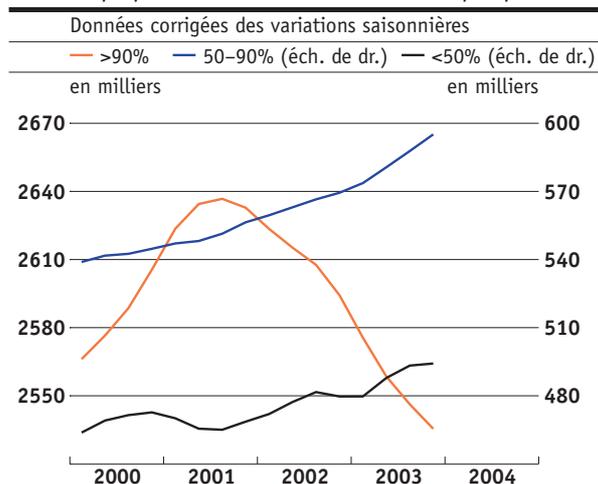
En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est resté inchangé à 3,9% entre août 2003 et février 2004; quant au taux des demandeurs d'emploi, il se maintient à 5,6% depuis le mois d'octobre. En février, 154 800 personnes étaient inscrites au chômage; le nombre des demandeurs d'emploi s'élevait à 219 700.

### Meilleures perspectives pour l'emploi

La demande de main-d'œuvre semble se raffermir lentement. Les perspectives en matière d'emploi, qui sont établies par l'Office fédéral de la statistique (OFS), se sont encore améliorées au quatrième trimestre. Selon les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), la construction, le commerce de détail ainsi que la branche de la restauration et de l'hébergement ont jugé leurs effectifs un peu moins excédentaires que quelques mois auparavant. L'industrie a cependant estimé que son personnel était toujours trop important.

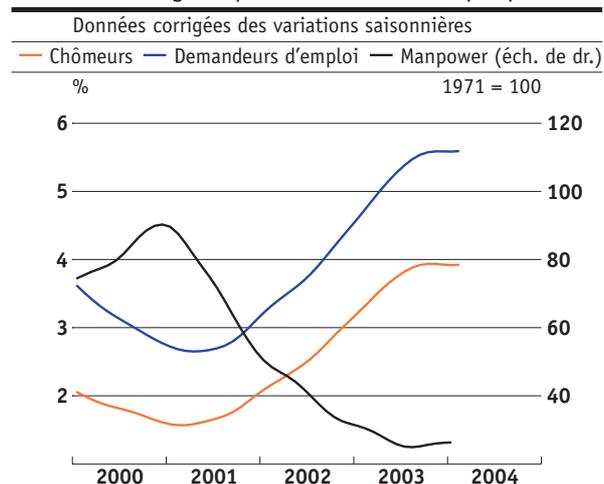
L'amélioration des perspectives se traduit peu à peu par des offres d'emploi en progression. Le nombre des places vacantes recensées par les offices régionaux de placement a une nouvelle fois augmenté légèrement en février. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi parues dans les journaux, et l'indice Jobpilot (janvier), qui recense les offres d'emploi sur Internet, se sont eux aussi redressés quelque peu.

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel Graphique 2.5.1



Source: OFS

Taux de chômage et places vacantes Graphique 2.5.2



Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès d'un office du travail, en pourcentage des personnes actives selon le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives)

Sources: seco et Manpower

#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt

##### Marché monétaire

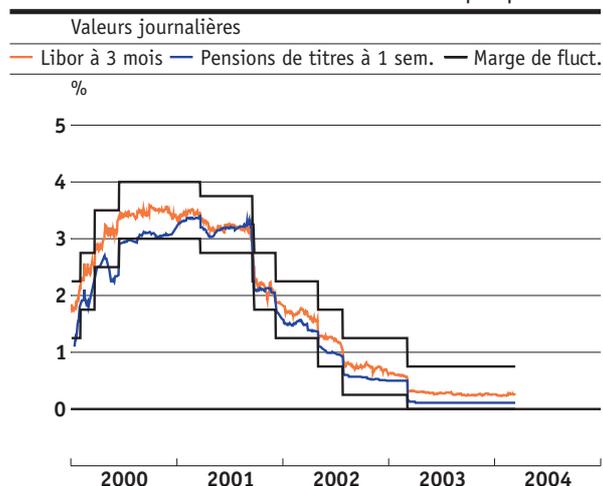
Entre la mi-décembre 2003 et la mi-mars 2004, la BNS a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. La marge de fluctuation du Libor est restée inchangée à 0%–0,75%, et le Libor à trois mois a été maintenu à 0,25%, soit au niveau visé. Depuis le mois d'avril 2003, les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres sont de 0,11% pour toutes les durées des opérations.

La Banque centrale européenne et la Réserve fédérale des Etats-Unis n'ayant pas modifié leur politique monétaire, les taux d'intérêt sur les dépôts à trois mois en euros et en dollars sont restés à leur bas niveau au cours des trois derniers mois. Le Royaume-Uni a été le seul pays à relever ses taux. Le 1<sup>er</sup> mars, les rémunérations à court terme s'élevaient à 4,22% sur le marché britannique, contre 2,05% dans la zone euro et 1,12% aux Etats-Unis. Ainsi, l'écart entre les taux sur les dépôts à trois mois en euros et en francs était de 1,8 point; entre les dépôts en dollars et en francs, il était de près de 0,9 point.

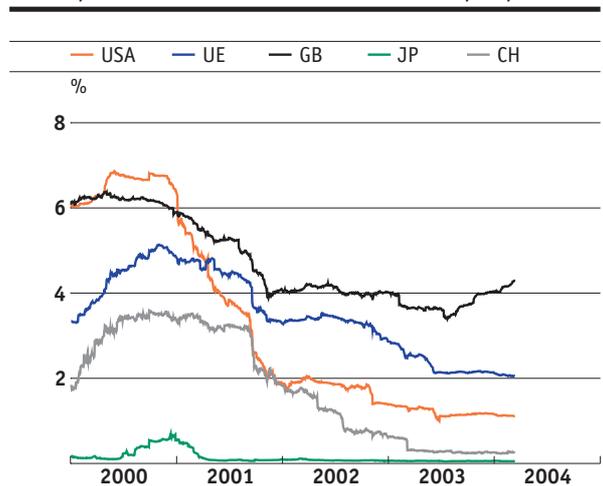
Sur le marché, les anticipations de taux d'intérêt sur les dépôts en francs ont constamment diminué au second semestre de 2003. Le graphique 3.1.3 montre l'adaptation des anticipations pour le Libor à trois mois sur le marché des contrats («futures») échéant à mi-mars 2004. Ces anticipations ont diminué, passant de plus de 80 points de base l'été dernier à 50 points en décembre 2003. Au début de 2004, le marché a commencé à anticiper une stabilité du Libor à trois mois jusqu'à la mi-mars. Par conséquent, les contrats à terme sur mars («futures») se sont alignés sur le niveau du Libor à trois mois en février.

La politique monétaire expansionniste se reflète aussi dans l'évolution du taux d'intérêt réel estimé pour les dépôts à douze mois en francs (voir graphique 3.1.4). Le taux réel est obtenu en déduisant l'inflation prévue pour les douze prochains mois du Libor à douze mois. L'inflation prévue est tirée de l'opinion moyenne de quatorze instituts, qui est publiée tous les trois mois sous le titre «Consensus Forecast».

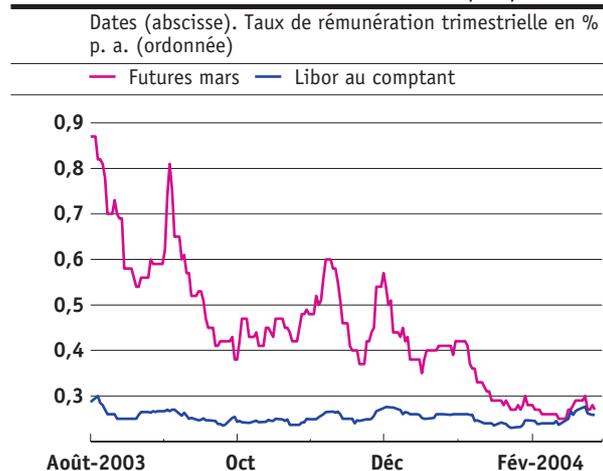
Taux d'intérêt à court terme Graphique 3.1.1



Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international Graphique 3.1.2



Futures de taux d'intérêt à 3 mois Graphique 3.1.3



Source pour graphiques 3.1.1 à 3.1.3: BNS

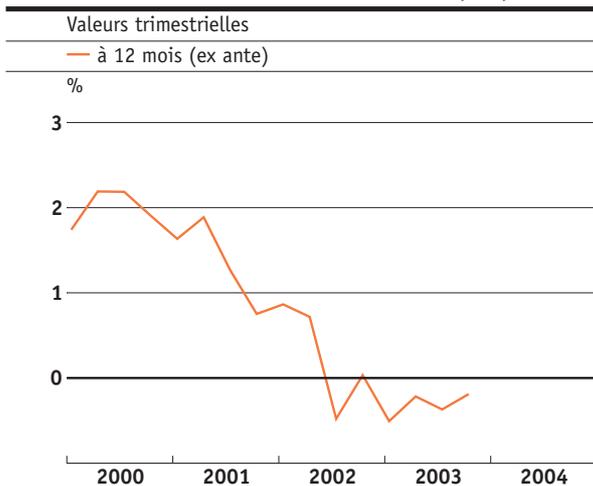
Le taux d'intérêt réel, ainsi calculé ex ante, est assez stable depuis un an et demi. Au dernier trimestre de 2003, il était toujours en zone négative (-0,2%). Ce taux d'intérêt ne signale donc aucune tendance dans le sens d'un renchérissement réel, à court terme, des fonds levés en Suisse.

Les marchés financiers n'escomptent qu'un relèvement minime des taux d'intérêt au cours des trois prochains mois. Dans le graphique 3.1.5, les anticipations du Libor à trois mois (selon des calculs de la BNS) sont comparées à trois taux d'intérêt, à savoir l'évolution du taux d'un contrat à terme, avec échéance à mi-juin 2004, le taux d'intérêt implicite à terme dans la structure des Libor d'un à douze mois et l'évolution du taux d'intérêt au comptant du Libor à trois mois. Le Libor à trois mois attendu pour mi-juin 2004, date de la prochaine appréciation de la

situation économique et monétaire par la BNS, s'élève à 0,39%, selon les modélisations faites par la BNS à partir des informations du 9 février 2004; il est ainsi supérieur de 15 points de base au taux au comptant. Le même jour, les marchés à terme («futures») escomptaient également un niveau de 0,39% pour le taux au comptant de même échéance. Le taux à terme, calculé pour ce jour-là, était deux points de base plus élevé que le taux au comptant attendu.

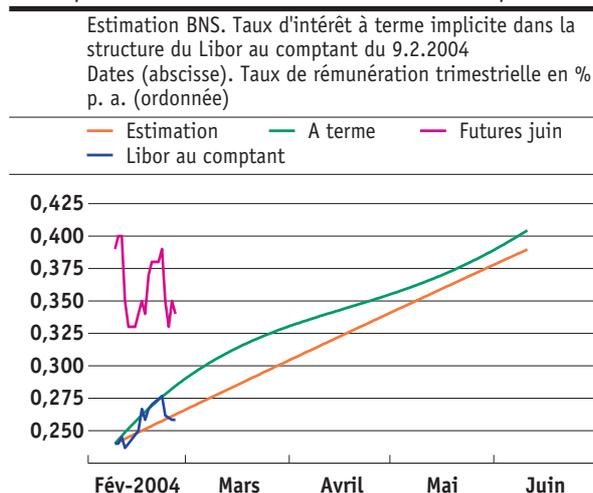
Après le 9 février, le taux des contrats à terme sur juin a fluctué faiblement, soit entre 0,4% et 0,33%. Le 1<sup>er</sup> mars, il s'établissait à 0,35%. Ainsi, au début de mars, les intervenants sur les marchés à terme ne tablaient que sur une hausse minime du Libor à trois mois avant l'appréciation que la BNS fera de la situation économique et monétaire au milieu de l'année.

Taux d'intérêt réel estimé Graphique 3.1.4



Source: BNS

Anticipations du taux d'intérêt à 3 mois Graph. 3.1.5



Source: BNS

## Marché des capitaux

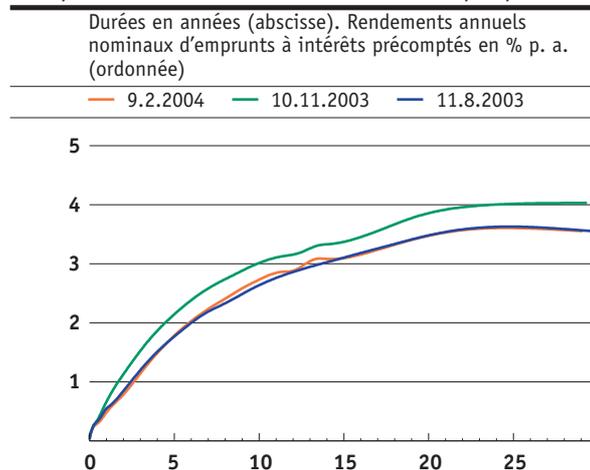
Pour les emprunts de la Confédération, la courbe des taux d'intérêt était, en février, nettement inférieure à celle de novembre – abstraction faite des échéances les plus courtes – et presque identique à celle d'août 2003.

Le graphique 3.1.7 montre la baisse à peu près continue des rendements des emprunts fédéraux entre l'année 2000 et le milieu de 2003. Après une correction passagère au milieu de 2003, un nouveau repli a eu lieu à partir de l'automne. En février, les deux extrémités de la courbe des taux ont évolué en sens opposé. Les rendements des obligations à plus de quinze ans ont légèrement augmenté, tandis que ceux des échéances plus courtes se sont encore repliés.

La tendance à la baisse que les rendements ont marquée en Suisse à partir de l'automne de 2003 s'explique par la diminution des anticipations inflationnistes et par l'évolution observée sur le plan international (voir graphique 3.1.8). Les taux des emprunts d'Etat étrangers à long terme ont enregistré des fluctuations semblables à celles des taux suisses. Après une phase de baisse à partir de l'année 2000, les taux étrangers ont subi une correction, au milieu de 2003, qui a été particulièrement sensible au Japon. Ils ont ensuite diminué de nouveau au cours des derniers mois.

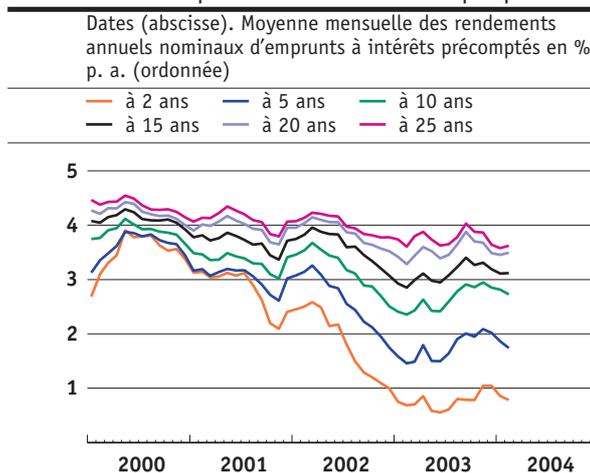
## Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux

Graphique 3.1.6



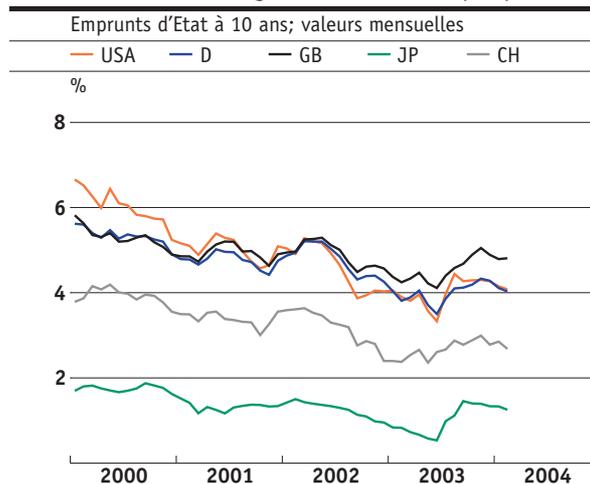
## Rendements d'emprunts fédéraux

Graphique 3.1.7



## Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 3.1.8



Source pour graphiques 3.1.6 à 3.1.8: BNS

## 3.2 Cours de change et indice des conditions monétaires (ICM)

### Cours de change

Face au franc, le dollar a faibli, passant de 1,27 franc en décembre à 1,24 en février. Dans la même période, l'euro s'est revalorisé légèrement. Il valait 1,57 franc en février, contre 1,56 en décembre.

En données pondérées par les exportations vers les 24 principaux partenaires commerciaux de la Suisse, la valeur extérieure du franc a diminué, en termes nominaux, de 0,7% entre décembre et février et de 3,6% entre février 2003 et le même mois de 2004.

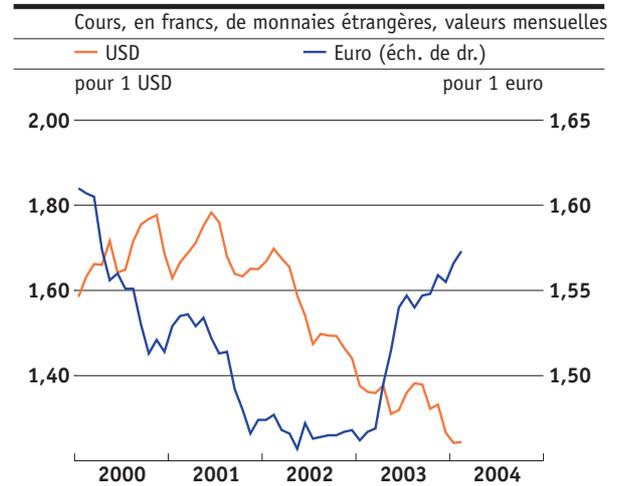
La valeur extérieure du franc en termes réels, et non en termes nominaux, est décisive pour ce qui a trait aux répercussions du cours du franc sur l'activité économique en Suisse. Il faut en effet tenir compte des écarts entre l'évolution de l'inflation en Suisse et à l'étranger. L'inflation étant généralement moins forte en Suisse qu'à l'étranger, on surestimerait les répercussions d'une revalorisation du franc et sous-estimerait celles d'une dépréciation du franc si l'on considère le cours nominal du franc.

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a baissé de 1% entre décembre et février. Par rapport à février 2003, elle a fléchi de 4,6%. Ce repli est cependant la résultante de deux mouvements opposés. En effet, vis-à-vis des pays européens, soit des principaux partenaires commerciaux des exportateurs suisses, la valeur du franc a chuté de 7,8%, en termes réels, entre février 2003 et le mois correspondant de 2004. Par contre, le franc s'est revalorisé de 8%, toujours en termes réels, face aux monnaies des Etats-Unis et du Canada.

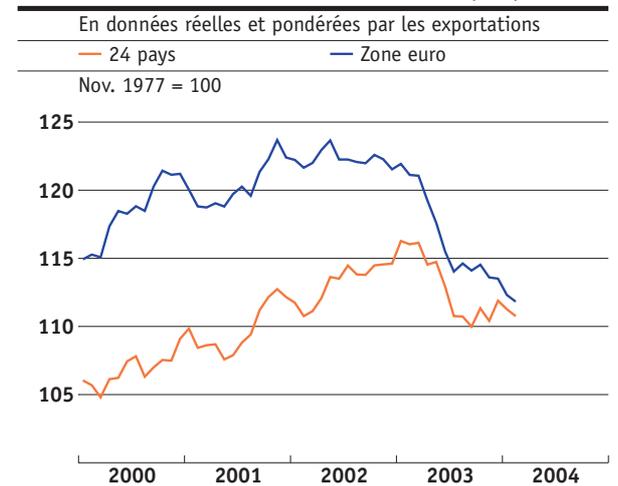
### Indice des conditions monétaires (ICM)

L'indice des conditions monétaires (ICM) résume, sous un seul indicateur, l'évolution des taux d'intérêt et des cours de change. Il ressort de l'ICM que les conditions-cadres, sur le plan monétaire, se sont assouplies. Début mars, l'ICM était inférieur de 50 points de base (avec une pondération de 5 pour 1) ou de 80 points de base (avec une pondération de 3 pour 1) à ses niveaux du 12 décembre 2003, soit du jour auquel la BNS a effectué son analyse trimestrielle de la situation (voir encadré). Ces replis s'expliquent par la baisse que la valeur extérieure du franc a enregistrée, en termes nominaux, depuis le 12 décembre. En mars, l'ICM s'est cependant redressé. Son évolution depuis le mois de mars 2003, soit depuis le dernier abaissement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois, a été déterminée presque exclusivement par les cours de change.

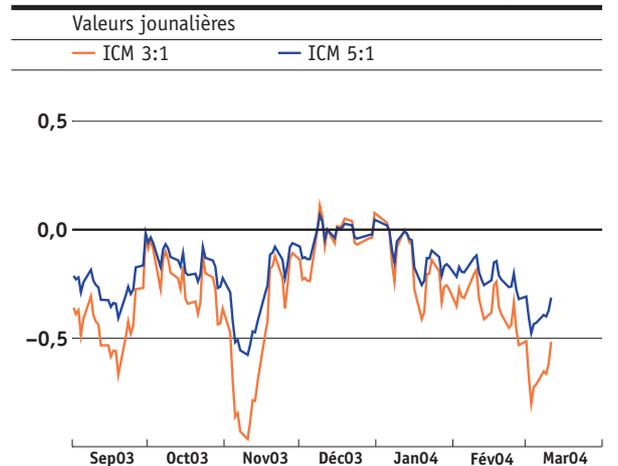
Cours de change Graphique 3.2.1



Valeur extérieure du franc Graphique 3.2.2



Indice nominal des conditions monétaires Graph. 3.2.3



Source pour graphiques 3.2.1 à 3.2.3: BNS

### Indice des conditions monétaires (ICM)

L'ICM est la somme pondérée du Libor à trois mois et de l'écart, en pour-cent, que le cours nominal du franc, en données pondérées par les exportations vers 24 partenaires commerciaux, marque vis-à-vis de sa tendance à long terme («trend»). La pente de la tendance correspond à la revalorisation annuelle moyenne du franc, en termes nominaux, revalorisation qui a été de 1,4% environ depuis 1977. L'ICM est calculé avec deux pondérations différentes. La pondération de 3 pour 1 (5 pour 1) signifie qu'une hausse [baisse] du taux d'intérêt d'un point correspond à une revalorisation [dépréciation] du franc de 3% (5%).

L'ICM est remis à zéro après chaque décision prise par la BNS en matière de taux d'intérêt. Il montre, en points de base du Libor à trois mois, les variations que l'environnement monétaire a enregistrées depuis la décision de la BNS. Une baisse de l'ICM indique un assouplissement des conditions monétaires, alors qu'une hausse reflète un durcissement. L'ICM convient uniquement à des analyses à court terme, étant donné qu'il repose sur des valeurs nominales.

### 3.3 Prix des actifs

#### Swiss Performance Index

Entre décembre et janvier, le marché suisse des actions a, comme les autres marchés boursiers, poursuivi le mouvement de hausse qui le caractérise depuis mars 2003. Les valeurs technologiques et celles de l'industrie ont tout particulièrement profité de cette évolution. Dans la phase précédente, ces valeurs avaient toutefois subi des pertes elles aussi supérieures à la moyenne. A fin février, le SPI (Swiss Performance Index) s'établissait à 4200 points, soit 7% au-dessus de son niveau de fin décembre 2003. Grâce à la hausse marquée par les cours des actions depuis près d'un an, le SPI avait regagné, à fin février, plus de la moitié du terrain qu'il avait perdu entre août 2000 (son niveau maximal) et mars 2003 (son niveau le plus bas). La progression des cours des actions s'explique en partie par le niveau bas des taux d'intérêt sur le plan mondial. Elle est sans doute liée également à l'amélioration des perspectives en matière de bénéfices des entreprises.

En février, le marché suisse des actions a cependant marqué une consolidation. La publication de données en partie décevantes sur la conjoncture en Allemagne et aux Etats-Unis est sans doute à l'origine de cette consolidation.

#### Swiss Bond Index

Les cours des obligations ont suivi une évolution inverse à celle des taux d'intérêt à long terme. Ils ont augmenté fortement jusqu'en mars 2003. Le revirement de tendance sur les marchés des actions a ensuite engendré un mouvement de correction qui a duré jusqu'en septembre. Depuis, les cours des obligations ont de nouveau tendance à se redresser. A fin février 2004, le Swiss Bond Index avait regagné près de la moitié des pertes qu'il avait enregistrées entre mars et septembre 2003.

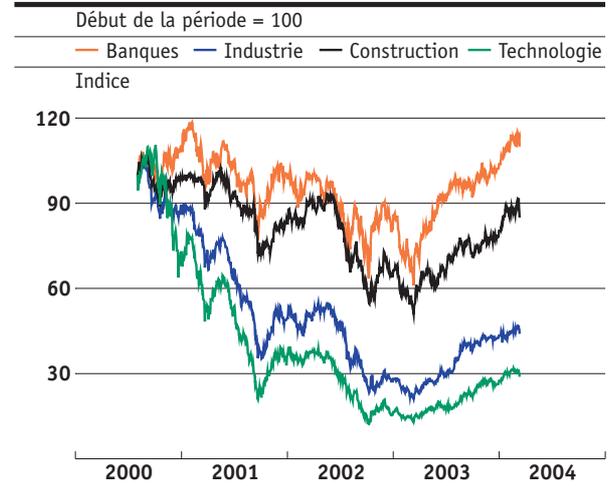
#### Prix de l'immobilier et loyers

Des tendances divergentes caractérisent le marché immobilier suisse. Au quatrième trimestre de 2003, les loyers des bureaux ont diminué, alors que les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage se sont stabilisés et que les loyers des appartements ont continué à augmenter.

Ces trois dernières années, les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage se sont accrus en moyenne de 4,2% par an en dépit de l'affaiblissement de la conjoncture. Les loyers des appartements ont quant à eux augmenté de 2,3% en moyenne. Ces hausses reflètent la demande toujours forte de locaux à usage d'habitation et une offre peu étoffée. La demande a été stimulée notamment par la politique monétaire expansionniste que la BNS a menée ces trois dernières années, politique qui a conduit à des conditions de financement très avantageuses. Par contre, les loyers des bureaux ont subi, ces trois dernières années, les effets de l'affaiblissement de la conjoncture, d'où une baisse annuelle moyenne de 0,6%.

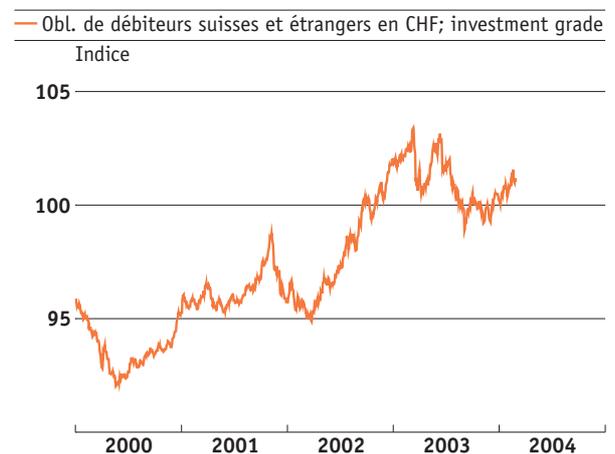
SPI – Principales branches

Graphique 3.3.1



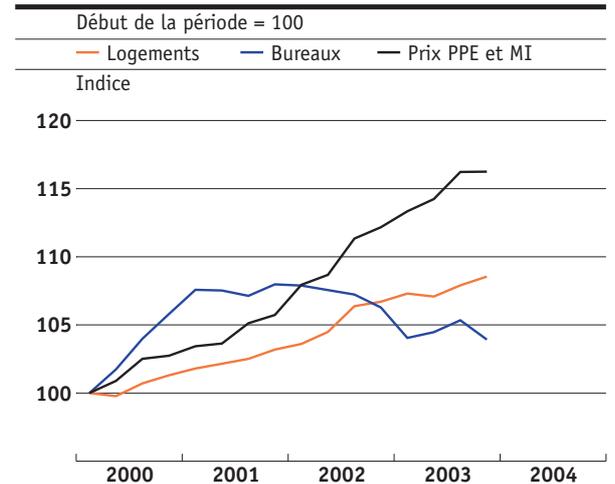
Swiss Bond Index

Graphique 3.3.2



Loyers et prix de l'immobilier

Graphique 3.3.3



Source pour graphiques 3.3.1 et 3.3.2: Swiss Exchange (SWX)

Source pour graphique 3.3.3: Wüest & Partner

### 3.4 Agrégats monétaires

La monnaie centrale – billets en circulation et avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale – s'établissait à 41,5 milliards de francs au quatrième trimestre de 2003 et dépassait ainsi de 7,4% son niveau de la période correspondante de 2002.

La masse monétaire  $M_3$ , qui comprend le numéraire en circulation, les dépôts à vue, les comptes de transactions, les fonds d'épargne et les dépôts à terme, atteignait 558,6 milliards de francs au quatrième trimestre (voir tableau 3.4.1). La masse monétaire  $M_2$ , soit  $M_3$  moins les dépôts à terme, se chiffrait à 500 milliards de francs. Quant à l'agrégat  $M_1$  ( $M_2$  moins les dépôts d'épargne), il s'établissait à 293,6 milliards de francs au quatrième trimestre. En comparaison annuelle, tous les agrégats monétaires ont enregistré une forte expansion au quatrième trimestre. Les taux de croissance s'élevaient en effet à 23,9% pour  $M_1$ , à 18,1% pour  $M_2$  et à 8,9% pour  $M_3$ .

La croissance à long terme des agrégats monétaires détermine la tendance de l'inflation. Les agrégats monétaires au sens large, soit  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$ , augmentent vigoureusement depuis une année déjà du fait principalement de la politique monétaire expansionniste de la BNS. Il convient néanmoins de relativiser cette vive expansion et le potentiel inflationniste qui pourrait en découler.

L'évolution des agrégats monétaires est due en partie aussi à un effet de rattrapage. Le niveau de la masse monétaire  $M_3$  était, dans les années 2000 à 2002, inférieur à sa tendance à long terme. Pendant

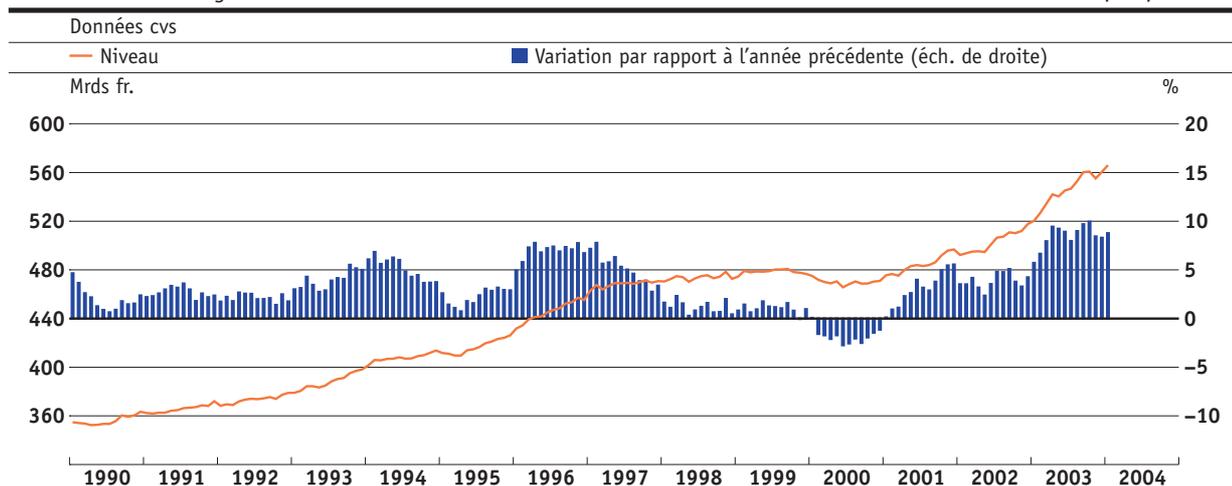
ces années, l'approvisionnement de l'économie en monnaie était trop faible (déficit d'approvisionnement). Ainsi, les taux d'expansion élevés des années 2001 et 2002 reflètent un rattrapage. Dans une phase où la masse monétaire marque un tel retour vers sa tendance à long terme, sa croissance est plus forte qu'en temps normal, sans engendrer pour autant un risque d'inflation.

En outre, cette forte expansion monétaire s'explique également par des remaniements de portefeuilles, dus aux taux d'intérêt. Comme on a pu l'observer dans le passé, les taux d'intérêt bas à l'étranger ont entraîné une diminution des placements à titre fiduciaire – les fonds fiduciaires n'entrent pas dans la composition de  $M_3$  – et un accroissement des dépôts à vue en Suisse. De tels transferts ont gonflé  $M_3$ . Une expansion de  $M_3$ , due à ces seuls remaniements de portefeuilles, ne devrait pas avoir d'effets inflationnistes.

De trop faible dans les années 2001 et 2002, l'approvisionnement en monnaie est devenu excessif en 2003. Dans un tel cas, l'économie dispose de plus de fonds que le PIB nominal n'en nécessite. Cette année, l'excédent ne sera pas résorbé. Dans le passé, une masse monétaire  $M_3$  trop importante poussait avec le temps les prix à la hausse. Considéré sous cet angle, l'excédent de liquidités des années 2003 et 2004 laisse présager un renforcement des tensions inflationnistes à moyen terme. Ce renforcement se reflète dans la récente prévision d'inflation de la BNS. Un resserrement ultérieur de la politique monétaire devrait réduire l'excédent de liquidités qu'on observe actuellement.

Masse monétaire  $M_3$

Graphique 3.4.1



Source: BNS

	2002	2003	2002	2003				Décembre	2004	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.		Janvier	Février
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>38,4</b>	<b>40,4</b>	<b>38,7</b>	<b>39,2</b>	<b>39,9</b>	<b>41,0</b>	<b>41,5</b>	<b>43,3</b>	<b>43,1</b>	<b>42,0</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	<i>5,7</i>	<i>5,3</i>	<i>2,2</i>	<i>0,7</i>	<i>4,6</i>	<i>8,6</i>	<i>7,4</i>	<i>8,3</i>	<i>9,6</i>	<i>8,9</i>
<b>M<sub>1</sub><sup>2</sup></b>	<b>224,4</b>	<b>273,7</b>	<b>236,9</b>	<b>249,0</b>	<b>273,0</b>	<b>279,0</b>	<b>293,6</b>	<b>292,0</b>	<b>298,9</b>	<b>301,2</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	<i>8,7</i>	<i>22,0</i>	<i>10,1</i>	<i>15,0</i>	<i>25,2</i>	<i>23,5</i>	<i>23,9</i>	<i>21,5</i>	<i>24,7</i>	<i>24,0</i>
<b>M<sub>2</sub><sup>2</sup></b>	<b>404,8</b>	<b>475,6</b>	<b>423,2</b>	<b>444,8</b>	<b>475,0</b>	<b>482,5</b>	<b>500,0</b>	<b>501,9</b>	<b>510,3</b>	<b>514,2</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	<i>8,1</i>	<i>17,5</i>	<i>10,2</i>	<i>13,4</i>	<i>19,6</i>	<i>18,6</i>	<i>18,1</i>	<i>16,4</i>	<i>17,9</i>	<i>17,4</i>
<b>M<sub>3</sub><sup>2</sup></b>	<b>503,0</b>	<b>545,3</b>	<b>513,0</b>	<b>530,1</b>	<b>545,2</b>	<b>547,4</b>	<b>558,6</b>	<b>562,3</b>	<b>568,9</b>	<b>571,2</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	<i>3,8</i>	<i>8,4</i>	<i>3,8</i>	<i>6,8</i>	<i>9,1</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,3</i>	<i>8,7</i>	<i>7,8</i>

1 Définition 1995

2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport

à l'année précédente

Source: BNS

### 3.5 Crédits

La croissance des crédits s'est accélérée légèrement au cours de l'année 2003. A fin décembre, les crédits bancaires à la clientèle en Suisse (statistique des bilans mensuels) dépassaient de 2,5% le niveau observé douze mois auparavant. Entre fin décembre 2001 et fin décembre 2002, ils avaient augmenté de 1,4%.

Dans l'ensemble cependant, la progression des crédits est restée faible, en particulier si on la compare à l'évolution des agrégats monétaires, lesquels se sont accrus massivement en 2003. La même observation peut être faite si l'on ne tient compte que des crédits libellés en francs (progression de 2,3%). La faiblesse de la croissance des crédits est due principalement aux investissements, qui sont encore peu dynamiques. Contrairement aux agrégats monétaires qui précèdent la conjoncture, il y a une assez grande simultanéité dans l'évolution des crédits et de la conjoncture.

Actuellement, la progression des crédits est faible en regard également de la croissance économique. Le graphique 3.5.1 montre que les crédits, en pourcentage du produit intérieur brut nominal, ont légèrement diminué ces dernières années, alors qu'ils avaient augmenté dans les années quatre-vingt. En pourcentage des investissements nominaux, les crédits se sont en revanche sensiblement accrus. Une telle évolution est cependant typique dans une phase de recul des investissements.

Il ressort de la ventilation des crédits en créances hypothécaires et en autres crédits que la progression a continué à reposer exclusivement sur les créances hypothécaires. Ces dernières se sont accrues de 5,3% entre fin 2002 et fin 2003. Les

autres crédits ont par contre fléchi de 7,5% dans le même laps de temps. Ainsi, les créances hypothécaires et les autres crédits ont continué à marquer des évolutions divergentes. En outre, le rythme avec lequel ces deux composantes s'éloignent l'une de l'autre n'a guère varié.

La poursuite de la tendance se vérifie également dans la ventilation des autres crédits en crédits gagés et crédits non gagés. Les autres crédits non gagés, qui avaient reculé plus fortement que les autres crédits gagés ces dernières années, ont diminué moins vivement que ceux-ci au cours des trois premiers trimestres de 2003. Mais, au quatrième trimestre, ils ont de nouveau fléchi davantage que les autres crédits gagés. Une telle évolution a été observée dans toutes les catégories de banques, à l'exception des banques régionales et caisses d'épargne. Cette catégorie détient toutefois une faible part du marché des autres crédits.

#### Ecarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

Le graphique 3.5.2 illustre les différences de qualité entre emprunts d'une durée de deux ans de sept catégories de débiteurs. La qualité est mesurée à l'aide de l'écart entre le rendement d'emprunts à intérêts précomptés d'une de ces catégories de débiteurs et le rendement d'emprunts correspondant de la Confédération suisse. Chaque catégorie de débiteurs est encore ventilée en classes en fonction de la qualité. Les sept catégories de débiteurs choisies sont les cantons, les banques, les établissements de lettres de gage, l'industrie et, du côté des débiteurs étrangers, les émetteurs notés AAA, AA et A par Standard & Poor's.

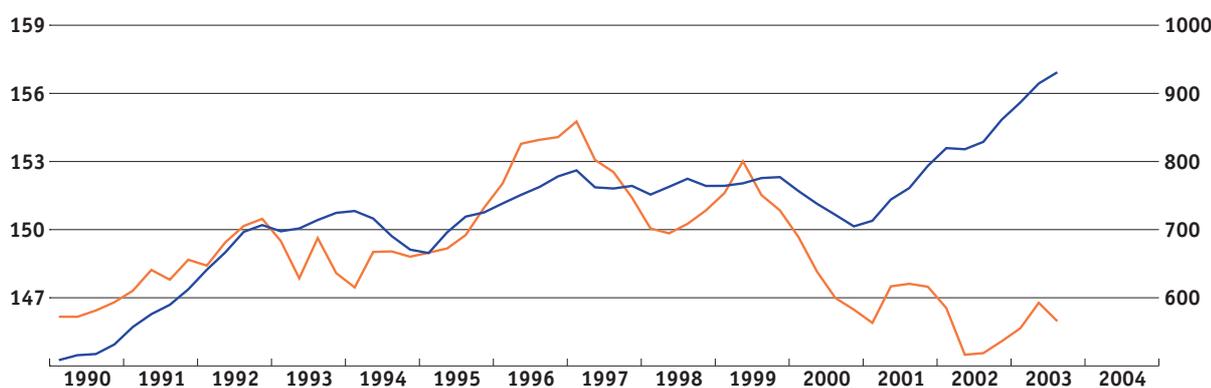
Crédits bancaires à la clientèle en Suisse

Graphique 3.5.1

Données cvs; valeurs trimestrielles. Périmètre de consolidation: comptoirs en Suisse et à l'étranger des banques

— en % du PIB nominal

— en % des investissements nominaux (éch. de dr.)



Source: BNS

Les écarts de rendements indiquent comment évoluent dans le temps l'appréciation de la qualité des débiteurs et, partant, les conditions de financement sur le marché des capitaux. Ils donnent également des indications au sujet de l'évolution prochaine de la conjoncture. Plus les écarts sont faibles, plus la conjoncture évoluera généralement de manière favorable.

Il ressort du graphique que les écarts de rendements étaient particulièrement élevés, en 2003, pour les emprunts des débiteurs de première classe – les meilleurs de leur catégorie – de l'industrie et, dans une moindre mesure, de l'étranger avec une notation

A. Pour les débiteurs des autres catégories, les écarts étaient relativement proches les uns des autres et ont de surcroît moins fluctué en valeurs absolues.

Le graphique montre que, pour les emprunts à deux ans de première classe, les écarts sur le marché suisse des capitaux ont diminué à partir d'octobre 2003 et se sont stabilisés au début de l'année 2004. Les emprunts que les marchés considéraient comme moins bons ont vu leur qualité s'améliorer sensiblement au cours de l'année dernière. Les perspectives conjoncturelles plus favorables se reflètent dans cette tendance à la diminution des écarts.

### Crédits bancaires<sup>1</sup>

Variation en % par rapport à l'année précédente

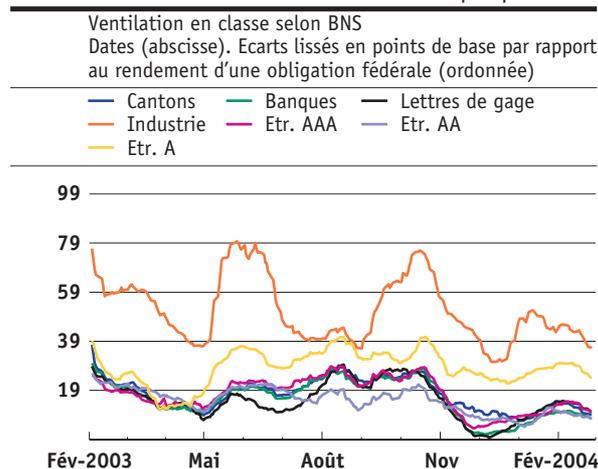
Tableau 3.5.1

	2002	2003	2002	2003					2004	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	Décembre	Janvier	Février
<b>Total</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
Créances hypothécaires	3,9	5,6	4,7	5,7	5,4	5,6	5,5	5,3	5,3	4,8
Autres crédits	-9,3	-8,7	-10,4	-10,6	-9,7	-8,3	-6,1	-7,5	-4,9	-2,8
dont gagés	-3,2	-10,7	-12,6	-13,4	-14,9	-9,4	-4,3	2,3	3,4	2,8
dont non gagés	-12,9	-7,4	-9,0	-8,7	-6,1	-7,6	-7,3	-10,8	-5,8	-6,9

1 Périmètre de consolidation: comptoirs en Suisse et à l'étranger des banques. Crédits à la clientèle en Suisse. En regard des années et des trimestres figurent des moyennes calculées à partir des valeurs de fin de mois.

### Écarts de rendements pour emprunts à 2 ans de 1<sup>ère</sup> classe

Graphique 3.5.2



Source: BNS

### Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité

Les emprunts d'une catégorie de débiteurs ne présentent pas la même qualité. Du fait de cette hétérogénéité, il n'est pas possible de calculer pour tous les emprunts d'une catégorie de débiteurs une seule et unique courbe de taux d'intérêt. Des courbes de taux d'intérêt doivent donc être établies pour chacune des classes de qualité d'une catégorie de débiteurs. Plus la classe porte une numérotation élevée, plus la qualité est faible. Quatre raisons peuvent être avancées pour expliquer l'hétérogénéité au sein d'une catégorie de débiteurs. Les emprunts émis par les débiteurs d'une catégorie peuvent – première raison – se voir attribuer des notations diverses par les agences spécialisées. La liquidité insuffisante du marché obligataire suisse peut – deuxième raison – conduire à des distorsions et à une volatilité indésirable des écarts de rendements. Une troisième raison vient du fait que, parmi les emprunts d'un même débiteur, certains sont préférés à d'autres. Ainsi, l'emprunt à 30 ans de la Confédération suisse est nettement préféré à celui d'une durée de 25 ans. Enfin, quatrième raison, le marché porte parfois sur certains emprunts une appréciation qui diverge de celle des agences de notation.

Les débiteurs d'une catégorie peuvent généralement être ventilés en classes. Une telle ventilation n'est pas possible pour les emprunts – homogènes – des centrales de lettres de gage, qui constituent par conséquent une seule et même classe. La répartition en classes est stable si trois conditions sont remplies. Il faut – première condition – que de nombreux emprunts émis par des débiteurs d'une catégorie soient négociés sur le marché. Une classe doit – deuxième condition – être constituée d'emprunts ayant le plus possible des durées différentes. Si les emprunts d'une classe avaient tous la même durée, cette classe disparaîtrait à l'échéance des emprunts dans le cas où les débiteurs n'auraient pas émis de nouveaux emprunts. Une classe doit être constituée – troisième condition – du plus grand nombre possible de débiteurs. Une classe formée d'un seul débiteur disparaîtrait si, à l'échéance de ses emprunts, le débiteur n'en émettait pas de nouveaux. Les emprunts des classes moins bonnes passeraient alors dans leur plus proche meilleure classe.

## 4 Prix des biens

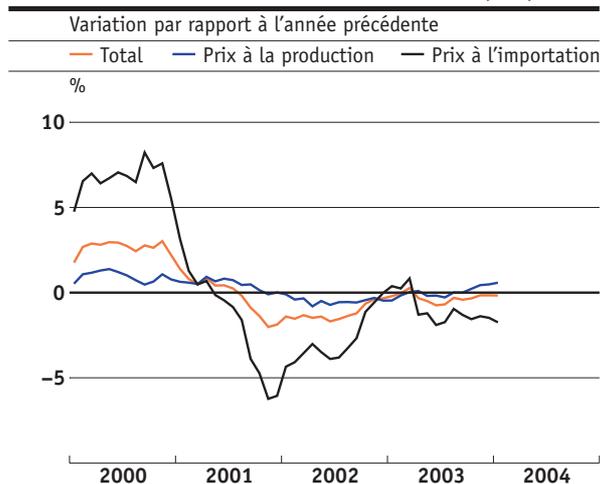
### Légère hausse des prix à la production

Entre octobre et janvier, les impulsions sur le renchérissement que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, sont restées modestes. En ce qui concerne les prix à la production, le renchérissement annuel s'est accru légèrement à partir d'octobre pour atteindre 0,6% en janvier. Les prix des biens destinés à être écoulés sur le marché intérieur ont augmenté de 0,8%, soit un peu plus fortement que ceux des biens d'exportation (+0,3%). En revanche, le renchérissement des biens importés est resté négatif. En janvier, les prix des biens importés ont fléchi de 1,7% en comparaison annuelle, après un recul de 1,6% en octobre. Les prix ont continué à baisser à un rythme supérieur à la moyenne du côté des biens d'équipement importés tels que les machines de bureau et d'autres appareils dans le domaine des technologies de l'information.

### Fort ralentissement de la hausse des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a fluctué entre 0,5% et 0,6% d'août à décembre, puis est tombé à 0,2% en janvier et à 0,1% en février. Comme la prévision d'inflation, publiée par la BNS en décembre 2003, avait signalé que le renchérissement passerait de 0,5% en moyenne du quatrième trimestre à 0,3% au premier trimestre, cette évolution n'a pas surpris. Ce recul du renchérissement s'explique avant tout par une baisse plus forte des prix des biens de consommation étrangers.

Prix de l'offre totale Graphique 4.1



Source: OFS

### Léger fléchissement du renchérissement intérieur

En janvier et février, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse était de 0,7%, soit quelque peu inférieur à son niveau du quatrième trimestre. Ce repli est dû au léger affaiblissement de la pression à la hausse sur les prix des services, lesquels constituent environ les trois quarts du panier des biens suisses. Dans le domaine des services publics, le renchérissement annuel a fléchi de 0,4 point entre novembre et février, pour s'inscrire à 1,5%. Le renchérissement des services du secteur privé, sans les loyers des logements, a diminué de 0,2 point, passant à 0,5%. Le recul a été particulièrement sensible dans le groupe «Restaurants et hôtels». La hausse annuelle des loyers qui font l'objet d'un relevé trimestriel s'est par contre accélérée pour atteindre 0,7%; elle dépassait ainsi de 0,4 point le chiffre de l'enquête précédente (novembre). Le renchérissement des marchandises d'origine suisse était de 0,9% en février, soit légèrement au-dessous du niveau observé en novembre. L'alimentation, les boissons et les produits du tabac ont augmenté de nouveau à un rythme supérieur à la moyenne.

### Baisse plus marquée des prix des biens de consommation importés

Le recul des prix des biens de consommation d'origine étrangère s'est accéléré entre novembre et février. En février, il s'inscrivait à 1,7% en comparaison annuelle, contre 0,4% en novembre. Les prix des produits pétroliers (carburants et mazout) ont une nouvelle fois joué un rôle important, puisqu'ils ont diminué de 3,9% entre février 2003 et février 2004, à la suite d'un effet de base. Les prix des autres biens importés se sont réduits de 1,3% en février, soit un peu plus fortement que pendant les trois mois précédents. Cette accélération était due avant tout aux prix bas pratiqués lors des soldes du groupe «Habillage et chaussures», groupe constitué à raison de 85% environ de produits importés. En outre, les baisses de prix ont été particulièrement marquées dans le domaine de l'électronique domestique, comme les PC (-14,2%), les logiciels (-3,7%), les téléphones (-12,7%) ainsi que les téléviseurs et magnétoscopes (-7,5%).

### Indice suisse des prix à la consommation

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 4.1

	2002	2003					2004	
		2e trim.	3e trim.	4e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Marchandises et services du pays	0,8	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,7	0,7
Marchandises	0,6	0,6	0,6	1,0	1,0	1,3	1,3	0,9
Services	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,6	0,7
Services privés, sans loyers	1,0	1,1	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5
Loyers	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7
Services publics	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,3	1,5
Marchandises et services de l'étranger	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-1,4	-1,7
Sans produits pétroliers	-0,5	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3
Produits pétroliers	3,2	-1,0	1,5	1,0	1,0	1,7	-3,5	-3,9

Sources: OFS et BNS

## Léger repli des taux de l'inflation sous-jacente

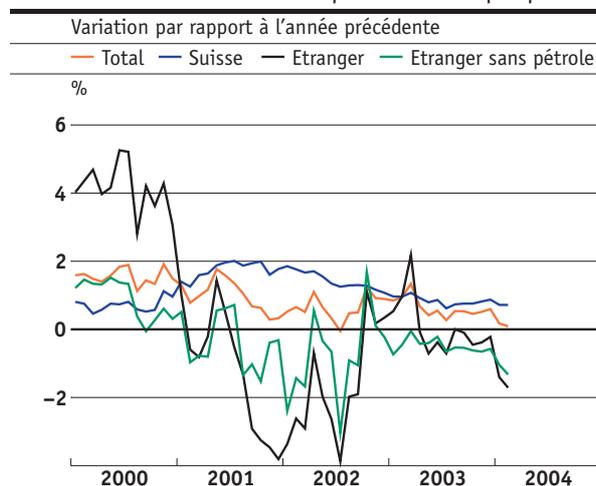
Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi la Banque nationale calcule un taux d'inflation sous-jacente. Celui-ci exclut du panier-type 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. En février, le taux de l'inflation sous-jacente s'inscrivait à 0,5%; il n'était que légèrement inférieur à son niveau de novembre, mais dépassait de 0,4 point le renchérissement, mesuré à l'indice des prix à la consommation. Au début de l'année, les facteurs spéciaux qui poussent les prix à la baisse ont donc joué un rôle beaucoup plus important que ceux qui poussent à la hausse. Peu élevée, l'inflation sous-jacente reflète la tendance du renchérissement à rester faible.

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. Par rapport à novembre, les inflations sous-jacentes publiées par l'OFS ont fléchi chacune de 0,1 point. En février, l'inflation sous-jacente 1 s'établissait à 0,3%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,1%.

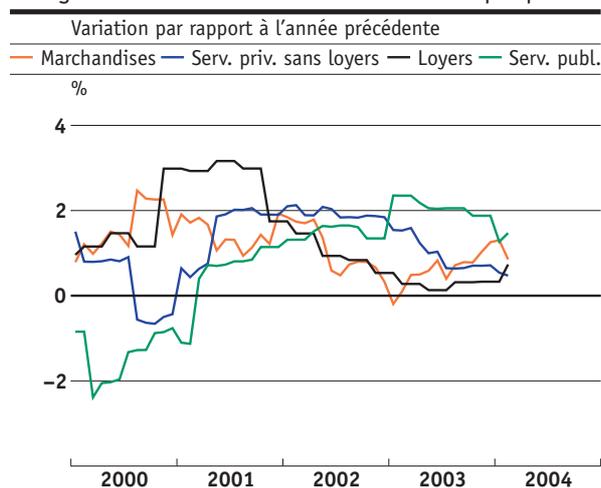
## Salaires et coûts unitaires du travail

D'après l'enquête que l'UBS a menée en octobre sur les traitements, les salaires nominaux devraient progresser de 0,9% en 2004, contre 1,3% en 2003. Selon les branches, les augmentations de salaire vont de 0,4% dans les arts graphiques à 2,2% dans le secteur des télécommunications. L'expérience montre que, dans une phase de reprise économique, la productivité du travail croît à un rythme supérieur à la moyenne; les coûts unitaires du travail devraient par conséquent diminuer cette année.

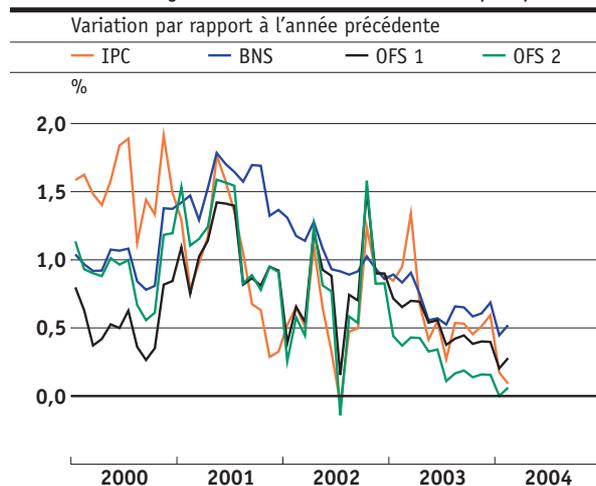
IPC: biens suisses et biens importés Graphique 4.2



IPC: marchandises et services d'origine suisse Graphique 4.3



Inflation sous-jacente Graphique 4.4



Graphiques 4.2 à 4.4:  
indice suisse des prix à la consommation; 2000 = 100  
Sources: OFS et BNS

## 5 Perspectives

### 5.1 Economie mondiale

Au premier semestre de 2004, la reprise de la conjoncture se poursuivra vraisemblablement dans le monde. La croissance devrait rester élevée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, alors qu'elle devrait s'intensifier dans la zone euro. Au Japon, par contre, le dynamisme de la conjoncture faiblira sans doute légèrement par rapport au second semestre de 2003.

Les indicateurs avancés de la conjoncture (OCDE) sont orientés à la hausse depuis le début de 2003, mais dans des mesures inégales. Jusque dans la période récente, leur progression a été beaucoup plus forte aux Etats-Unis que dans la zone euro et au Japon. Cette évolution montre que les incertitudes concernant la vigueur et la durée de la reprise conjoncturelle sont plus grandes en Europe et au Japon qu'aux Etats-Unis.

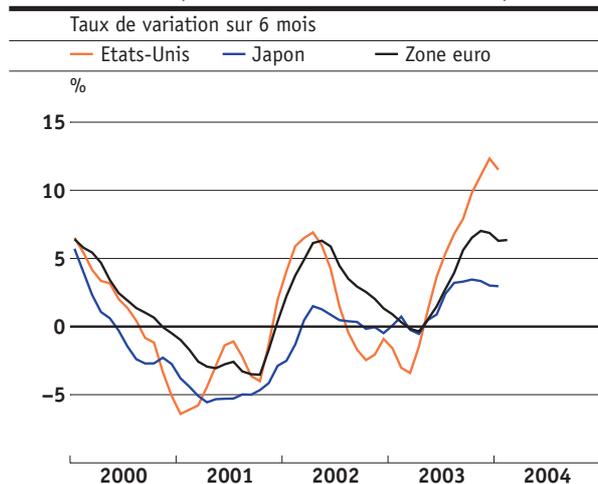
D'après l'enquête menée dans l'industrie, les investissements devraient continuer à augmenter sensiblement aux Etats-Unis, alors que la consommation privée devrait perdre de son élan par rapport au second semestre. Dans la zone euro, la demande intérieure continue à croître à un rythme modéré. Des investissements supplémentaires et la reconstitution des stocks contrastent avec une consommation faible, marquée par l'incertitude quant à l'évolution de l'emploi. Les impulsions les plus importantes devraient par conséquent venir de la demande étran-

gère. La croissance devrait être nettement plus forte et reposer sur une assise plus large au Royaume-Uni que dans la zone euro. Au Japon, les exportations demeurent le plus important soutien de la conjoncture. L'évolution favorable des exportations stimule aussi les investissements.

Les perspectives en matière de renchérissement restent bonnes. Aux Etats-Unis, la forte croissance de la productivité limite la hausse du renchérissement, alors que la zone euro et le Japon continuent à disposer de capacités excédentaires et que la revalorisation de l'euro et du yen tend à freiner le renchérissement. En raison d'effets de base, la hausse des prix devrait continuer à fléchir dans la zone euro au cours des premiers mois de 2004. Au Japon, la légère tendance déflationniste se maintiendra vraisemblablement.

Bien que la conjoncture évolue dans l'ensemble favorablement, les problèmes potentiels sont revenus sur le devant de la scène au début de l'année. Aux Etats-Unis, la progression très lente de l'emploi et le prix du pétrole, en hausse jusque récemment, pourraient freiner la consommation privée plus fortement que prévu. Dans la zone euro, une nouvelle et forte hausse de la monnaie européenne ralentirait nettement la progression des exportations et, partant, menacerait en particulier la reprise des investissements. En outre, les résultats des enquêtes les plus récentes signalent un surcroît d'incertitude chez les entreprises. Inversement, la reprise dans la zone euro pourrait être plus forte que prévu si la consommation – très faible en Allemagne notamment – retrouvait, contre toute attente, de la vigueur.

Indicateurs composites avancés de l'OCDE Graph. 5.1.1



Source: OCDE

	Croissance économique <sup>1</sup>				Renchérissment <sup>2</sup>			
	FMI		Prévisions consensuelles <sup>3</sup>		FMI		Prévisions consensuelles <sup>3</sup>	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Etats-Unis	4,6	3,9	4,6	3,6	1,3	2,0	1,5	1,9
Japon	3,2	1,7	2,2	1,7	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2
Zone euro	1,9	2,5	1,8	2,2	1,7	1,6	1,7	1,7
Allemagne	1,7	2,1	1,7	1,8	1,0	0,9	1,1	1,2
France	2,0	2,6	1,7	2,1	1,8	1,6	1,8	1,7
Italie	1,4	2,2	1,6	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1
Royaume-Uni	3,1	2,6	2,8	2,6	1,5	1,8	1,6	1,8

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

2 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente

3 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.

Sources: FMI: Perspectives de l'économie mondiale (avril 2004); prévisions consensuelles de février 2004

## 5.2 Suisse

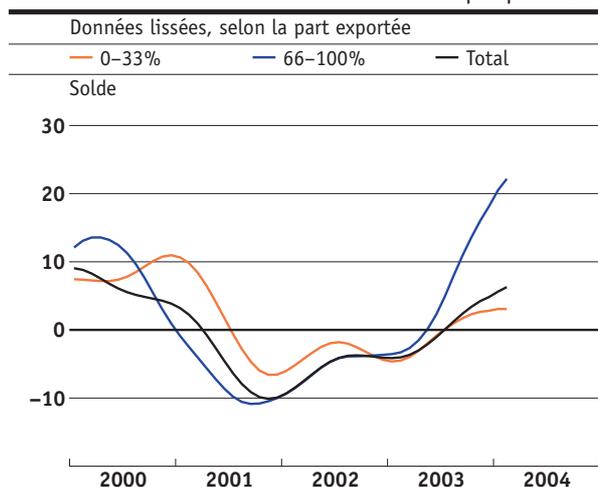
L'évolution de la conjoncture en Suisse dépend étroitement de celle de l'économie mondiale. Au tournant de l'année dernière, la demande étrangère est restée vive, mais les impulsions venant des Etats-Unis et d'Asie ont marqué un certain affaiblissement. Pour le moment toutefois, la Banque nationale s'attend à ce que la reprise de la demande gagne en dynamisme dans la zone euro; l'industrie suisse des biens d'équipement, qui est fortement axée sur l'Europe, devrait tout particulièrement en bénéficier.

L'amélioration des perspectives conjoncturelles, conjuguée à un grand besoin de rattrapage, a engendré, au deuxième semestre de 2003, un redressement des investissements, qui s'accélénera vraisemblablement ces prochains trimestres. Grâce à des conditions de financement toujours favorables, il faut s'attendre à une activité encore animée dans la construction de logements. La demande de main-d'œuvre augmentera sans doute peu à peu dans le courant de l'année, et le nombre des chômeurs diminuera. Cette évolution renforcera la confiance des consommateurs et soutiendra la consommation privée. Par contre, tout porte à croire que la consommation publique faiblira

du fait des efforts d'économies déployés par les collectivités publiques. Au total, le produit intérieur brut réel devrait progresser de 1,5% à 2% en 2004, marquant une croissance plus forte au deuxième semestre qu'au premier. L'écart de production ne se comblera toutefois que graduellement.

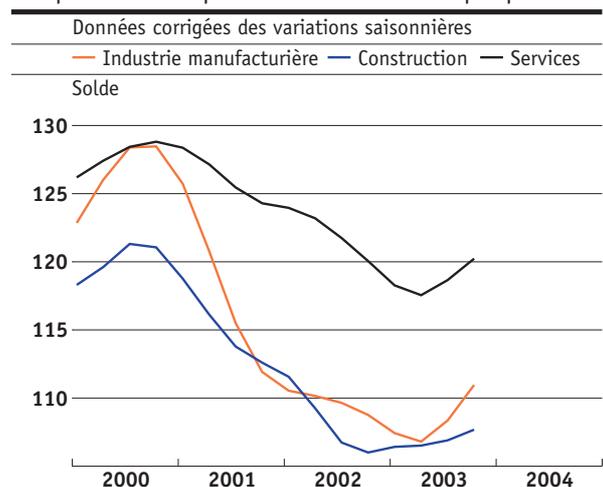
Le renchérissement restera sans doute faible ces prochains temps; certains mois, il pourrait même s'établir à 0%, voire à un niveau légèrement inférieur à 0%, en raison d'effets de base. Des impulsions négatives continueront à découler des biens de consommation importés. De plus, la pression d'origine intérieure sur le renchérissement devrait rester faible du fait d'une utilisation toujours insuffisante des capacités de production. Du côté des biens, il est probable que la pression à la hausse sur les prix se relâche quelque peu. Mais il faut s'attendre à ce que la hausse des loyers continue à s'accélérer à court terme. En maints endroits, l'offre restreinte de logements fera probablement grimper les loyers des logements ayant un changement de locataire ou ceux des appartements neufs. De plus, étant donné les conditions actuelles, les effets modérateurs exercés sur les prix par les dernières baisses des taux hypothécaires s'estomperont au cours de l'année.

Entrées de commandes dans l'industrie Graphique 5.2.1



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

Perspectives d'emploi Graphique 5.2.2



Source: OFS

## 6 Prédiction d'inflation de la BNS

### 6.1 Hypothèses concernant l'évolution de l'économie mondiale

La prédiction d'inflation de la BNS s'inscrit dans un scénario englobant l'économie mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable. Les hypothèses qui étayent le scénario choisi par la BNS sont exposées ci-après. Elles ont pour objet les perspectives conjoncturelles aux Etats-Unis et en Europe, les prix du pétrole ainsi que l'évolution des cours de change. La période sur laquelle portent les prévisions est de trois ans. Le tableau 6.1.1 reproduit ces hypothèses – il s'agit de moyennes annuelles – qui ont servi à l'établissement de la prédiction d'inflation actuelle et de celle qui a été publiée en décembre. Les perspectives de l'économie mondiale sont en général un peu plus favorables qu'elles ne l'étaient il y a trois mois encore.

Les mesures de politique fiscale prises aux Etats-Unis ont eu un effet considérable sur la croissance de 8,2% du produit intérieur brut au troisième trimestre de 2003. Comme prévu, cet effet s'est atténué au quatrième trimestre de 2003, et l'expansion a fléchi de moitié. En revanche, les investissements, qui sont restés longtemps à un niveau très modéré, gagnent en vigueur. Pour 2004, on table donc dorénavant sur un taux annuel de croissance d'un peu plus de 4,5%, alors qu'auparavant, on s'attendait à 4% à peine. Par la suite, le rythme annuel de croissance escompté pour 2006 se repliera à 3,5%.

L'Europe a enregistré en 2003 une croissance un peu plus forte que ce qui avait été pronostiqué en décembre. Pourtant, le taux annuel de croissance de l'UE (15 Etats) est resté inférieur à 1%. En Europe également, la reprise de la conjoncture est intervenue un peu plus tôt que ne l'annonçait la prédiction de décembre. Le taux annuel de croissance s'inscrira sans doute en 2004 légèrement au-dessus de 2%. Une expansion plus vive n'est pas exclue, mais pour le moment, elle n'entre pas dans le scénario le plus probable étant donné la fermeté de l'euro. Compte tenu des problèmes structurels persistants, on estime que la croissance à moyen terme ne dépassera que légèrement le potentiel de 2,1%. Aussi l'écart de production ne se comblera-t-il que peu à peu.

Du fait de la demande, le prix du baril de pétrole a été, au quatrième trimestre de 2003, quelque peu supérieur au niveau qui avait été retenu pour la prédiction de décembre. Pour le premier trimestre de 2004, on table sur un prix moyen de 30 dollars. Selon les hypothèses prises en considération, le prix du pétrole baissera jusqu'au milieu de 2005, puis augmentera au même rythme que l'inflation moyenne. Par rapport à la dernière prédiction, le dollar a marqué, au quatrième trimestre, un fléchissement un peu plus fort vis-à-vis de l'euro. Pour toute la période sur laquelle porte la prédiction, le cours de change – en chiffres arrondis – est maintenu au niveau enregistré au moment de l'établissement de cette prédiction. En ce qui concerne la présente prédiction, le cours de l'euro s'inscrit à 1,25 dollar à partir du premier trimestre de 2004.

#### Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 6.1.1

	2003	2004	2005	2006
Prédiction de mars 2004				
PIB USA <sup>1</sup>	3,1	4,7	4,0	3,6
PIB UE (15) <sup>1</sup>	0,7	2,1	2,4	2,3
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,13	1,25	1,25	1,25
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	28,8	28,1	26,1	26,4
Prédiction de décembre 2003				
PIB USA <sup>1</sup>	3,0	4,0	3,3	3,7
PIB UE (15) <sup>1</sup>	0,6	1,7	2,3	2,5
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,13	1,18	1,18	1,18
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	28,7	25,9	24,7	25,4

1 Variation en %

2 Niveau

## 6.2 Prédiction d'inflation du 1<sup>er</sup> trimestre de 2004 au 4<sup>e</sup> trimestre de 2006

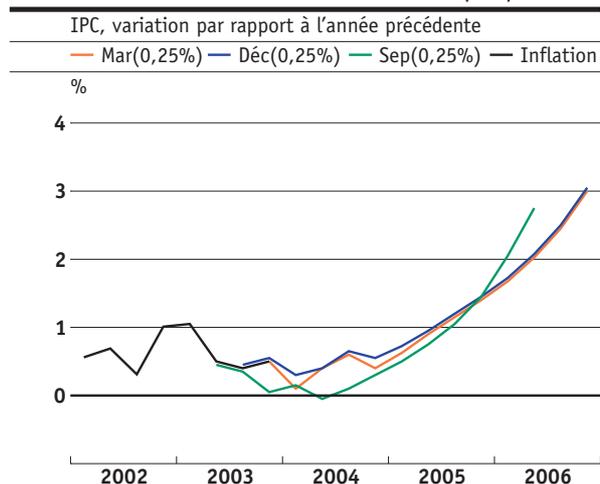
Les prévisions d'inflation de mars 2004 et de décembre et septembre 2003, qui portent chacune sur les trois années suivantes, font l'objet du graphique 6.2.1. Toutes les trois reposent sur un Libor à trois mois inchangé à 0,25% pendant les trois années considérées. La prévision de décembre annonçait un renchérissement supérieur, jusqu'à la seconde moitié de 2005, à celui qui ressortait de la prévision de septembre. En revanche, les pressions inflationnistes étaient moins fortes dans la seconde moitié de la période de trois ans. A moyen terme, l'inflation prévue en décembre était plus élevée que celle de septembre à la suite de la hausse du renchérissement dans la zone de l'OCDE, de meilleures perspectives économiques ainsi que d'un nouvel affaiblissement du franc par rapport à l'euro. A plus long terme, donc vers la fin de la période de trois ans, les tensions inflationnistes étaient légèrement moins fortes du fait notamment de la révision de données statistiques.

Comme le précise le chapitre 6.1, les hypothèses relatives à l'évolution de l'économie mondiale, hypothèses sur lesquelles se fonde la prévision d'inflation de mars, n'ont pas changé fondamentalement au cours

des trois derniers mois. Etant donné que d'autres informations importantes pour l'établissement de la prévision (indicateurs, facteurs spéciaux) sont restées les mêmes pour l'essentiel, la prévision de mars aboutit à un résultat presque identique à celle de décembre 2003. Par rapport à la prévision de décembre, l'IPC (indice des prix à la consommation) marque des replis un peu plus forts au début et à la fin de l'année 2004, à la suite d'un effet de base. Ces écarts vis-à-vis de la prévision de décembre n'ont cependant aucune répercussion sur le taux annuel moyen d'inflation pour 2004. Ainsi, la prévision de décembre et celle de mars donnent, pour 2004, un taux annuel moyen d'inflation de 0,4%. A partir du début de 2005, l'inflation a tendance à augmenter, ce qui se traduit par un renchérissement annuel moyen de 1% en 2005 et de 2,3% en 2006. Au milieu de 2006, l'inflation sort de la zone que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix (2%). Telle qu'elle ressort de notre prévision, l'inflation s'établit à 3% à fin 2006.

Selon cette prévision, la stabilité des prix ne serait plus garantie vers la fin de la période sur laquelle porte la prévision. Mais la prévision, il faut le rappeler, repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25% pendant les trois prochaines années.

Prévisions d'inflation de la BNS Graphique 6.2.1



## 7 Décision de politique monétaire et perspectives

### **Politique monétaire toujours expansionniste**

Depuis plus de deux ans, la BNS mène une politique monétaire très expansionniste. Elle a réagi rapidement et nettement à la détérioration de la situation économique et aux pressions à la hausse que le franc subissait sur les marchés des changes. Cette politique expansionniste a été possible parce que les perspectives de renchérissement sont restées très modérées dans cette phase.

Grâce aux conditions monétaires favorables et à l'amélioration de la conjoncture sur le plan international, l'économie suisse redémarre peu à peu. Néan-

moins, certains risques pèsent toujours sur le caractère durable de la reprise économique. La BNS ne veut pas compromettre le redressement de l'activité économique en Suisse par une hausse trop rapide des taux d'intérêt. C'est pourquoi elle entend poursuivre sa politique monétaire expansionniste.

La BNS ne peut cependant pas mener indéfiniment une telle politique sans mettre en danger la stabilité des prix. La vive expansion des agrégats monétaires s'explique en partie par des effets spéciaux, mais les liquidités à la disposition de l'économie ont sensiblement augmenté. La BNS suivra très attentivement cette évolution. Elle devra adapter sa politique monétaire lorsque des signes confirmeront clairement la reprise économique.



## Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation du 18 mars 2004

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale 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 principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de novembre 2003 à février 2004, sont résumés ci-après.

## Résumé

Dans les entreprises, la marche des affaires et le climat se sont améliorés ces derniers mois. Plusieurs interlocuteurs estimaient que le redémarrage de la conjoncture était encore hésitant. En outre, toutes les branches n'en profitaient pas encore. Néanmoins, les tendances à l'amélioration l'emportaient nettement.

En revanche, les impulsions principales sont venues des exportations qui ont encore bénéficié de la demande particulièrement dynamique de pays asiatiques. Les commandes en provenance des Etats-Unis ont toutefois évolué de manière plutôt décevante. En outre, le bas niveau du cours du dollar a constitué une entrave pour nombre d'entreprises exportatrices. La demande émanant de la zone euro est restée peu soutenue, mais des signes positifs sont venus d'Allemagne. Un net redressement a été observé dans les domaines de l'électronique et de la technologie de la communication. Dans les services, un revirement s'est dessiné, notamment dans le tourisme. Le commerce de détail a encore ressenti les effets de la retenue des clients; un besoin de rattrapage s'est fait sentir çà et là dans les biens de consommation durables.

Les entreprises se sont montrées réservées en matière d'investissements, mais la propension à investir s'accroît de nouveau peu à peu. De même, il n'était presque plus question de nouvelles suppressions d'emplois. Les entreprises n'étaient toutefois pas encore prêtes à relever sensiblement l'effectif de leur personnel. Les interlocuteurs considéraient, en grande majorité, qu'il n'y a pas de marge pour des relèvements de prix. Cela concernait en particulier les branches qui exportent dans la zone dollar et qui pâtissent de marges très réduites.

Les entreprises portaient des jugements prudemment optimistes sur les perspectives conjoncturelles. Nombre d'entre elles ne tablaient pas sur une véritable reprise avant le second semestre et estimaient de surcroît que celle-ci serait modérée.

# 1 Production

## Industrie

Les branches axées sur les exportations ont annoncé, en majorité, une amélioration de la marche de leurs affaires. Elles estimaient la situation conjoncturelle nettement plus positive que les entreprises axées sur le marché intérieur, notamment celles qui fournissent des produits aux entreprises. On ne peut toutefois pas encore parler d'une sensible reprise dans les entreprises d'exportation; souvent, le volume des commandes est encore considéré comme trop faible et les résultats sont peu satisfaisants. Pour nombre d'entreprises, les entrées de commandes provenant des Etats-Unis ont été décevantes. Le bas niveau du cours du dollar leur a donné du fil à retordre, mais aussi, en partie, la concurrence accrue d'Asie, avant tout de Chine. Les exportations vers l'Europe centrale et méridionale ainsi qu'en partie vers l'Amérique du Sud (Brésil) ont évolué favorablement, alors que la demande des pays voisins a marqué un redressement hésitant. Dans l'intervalle, des informations positives sur la marche des affaires avec l'Allemagne et la France sont venues de la région bâloise en particulier.

L'industrie des machines et ses fournisseurs n'ont pas encore beaucoup ressenti les effets de la reprise des investissements dans les marchés d'exportation importants. Plusieurs entreprises ont subi les répercussions de transferts de production opérés par l'industrie américaine vers l'Asie. L'électronique, l'industrie des semi-conducteurs et les télécommunications se sont redressés après avoir enregistré de bas niveaux. Les branches axées sur les biens de consommation, notamment l'industrie pharmaceutique et les entreprises de technologie médicale, ont connu, comme précédemment, une évolution réjouissante de leurs affaires. Dans les autres branches, celle des appareils ménagers par exemple, la situation commence à s'améliorer graduellement. La marche des affaires a évolué de manière satisfaisante à bonne dans l'alimentation, alors qu'une reprise de la demande a été observée dans l'industrie horlogère. Les stocks, qui étaient excessifs il y a peu de temps encore, sont en train de se replier lentement.

En ce qui concerne les investissements, une certaine retenue a continué à prédominer, étant donné les capacités considérables qui ne sont toujours pas utilisées. La propension à investir est toutefois plus élevée qu'il y a six mois. Les entreprises qui entretiennent des sites de production hors de notre pays ont de plus en plus pris en considération la possibilité de procéder à des investissements à l'étranger. L'Asie, notamment la Chine, joue un rôle de premier plan en tant que site de production.

## Services

Le commerce de détail a enregistré des ventes de Noël et des soldes satisfaisants dans l'ensemble et, depuis, constate en majorité une certaine amélioration de ses chiffres d'affaires. Cette évolution est plus prononcée chez les grands distributeurs que dans les petits commerces. Les consommateurs sont restés sélectifs et très attentifs aux prix. Dans les régions frontalières, le commerce de détail a profité de l'affaiblissement du franc face à l'euro et du renchérissement plus élevé à l'étranger. La demande de biens de consommation durables est demeurée modérée, mais un besoin de rattrapage s'est fait peu à peu sentir. De leur côté, les ventes de produits de luxe (montres et bijoux) semblent avoir dépassé le creux de la vague, grâce notamment aux hôtes étrangers. Les chiffres d'affaires de l'électronique de divertissement ont eux aussi évolué favorablement.

Dans le tourisme, la saison d'hiver a bien démarré et le climat s'est amélioré. Les entreprises ont annoncé non seulement des nuitées en hausse, surtout de la clientèle asiatique, mais aussi une propension plus grande à dépenser de la part des hôtes. En outre, la faiblesse du dollar a influé négativement. Même si la relation de change entre le franc et l'euro était favorable, la demande émanant d'Europe n'a que peu augmenté. Au Tessin, le tourisme se trouvait toujours dans une situation difficile, mais il semble que le creux de la vague ait été franchi.

Une certaine reprise a été observée dans le domaine des prestations de services aux entreprises. Elle a notamment concerné le tourisme d'affaires, qui a profité des relations de change favorables entre le franc et l'euro. Les entreprises spécialisées dans les conseils et la branche des transports ont elles aussi bénéficié d'une demande accrue.

## Construction

Les signaux émanant du secteur de la construction ont été, comme d'habitude, très inégaux selon les régions et les segments. Il semble toutefois que la situation ne s'est pas dégradée davantage. La construction de maisons familiales et d'appartements en propriété par étages ont continué à évoluer de manière dynamique le long des grands axes, alors que celle d'immeubles destinés à l'industrie et à l'artisanat ainsi que le génie civil ont été marqués par la morosité. De nombreuses branches proches de la construction et des entreprises fournissant des produits à celle-ci l'ont également ressentie. Au Tessin, la construction a connu une évolution relativement favorable. Le domaine de la finition se trouvait généralement dans une meilleure situation que le secteur principal de la construction.

## 2 Marché du travail

Une partie des interlocuteurs considérait toujours l'effectif du personnel comme trop élevé. Mais, étant donné qu'une amélioration des entrées de commandes était généralement attendue, il semblait préférable, dans la mesure du possible, d'éviter de nouvelles suppressions d'emplois. Les engagements de personnel se sont limités, pour l'essentiel, aux branches affichant une excellente marche des affaires, à savoir les entreprises de technologie médicale.

## 3 Prix et marges

Les interlocuteurs estimaient, dans leur grande majorité, que les prix sont toujours soumis à une forte pression et qu'il n'y a pas de marge pour des relèvements de prix. Cela concernait en particulier les entreprises qui exportent dans la zone dollar. Elles ont dû se résoudre à procéder à des baisses de prix et à des réductions sensibles de leurs marges. Plusieurs entreprises ont également ressenti la concurrence accrue des importations provenant de la zone dollar, à laquelle il convient d'inclure l'Asie. De nouvelles mesures de rationalisation sont donc nécessaires. Du fait de l'affaiblissement du franc face à l'euro, la compétitivité-prix s'est nettement améliorée par rapport à la concurrence européenne. Contrairement à l'industrie d'exportation, l'hôtellerie ainsi que la restauration et l'hébergement ont procédé à des relèvements de prix et, dans la construction, la forte pression sur les prix semble avoir faibli quelque peu. Du côté des coûts, la vive hausse des prix de l'acier a joué un rôle non négligeable dans plusieurs branches, tandis que la construction a ressenti les effets de charges supplémentaires dues à l'adoption de la nouvelle réglementation relative à la retraite.

## Swiss National Bank Working Papers and Economic Studies: résumés

Les Swiss National Bank Working Papers and Economic Studies sont disponibles, sous forme électronique, sur le site Internet de la Banque nationale (<http://www.snb.ch>), sous Publications/Recherche.

Les deux séries peuvent être obtenues également sur papier. Il est possible de s'y abonner gratuitement et de commander des exemplaires isolés à l'adresse suivante: Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zurich; tél.: +41 1 631 32 83; fax: +41 1 631 81 14, e-mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch)

## Participation aux marchés financiers et instabilité apparente de la demande de monnaie

Durant les deux dernières décennies, la demande de monnaie a généralement été considérée comme instable, et les agrégats monétaires ont drastiquement perdu en importance dans les discussions de politique monétaire et les études économiques théoriques et empiriques. Se basant sur des données américaines, Samuel Reynard montre que l'instabilité apparente de la demande de monnaie est due au fait qu'une partie plus importante de la population s'est mise à investir dans les marchés financiers («Financial Market Participation and the Apparent Instability of Money Demand», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2004). Cet article montre aussi que les méthodes utilisées jusqu'à maintenant pour analyser la demande de monnaie ne sont pas aptes à détecter et à prendre en compte ces changements dans les marchés financiers, ce qui explique pourquoi une multitude d'études ont conclu à tort à une instabilité de la demande de monnaie. L'article propose une approche qui permet une mesure correcte de la demande de monnaie. La demande de monnaie, correctement mesurée, est stable et donc utile à l'analyse monétaire.



## Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Lors de son examen trimestriel de la situation du 18 mars 2004, la Banque nationale a décidé de laisser à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition**

Visiolink AG, Zurich

**Impression**

Meier Waser Druck AG, Feuerthalen

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

**Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse**

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8,  
CH-8022 Zurich. Tél.: +41 1 631 32 83; fax: +41 1 631 81 14;  
e-mail: library@snb.ch. Les changements d'adresse sont eux  
aussi à annoncer à la Bibliothèque.

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît  
en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande  
(ISSN 1423-3789).

**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>



