

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2004

22^e année

Contenu

5	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
38	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
42	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 30 avril 2004 Hansueli Raggenbass
46	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 30 avril 2004 Jean-Pierre Roth
52	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
54	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Dans les grandes zones économiques, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur au cours des premiers mois de 2004. Dans l'ensemble, la croissance économique a été, au premier trimestre, un peu supérieure au taux attendu dans le précédent Rapport sur la politique monétaire. Le renchérissement s'est quelque peu accéléré dans de nombreux pays à la suite de l'amélioration de la conjoncture et de la forte hausse des prix des produits pétroliers. En Suisse également, la conjoncture a continué sur la voie de la reprise. Au premier trimestre, le PIB réel a enregistré une nouvelle progression trimestrielle. En outre, il dépassait de 1,5% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Une croissance aussi sensible n'avait plus été observée depuis 2001. L'écart – négatif – de production a diminué légèrement, et la situation s'est stabilisée sur le marché du travail.

Le 17 juin 2004, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter ainsi cette marge à 0%–1%. Elle a annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge, soit autour de 0,5%. Par ce léger resserrement des rênes monétaires, la BNS a tenu compte du fait que la reprise de la conjoncture avait gagné en fermeté. En dépit du relèvement du Libor à trois mois, la politique monétaire de la BNS reste expansionniste et soutient la reprise de la conjoncture.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (p. 38)

Dans les entreprises, le climat et la marche des affaires se sont encore améliorés au cours des mois de mars, d'avril et de mai. La reprise de la conjoncture a reposé sur une assise plus large et s'est étendue peu à peu aux branches axées sur le marché intérieur. Les principales impulsions ont cependant découlé des exportations, comme les mois précédents. Nombre de signes laissent entendre que la propension à investir a tendance à augmenter. En outre, plusieurs entreprises ont déjà accru leurs effectifs du personnel ou envisagent de le faire. Maintes branches ont ressenti les effets du fort renchérissement des matières premières, mais la plupart estimaient ne pas avoir la possibilité de répercuter les coûts plus élevés sur les prix.

Assemblée générale des actionnaires (p. 42)

Le président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, Hansueli Raggenbass, a commenté, dans son exposé à l'Assemblée générale des actionnaires du 30 avril, la nouvelle loi sur l'institut d'émission, qui devait entrer en vigueur le lendemain, soit le 1^{er} mai. La révision de la loi a permis une adaptation à la réalité juridique des sociétés anonymes de droit privé cotées en bourse. Ainsi, la part non versée du capital-actions est abandonnée, et les personnes physiques et morales étrangères ont la possibilité d'acquiescer des actions de la BNS, avec tous les droits qui leur sont assortis. La nouvelle loi apporte également une vaste réforme des organes de la société et, partant, renforce le gouvernement d'entreprise. Le Conseil de banque passe de quarante à onze membres et, en son sein, trois comités permanents sont créés. De plus, l'organisation interne a été remaniée, les structures de conduite ont été simplifiées et on a introduit un processus intégré de planification et d'établissement du budget. Dans la seconde partie de son exposé, le président du Conseil de banque a formulé quelques remarques sur les comptes annuels pour 2003 et mis en garde contre des attentes exagérées en ce qui concerne le potentiel futur de la BNS en matière de bénéfices.

Le président de la Direction générale de la Banque nationale, Jean-Pierre Roth, a consacré son exposé principalement à l'évolution de la conjoncture et à la politique monétaire. Après une année 2002 décevante, l'horizon s'est progressivement éclairci en 2003. L'année en cours incite à un optimisme prudent. L'environnement étant toujours instable, la politique monétaire de la BNS doit rester expansionniste. La BNS sait cependant qu'il lui faudra relever les taux d'intérêt dès que la reprise économique sera confirmée. Les événements des dernières années ont montré une nouvelle fois que l'économie suisse ne peut échapper aux perturbations venant des marchés mondiaux. Cela doit nous pousser à veiller encore plus à ce que les problèmes engendrés par nos structures internes ne prennent pas le dessus. L'économie suisse n'améliorera pas ses performances sans entreprendre résolument des réformes de structures.

Swiss National Bank Working Papers (p. 52)

Résumé d'un article d'Urs Birchler et Diana Hancock «What Does the Yield on Subordinated Bank Debt Measure?», Swiss National Bank Working Paper No. 2, 2004.

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-juin 2004. Les chapitres 1 à 3 ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale de la Banque nationale suisse a effectué en juin 2004.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 PIB réel et ses composantes
20	2.2 Utilisation des capacités de production
22	2.3 Marché du travail
23	2.4 Prix
26	3 Conditions de financement
26	3.1 Taux d'intérêt
29	3.2 Cours de change
30	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
31	3.4 Agrégats monétaires
33	3.5 Crédits
34	4 Prévision d'inflation
34	4.1 Hypothèses concernant l'évolution de l'économie mondiale
36	4.2 Prévision d'inflation du 2 ^e trimestre de 2004 au 1 ^{er} trimestre de 2007
21	Encadré: Trois approches pour estimer la production potentielle et l'écart de production
35	Encadré: La prévision d'inflation en tant qu'élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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.

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 présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et monétaire et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en juin 2004. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 17 juin 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.

Aperçu

Dans les grandes zones économiques, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur au cours des premiers mois de 2004. Dans l'ensemble, la croissance économique a été, au premier trimestre, un peu supérieure au taux attendu dans le précédent Rapport sur la politique monétaire. En Suisse également, la conjoncture a continué sur la voie de l'amélioration. Après avoir reposé principalement sur les exportations, la reprise s'est étendue de plus en plus aux branches axées sur le marché intérieur. Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel (PIB) a enregistré une nouvelle progression trimestrielle. En outre, il dépassait de 1,5% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Une croissance aussi vigoureuse n'avait plus été observée depuis 2001. L'écart – négatif – de production a diminué légèrement, et la situation s'est stabilisée sur le marché du travail.

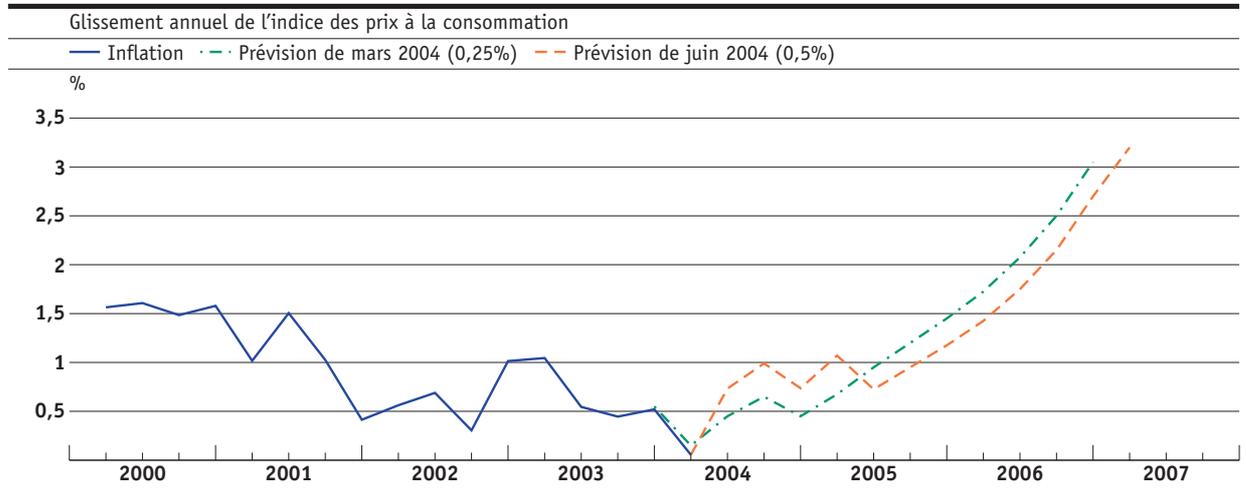
Le 17 juin 2004, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter ainsi cette marge à 0%–1%. Elle a également annoncé son intention de maintenir jusqu'à nouvel avis le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge, soit autour de 0,5%. En resserrant légèrement les rênes monétaires, la BNS a tenu compte du fait que la reprise de la conjoncture avait gagné en fermeté. En dépit de ce relèvement du Libor à trois mois, la politique monétaire de la BNS reste expansionniste et soutient la reprise de la conjoncture.

Pour l'année en cours, la BNS table sur une croissance économique proche de 2%. La hausse des prix des produits pétroliers ternit les perspectives conjoncturelles, qui sont globalement optimistes. Mais la BNS est d'avis qu'elle ne constitue pas une menace pour la reprise. A fin 2005, l'économie devrait retrouver son taux normal d'utilisation des capacités de production, ce qui aura une influence sur la formation des prix.

La prévision d'inflation de mars 2004, faite sur la base d'un taux d'intérêt inchangé à 0,25%, montrait déjà une accélération du renchérissement à partir de la seconde moitié de 2005. Selon la prévision de juin, qui repose sur un Libor à trois mois de 0,5%, l'inflation devrait, à partir du deuxième trimestre de 2005, rester un peu inférieure à ce qui ressortait de la précédente prévision. Ainsi, la normalisation amorcée de la politique monétaire a amélioré les perspectives de renchérissement.

Selon la dernière prévision, le taux annuel moyen de renchérissement devrait s'établir – avec un Libor à trois mois maintenu à 0,5% pendant toute la période sur laquelle porte la prévision – à 0,6% en 2004, puis passer à 1% l'année suivante et atteindre 2% en 2006. En dépit du relèvement, le 17 juin 2004, de la marge de fluctuation, le taux annuel de renchérissement passe au-dessus de la barre des 2% vers la fin de la période de trois ans. Aussi la BNS devra-t-elle probablement relever encore la marge de fluctuation pour assurer la stabilité des prix.

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



Prévision d'inflation de juin 2004 avec Libor à 0,5 %

	2004	2005	2006
Inflation annuelle moyenne en %	0,6	1,0	2,0

1 Environnement international

Poursuite de la reprise de l'économie mondiale

Au cours des premiers mois de 2004, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur dans les grandes zones économiques. Au premier trimestre, la croissance a été globalement un peu supérieure au taux attendu dans le précédent Rapport sur la politique monétaire. L'évolution plus favorable dans la zone euro et au Japon en était la principale raison. Comme prévu, l'activité économique a été forte aux Etats-Unis. Par contre, l'essor de la conjoncture a perdu un peu de son dynamisme au Royaume-Uni. A la suite de l'amélioration de la conjoncture et de la forte hausse des prix des produits pétroliers, le renchérissement s'est accéléré dans de nombreux pays.

Croissance toujours forte aux Etats-Unis et au Japon

Au premier trimestre de 2004, le produit intérieur brut réel (PIB) des Etats-Unis dépassait de 4,4%, en taux annualisé, son niveau de la période précédente. Les principales impulsions sont venues de la consommation privée et des investissements. Selon les indicateurs disponibles, l'expansion économique devrait se maintenir et reposer sur une large assise au deuxième trimestre. La production industrielle a fortement augmenté, et la propension à investir est restée robuste. La progression de l'emploi, limitée jusque-là au secteur des services, a commencé à s'étendre à l'industrie.

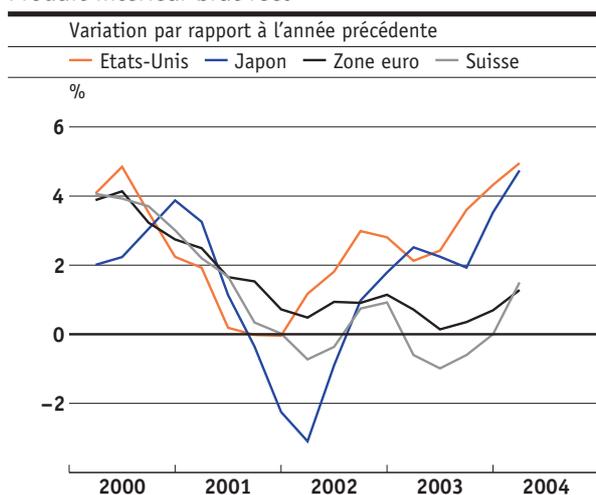
Au Japon également, la vive croissance économique s'est poursuivie au premier trimestre. Par rapport à la période précédente, le PIB réel a enregistré une hausse de 6,1% en taux annualisé. Comme au second semestre de 2003, l'essor a reposé sur les exportations et sur la demande intérieure, laquelle a contribué pour les trois quarts environ à l'expansion. Les indicateurs disponibles laissent entendre que la progression des dépenses de consommation et des exportations restera vigoureuse au deuxième trimestre.

Amélioration de la conjoncture dans l'UE

Par rapport au quatrième trimestre de 2003, le PIB réel de la zone euro a augmenté de 2,3% en taux annualisé. Les exportations et la consommation privée ont stimulé l'activité, alors que les investissements ont déçu les attentes. Le climat s'est cependant amélioré dans l'industrie, ce qui incite à tabler sur une reprise des investissements au deuxième trimestre. Les écarts sont restés substantiels au sein de la zone euro. En effet, la croissance économique a été plus forte que la moyenne en France, en Espagne et en Belgique, alors que la faiblesse de la demande intérieure notamment a continué à peser sur l'activité en Allemagne.

Au Royaume-Uni, l'expansion économique a marqué un léger ralentissement au premier trimestre. Elle s'est établie néanmoins à 2,5%, soit à un rythme toujours soutenu. Une fois encore, la consommation privée a fourni les principales impulsions. La croissance des investissements a faibli, et les exportations ont reculé. La revalorisation de la livre sterling face à l'euro a été sans doute un facteur négatif. D'un autre côté, les signes de surchauffe se sont maintenus dans le secteur immobilier, et la dette des ménages a ainsi continué à gonfler.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

Forte hausse des prix des produits pétroliers

Les prix des produits pétroliers, qui avaient déjà augmenté entre janvier et mars, sont restés orientés à la hausse au deuxième trimestre. En mai, le prix du baril de brut, de qualité brent, a atteint par moments plus de 40 dollars; en moyenne du mois, il valait 37,5 dollars, soit un tiers de plus qu'un an auparavant. Plusieurs facteurs ont concouru à ce renchérissement. L'amélioration de la conjoncture mondiale, en particulier la vigoureuse expansion de l'économie chinoise, a raffermi la demande de pétrole. En outre, les incertitudes liées à la situation politique dans d'importantes régions productrices de pétrole ont elles aussi influé sur les prix.

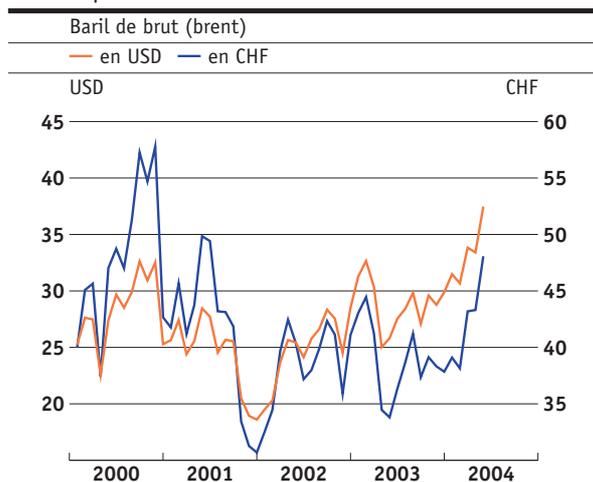
Accélération du renchérissement

Dans la plupart des pays industrialisés, la reprise de la conjoncture et les prix plus élevés des produits pétroliers ont entraîné une accélération du renchérissement, mesuré aux prix à la consommation. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel atteignait 3% en mai, contre 1,7% en février; hors énergie et alimentation, il a augmenté, passant de 1,3% à 1,8%. La hausse des prix s'est renforcée également dans la zone euro. Le renchérissement annuel y était de 1,6% en février, mais de 2,5% en mai. Ainsi, il dépassait de nouveau le niveau de 2% que la Banque centrale européenne (BCE) vise à moyen terme et assimile à la stabilité des prix. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente est restée cependant presque inchangée à 1,9%. Au Royaume-Uni en revanche, le renchérissement annuel s'établissait à 1,5% en mai et était inférieur à l'objectif de 2%. Enfin, la tendance à la déflation a faibli au Japon.

Politique monétaire toujours expansionniste

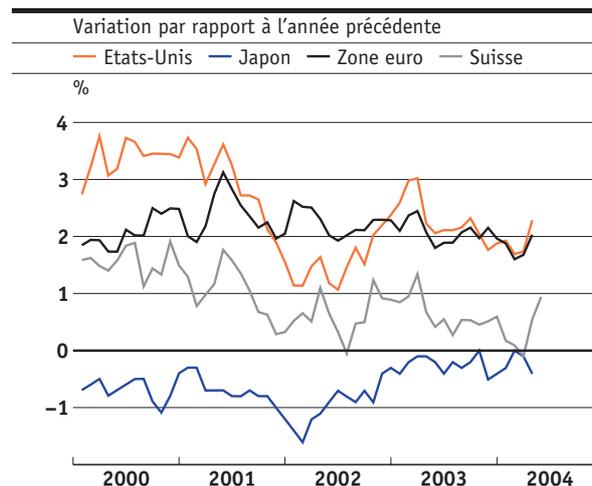
Les banques centrales américaine et japonaise ainsi que la BCE ont maintenu leur politique monétaire expansionniste. Jusqu'en mai, le taux appliqué aux opérations principales de financement est resté inchangé à 1% aux Etats-Unis et à 2% dans la zone euro; au Japon, les taux d'intérêt à court terme étaient toujours proches de 0%, la banque centrale ayant continué à approvisionner généreusement le

Graphique 1.2
Prix du pétrole



Source: BNS

Graphique 1.3
Prix à la consommation



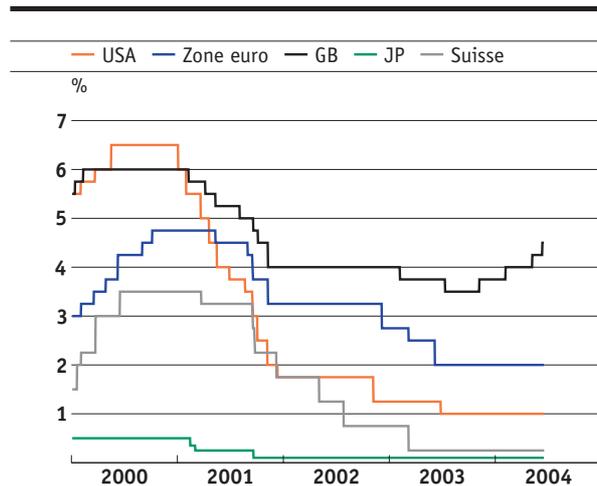
Source: BRI

système bancaire en liquidités. Par des déclarations faites en avril et en mai, la banque centrale américaine a toutefois préparé les marchés à un relèvement des taux directeurs; une hausse est attendue pour fin juin. La Banque d'Angleterre, qui avait déjà resserré les rênes monétaires en novembre et en février, a porté son taux directeur de 4% à 4,5%, en deux étapes, l'une en mai et l'autre en juin. La BCE a estimé en revanche que le niveau actuel des taux d'intérêt est approprié pour assurer à moyen terme la stabilité des prix. Elle a ainsi laissé entendre qu'une modification des taux directeurs n'est pas, pour le moment, à l'ordre du jour.

Perspectives

Sur le plan mondial, l'amélioration de la conjoncture devrait se poursuivre au second semestre de 2004. La croissance économique devrait marquer un ralentissement aux Etats-Unis et au Japon, mais s'accélérer légèrement dans la zone euro. Les indicateurs avancés de la conjoncture, que l'OCDE a publiés, le confirment (voir graphique 1.5). L'indicateur pour l'Europe se redresse, tandis que les courbes pour les Etats-Unis et le Japon fléchissent après une forte hausse en début d'année. Aux Etats-Unis, on s'attend à une propension à investir toujours vigoureuse grâce aux bénéfices élevés des entreprises. En outre, la croissance de la consommation devrait rester robuste du fait de la progression de l'emploi. Au Japon, la conjoncture repose maintenant sur une large assise et, dans la zone euro, la reprise économique, qui était soutenue par les exportations, semble peu à peu s'étendre à la demande intérieure, en particulier à la consommation privée.

Graphique 1.4
Taux d'intérêt officiels



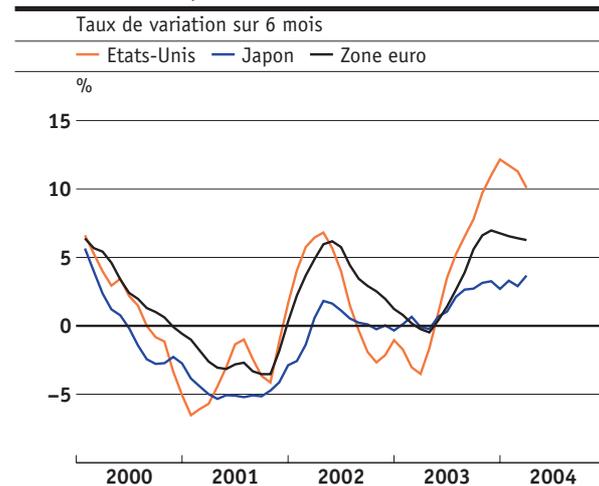
Sources: BRI et BNS

Parmi les risques qui pèsent sur la conjoncture, il convient de relever avant tout un fort renchérissement du pétrole. Si la production d'or noir augmente, comme prévu, ces prochains mois, une baisse du prix paraît cependant plus probable qu'une nouvelle hausse. De plus, des incertitudes subsistent quant à la reprise de la conjoncture en Europe. Le redressement est en effet encore fragile, notamment en Allemagne, du fait de la faiblesse de la consommation privée.

Les prévisions consensuelles pour 2004, qui ont été publiées en mai, tablent sur une croissance du PIB des Etats-Unis de 4,6%, soit un taux inchangé par rapport aux estimations de février. En revanche, le pronostic pour le Japon a été relevé de près d'un point. Portant maintenant sur 3,1%, il est aussi élevé que le taux attendu pour le Royaume-Uni et atteint près du double de ce qui est prévu pour la zone euro. Par rapport à février, la prévision pour la zone euro a été légèrement revue à la baisse. Comparée à la dernière enquête consensuelle, la prévision de l'OCDE est un peu moins optimiste pour l'Allemagne, mais un peu plus optimiste en ce qui concerne la France. Pour 2005, les prévisions consensuelles et celles de l'OCDE aboutissent toutes deux, pour la zone euro, à des perspectives de croissance plus favorables, mais l'écart vis-à-vis des Etats-Unis devrait subsister.

Les prévisions consensuelles portant sur le renchérissement en 2004 ont été révisées à la hausse pour tous les pays, à l'exception du Japon; elles varient entre -0,2% (Japon) et 2,4% (Royaume-Uni). Dans ce domaine, l'OCDE table sur des taux généralement inférieurs à ceux qui ressortent de l'enquête consensuelle.

Graphique 1.5
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	OCDE		Prévisions consensuelles ³		OCDE		Prévisions consensuelles ³	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Etats-Unis	4,7	3,7	4,6	3,8	1,7	1,6	2,2	2,1
Japon	3,0	2,8	3,1	1,8	-1,8	-1,1	-0,2	-0,2
Zone euro	1,6	2,4	1,6	2,0	1,7	1,7	1,8	1,6
Allemagne	1,1	2,1	1,6	1,7	0,8	0,8	1,3	1,2
France	2,0	2,6	1,8	2,1	1,6	1,6	1,9	1,6
Italie	0,9	1,9	1,0	1,8	2,5	2,4	2,2	2,1
Royaume-Uni	3,1	2,7	3,1	2,7	2,3	2,1	2,4	2,4

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: OCDE: Perspectives économiques (données préliminaires: mai 2004); prévisions consensuelles: Survey de mai 2004

2. Evolution économique en Suisse

2.1 PIB réel et ses composantes

Croissance économique plus lente mais robuste

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au début de l'année. Au premier trimestre, le PIB réel a augmenté de 1,6%, en taux annualisé, par rapport à la période précédente; sa progression avait été de 2,2% au quatrième trimestre de 2003. Le ralentissement est dû à la croissance plus faible tant de la demande intérieure (sans les stocks) que des exportations. En comparaison annuelle, le PIB réel s'est accru de 1,5%; un taux supérieur à 1% n'avait plus été observé depuis 2001.

Le ralentissement de la demande intérieure a découlé principalement de la consommation privée, qui a perdu quelque peu de son dynamisme après la croissance étonnamment forte qu'elle avait marquée au quatrième trimestre. Du côté des investissements, l'évolution n'a pas été homogène. Les investissements en biens d'équipement ont légèrement diminué, tandis que la progression des investissements en constructions s'est accélérée, grâce à un regain d'activité dans le secteur du logement. Le tassement de la croissance des exportations est dû essentiellement aux services; les exportations de biens ont en effet continué leur robuste expansion. Comme les importations ont légèrement reculé, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été positive.

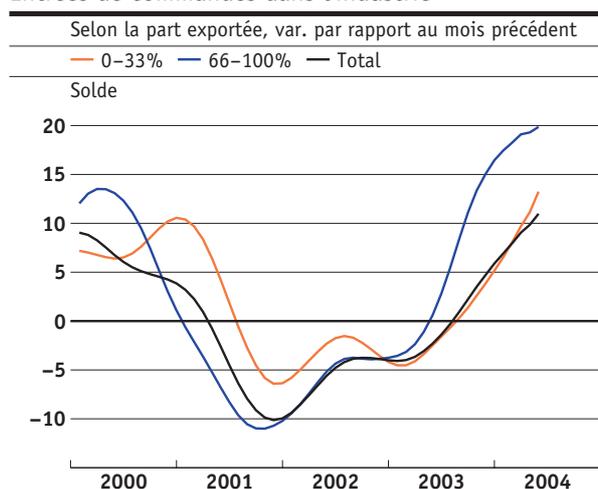
Poursuite de la reprise dans l'industrie

Grâce à la bonne conjoncture dans le secteur des exportations, la production industrielle a augmenté au premier trimestre d'à peine 8% en taux annualisé par rapport à la période précédente et de 5,3% en comparaison annuelle. Le taux d'utilisation des capacités techniques a lui aussi progressé, passant à 84%, soit à un niveau correspondant à sa moyenne à long terme.

Il ressort de l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) que la tendance à l'amélioration dans le secteur industriel s'est encore renforcée en avril. Les entrées de commandes et les carnets de commandes se sont sensiblement accrus, aussi bien dans les entreprises exportatrices que dans celles qui sont axées avant tout sur le marché intérieur. En outre, les stocks de produits intermédiaires et finis ont été encore réduits. Ceux de biens intermédiaires en particulier passent maintenant pour être trop bas, de sorte que la demande devrait encore se raffermir dans ce secteur.

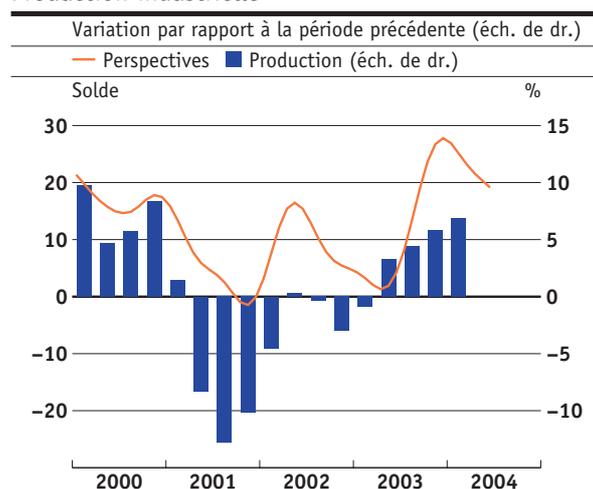
Les attentes des entreprises, en sensible amélioration au second semestre de 2003, ont été légèrement révisées à la baisse au cours des derniers mois. Néanmoins, les entreprises restent optimistes et sont toujours confiantes en ce qui concerne l'évolution de la demande et de la production. Cette opinion prévaut tant dans l'industrie d'exportation que dans les entreprises axées principalement sur le marché intérieur.

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

Graphique 2.2
Production industrielle



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				2004
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Consommation privée	2,5	2,0	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,8	0,9	1,7	2,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,4	4,0	0,8	0,9	1,3	1,6	1,2	1,0	1,1	0,5	0,8	1,4
Formation de capital fixe	4,4	-3,1	-4,8	0,1	-6,1	-2,7	-2,1	0,1	-3,5	-1,3	4,9	0,6
- Construction	2,7	-3,4	2,2	0,9	4,2	2,6	1,8	0,7	0,0	1,1	1,8	2,8
- Biens d'équipement	5,6	-3,0	-10,1	-0,7	-14,5	-7,3	-4,9	-0,3	-7,1	-3,8	7,5	-1,1
Demande intérieure finale	2,9	1,0	-0,6	0,7	-1,0	0,0	-0,1	0,3	-0,2	0,2	2,4	1,8
Demande intérieure¹	2,1	1,9	-0,9	-0,1	1,0	-1,1	0,2	1,2	-3,7	0,7	1,6	-0,5
Exportations totales ¹	12,2	0,2	-0,5	-1,4	-2,8	3,4	2,2	-2,4	-2,3	-3,5	2,5	7,4
- Marchandises ²	11,9	3,7	0,3	-1,1	-0,5	3,7	3,1	-1,8	-3,1	-2,1	2,4	9,2
- Services	13,6	-3,2	-4,9	1,2	-12,3	-1,4	-6,3	-3,6	2,0	-0,4	8,2	0,6
Demande globale	5,2	1,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,8	0,1	-3,2	-0,6	1,9	2,0
Importations totales ¹	9,5	2,2	-3,1	-0,1	-0,3	-1,5	0,1	1,7	-6,3	-0,5	5,1	2,5
- Marchandises ²	9,7	1,6	-2,8	0,3	-1,1	-2,4	-2,2	1,5	-7,4	0,1	7,1	2,2
- Services	5,3	4,3	-0,1	1,2	-0,6	-0,4	-0,5	2,9	2,3	0,4	-0,4	-0,1
PIB	3,7	1,0	0,2	-0,5	-0,4	0,7	0,9	-0,6	-1,0	-0,6	0,0	1,5

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

2 Sans les MPPAA

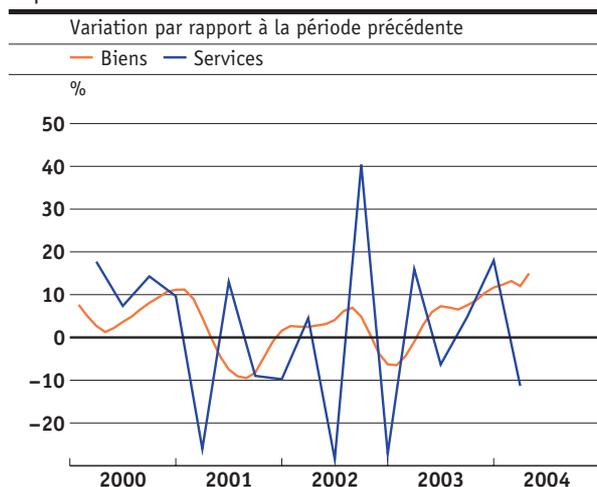
Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des entreprises de diverses branches ont confirmé l'image d'une reprise conjoncturelle plus largement répartie. Comparées aux enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), les déclarations sur la marche des affaires en 2004 étaient certes un peu moins optimistes, mais le scepticisme sur la durabilité de la reprise – encore répandu en début d'année – s'est estompé.

Exportations de biens toujours dynamiques

En volume, les exportations dépassaient, au premier trimestre, de 7,4% leur niveau de la période correspondante de 2003. Leur croissance par rapport au trimestre précédent a toutefois fléchi sensiblement. Elle a été freinée par les exportations de services qui, après une vive hausse au quatrième trimestre, sont retombées au niveau observé un an auparavant. Ce recul a touché presque toutes les branches des services, mais surtout le tourisme, les assurances et les transports aériens.

Contrairement aux exportations de services, les ventes à l'étranger de biens ont continué leur vigoureuse progression. Celle-ci a marqué un ralentissement vers la fin du premier trimestre, mais une nouvelle accélération est intervenue en avril déjà. Les ventes de biens d'équipement – notamment de machines industrielles, d'appareils électroniques, de matières premières et produits semi-finis (matières plastiques surtout) – ont évolué d'une manière particulièrement favorable. Des ventes d'avions ont stimulé également les exportations de biens.

Graphique 2.3
Exportations



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

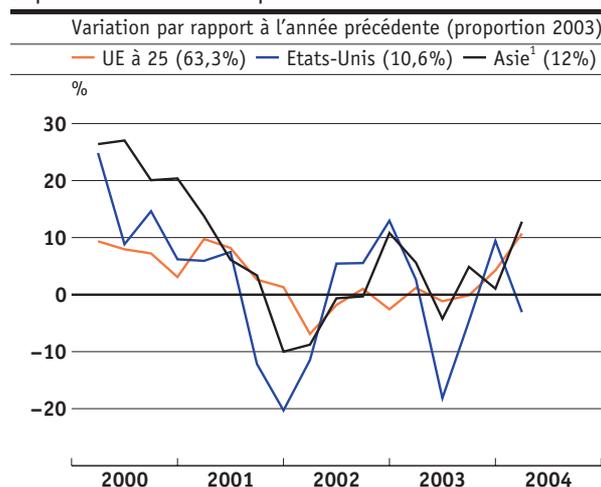
1 La répartition par pays est faite uniquement avec des données en valeur.

La répartition géographique¹ des exportations montre que la demande des Etats-Unis a sensiblement perdu de sa vigueur au cours des quatre premiers mois de l'année. La faiblesse du dollar en 2003 y a sans doute contribué pour beaucoup. Les ventes au Royaume-Uni ont été elles aussi peu soutenues. L'expansion toujours vive des exportations vers l'Asie, en particulier vers la Chine, et la demande en progression des autres pays de l'UE ont cependant compensé ces effets modérateurs. Ce sont surtout les livraisons à l'Allemagne qui ont sensiblement augmenté. En outre, les ventes aux pays d'Europe centrale et orientale ayant adhéré à l'UE le 1^{er} mai 2004 ont continué à croître davantage que la moyenne.

Ralentissement de la croissance des importations

Après une forte hausse au quatrième trimestre de 2003, les importations se sont légèrement tassées pendant les trois mois suivants. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 2,5%. L'affaiblissement est dû aux achats de biens à l'étranger. En dépit de l'expansion vigoureuse de la consommation privée, les achats de biens de consommation à l'étranger ont tout particulièrement diminué. Les chiffres d'avril montrent cependant que ce ralentissement était de nature passagère. Les importations de services ont continué à progresser au premier trimestre. Les dépenses que les résidents ont consacrées à des voyages à l'étranger – elles représentent près d'un tiers des importations de services – ont très nettement augmenté.

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie

Progression robuste de la consommation privée

La consommation privée, qui contribue pour 60% environ au produit intérieur brut de la Suisse, dépassait de 2,3%, au premier trimestre, le niveau observé un an auparavant. Aussi a-t-elle été un important soutien de la conjoncture, à côté des exportations de biens et des investissements en constructions. Par rapport au trimestre précédent, la consommation privée a continué à progresser, mais à un rythme moins vigoureux.

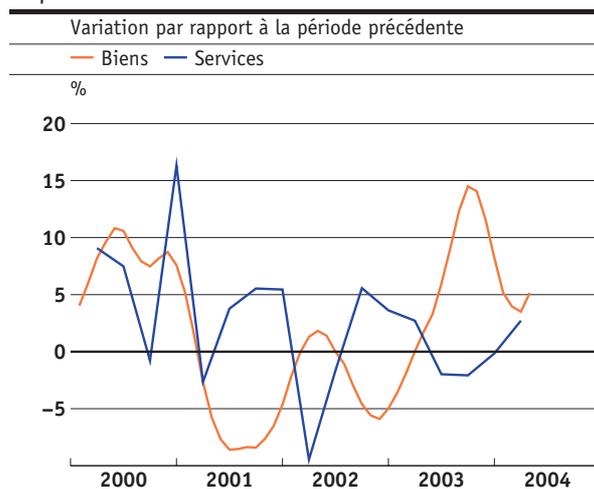
La consommation de biens s'est sensiblement accélérée. En comparaison annuelle, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail se sont accrus de 4,1%, après avoir marqué un léger repli au quatrième trimestre de 2003. Le nombre des immatriculations de voitures neuves dépassait de 1,8% le chiffre du trimestre correspondant de l'année précédente; dans ce domaine, une progression n'avait plus été observée depuis deux ans. Dans le tourisme par contre, des impulsions négatives ont encore découlé de la demande intérieure, qui est un indicateur de la consommation de services. Au premier trimestre, les nuitées de la clientèle suisse étaient une nouvelle fois inférieures au niveau enregistré un an auparavant.

Nouvelle amélioration du climat de consommation

L'indice du climat de consommation montre une sensible amélioration. Il s'établissait à -13 points en avril, contre -22 points en janvier. Ainsi, il était de nouveau supérieur à sa moyenne des dix dernières années, et ce pour la première fois depuis près de deux ans. Les ménages ont émis des opinions moins pessimistes pour ce qui a trait à la conjoncture, à la sécurité des places de travail et au moment pour faire de grandes acquisitions. Les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) confirment cette image. En mai, le commerce de détail a de nouveau porté des jugements plus positifs sur la marche de ses affaires et est resté optimiste quant à l'évolution future. La restauration et, surtout, l'hôtellerie tablaient sur un renforcement graduel de la demande de la clientèle suisse.

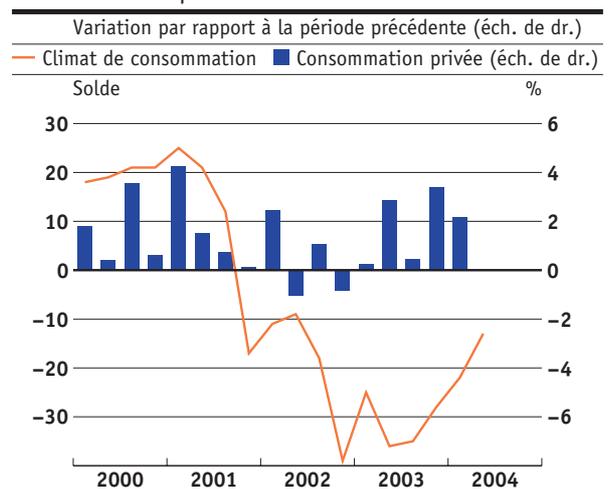
En plus des indicateurs afférents au climat de consommation, l'environnement macroéconomique incite lui aussi à attendre une fermeté durable de la consommation privée. Les salaires nominaux devraient croître de 1,8% cette année, soit deux fois plus qu'en 2003. En outre, le chômage devrait diminuer peu à peu au second semestre, ce qui aura sans doute des effets positifs sur la consommation privée. Son repli devrait stimuler en particulier la demande de biens durables, le besoin de rattrapage étant considérable dans ce domaine après deux années de marasme.

Graphique 2.5
Importations



Sources: AFD et seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

Vigoureuse expansion des investissements en constructions

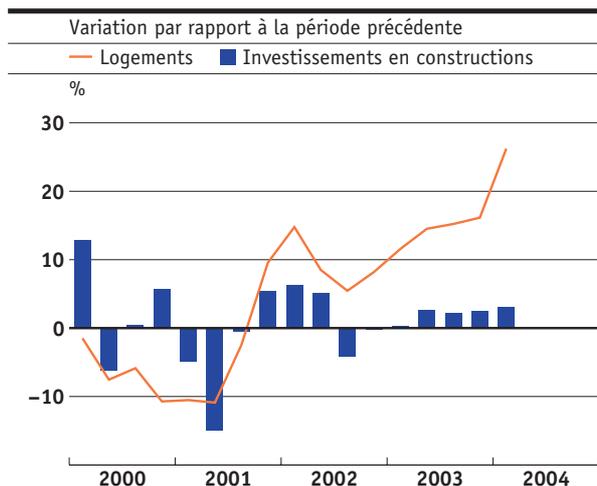
Au premier trimestre, les investissements en constructions ont eux aussi apporté une contribution positive à la croissance économique. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 2,8%, soit davantage qu'au quatrième trimestre de 2003. La construction de logements a joué le rôle de principal moteur. Le nombre de logements en construction est un important indicateur; au premier trimestre, il dépassait de 12,6% le chiffre de la période correspondante de l'année précédente. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services ont continué à diminuer, et l'activité est restée terne dans le génie civil.

Les taux d'intérêt étant toujours très favorables, la tendance à l'expansion devrait se maintenir dans la construction de logements. Le nombre des logements dont la construction a été autorisée a encore augmenté vigoureusement au premier trimestre. De plus, le constant renchérissement des locaux à usage d'habitation (voir graphique 3.14) ainsi que le chiffre toujours très bas des logements vacants sont des signes d'une demande restant forte dans ce domaine. Aucune amélioration n'est cependant attendue dans le proche avenir du côté des immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services; le taux de locaux vacants, toujours élevé, pèse sur ce secteur.

Affaiblissement passager des investissements en biens d'équipement

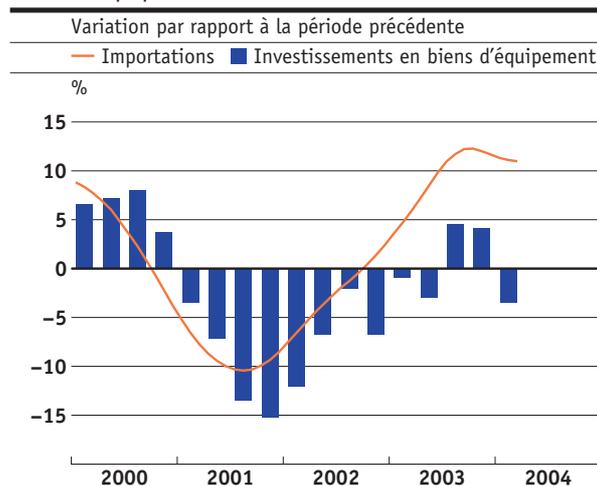
Contrairement aux investissements en constructions, les investissements en biens d'équipement ont marqué un léger repli trimestriel. Au premier trimestre, ils étaient inférieurs de 1,1% au niveau observé un an auparavant; leur recul est dû en partie à des facteurs particuliers. Même si l'on fait abstraction de ces effets particuliers, les investissements en biens d'équipement n'ont pas correspondu aux attentes. Selon les indicateurs disponibles, la propension à investir devrait cependant se renforcer sensiblement au cours des prochains trimestres. Dans son enquête trimestrielle sur l'industrie, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) note une amélioration tant des bénéfiques que du taux d'utilisation des capacités de production. En outre, les capacités techniques étaient jugées insuffisantes par un nombre croissant d'entreprises. Quant au besoin de renouveler des équipements, il est toujours élevé. Aussi la propension à investir augmentera-t-elle sans doute ces prochains trimestres. Les taux d'intérêt bas et des diminutions de prix du côté des biens d'équipement importés devraient favoriser cette évolution.

Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS et seco

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

Encadré: Trois approches pour estimer la production potentielle et l'écart de production

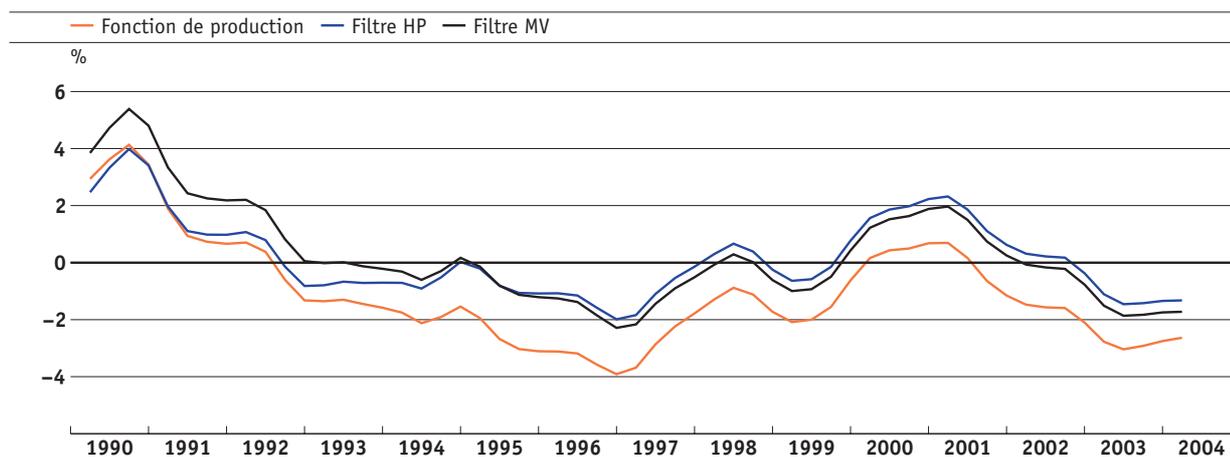
La production potentielle et, partant, l'écart de production ne sont pas directement observables et doivent par conséquent être estimés à l'aide de méthodes économétriques. La BNS utilise pour calculer la production potentielle trois méthodes, à savoir le filtre de Hodrick et Prescott, un filtre multivarié et une approche basée sur une fonction de production.

Le filtre de Hodrick et Prescott (filtre HP) appartient aux méthodes monovariées, le calcul de la production potentielle étant basé uniquement sur des 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», donc cyclique. La composante «tendance» représente la production potentielle, tandis que la composante «conjoncture» reflète l'écart de production.

Dans la deuxième approche, le filtre multivarié (filtre MV), on reprend un filtre HP, mais en tenant compte, dans la scission entre la composante «tendance» et la composante «conjoncture», d'autres informations sur la relation entre la production et l'inflation, donc sur des informations tirées de ce qu'on appelle la courbe de Phillips.

Quant à la troisième approche, elle consiste à estimer la production potentielle à l'aide d'une fonction de production macroéconomique. Cette fonction retrace la relation entre la production potentielle et ses facteurs déterminants que sont le travail et le capital. En posant des hypothèses sur l'évolution à long terme des facteurs de production et du progrès technique, la production potentielle peut être évaluée par des simulations de la fonction de production.

Graphique 2.10
Ecart de production



Sources: seco et BNS

2.3 Marché du travail

Stabilisation de l'emploi

L'évolution de l'emploi au premier trimestre a confirmé la stabilisation qui se dessinait depuis le milieu de 2003 sur le marché du travail. Par rapport à la période précédente, le nombre des emplois a progressé de 0,5% en taux annualisé. Pour la première fois depuis cinq trimestres, il dépassait quelque peu le niveau observé un an auparavant. La légère augmentation par rapport à la période précédente s'explique par les accroissements de 0,9% que l'emploi a enregistrés aussi bien dans le secteur des services que dans la construction. Dans l'industrie, le repli a continué (-1,5%), mais à un rythme moins rapide qu'aux trimestres précédents.

Les fortes divergences, observées depuis une année, entre l'évolution des emplois à plein temps et celle des emplois à temps partiel se sont atténuées au premier trimestre. En effet, le nombre des personnes travaillant à plein temps n'a diminué que légèrement, et la progression des emplois à temps partiel s'est ralentie. Après conversion en postes à plein temps, l'emploi s'est stabilisé, alors qu'il avait encore sensiblement reculé dans la période précédente.

Taux de chômage inchangé

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est resté inchangé à 3,9% jusqu'en mai. Depuis le début de l'année, le nombre des chômeurs a cependant diminué légèrement pour s'inscrire à 152 500. En mai, on comptait 219 200 demandeurs d'emploi, ce qui correspond à un taux de 5,6%.

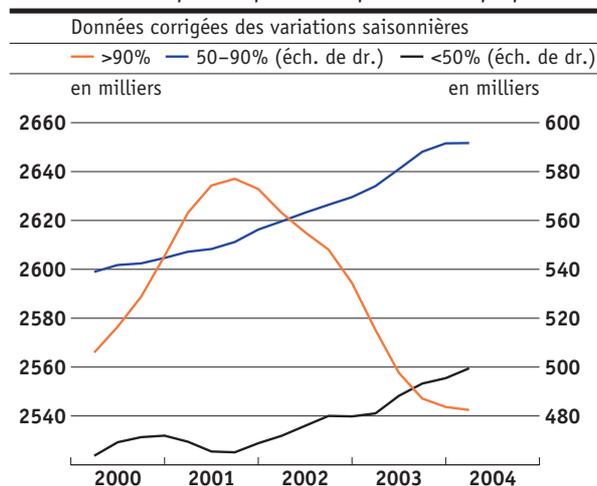
Depuis le début de 2004, le chômage n'a pas évolué de manière homogène dans les diverses régions. Le taux de chômage a fléchi en Suisse alémanique, mais a encore augmenté en Suisse romande et au Tessin. En mai, les taux de chômage de ces trois régions étaient de respectivement 3,4%, 4,5% et 5%.

Augmentation graduelle de l'emploi en vue

Depuis le début de l'année, une série d'indicateurs annoncent une augmentation graduelle de la demande de main-d'œuvre. L'indice Jobpilot – il mesure l'évolution des offres d'emploi sur Internet – et l'indice des places vacantes qui est établi par l'OFS ont tous deux progressé au premier trimestre. Une amélioration ressortait également des enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

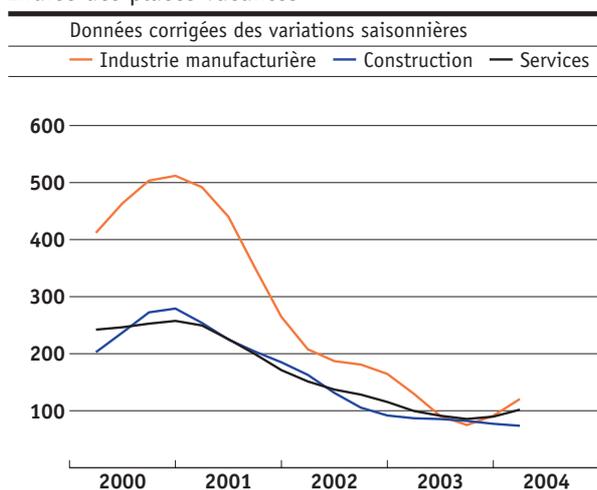
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



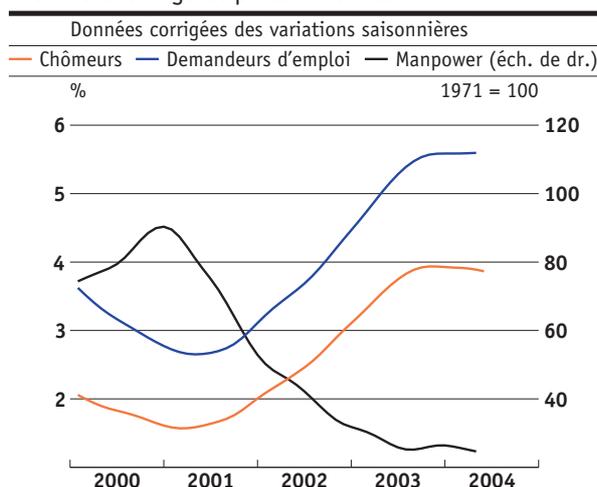
Graphique 2.12

Indice des places vacantes



Graphique 2.13

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

Graphique 2.13:

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

2.4 Prix

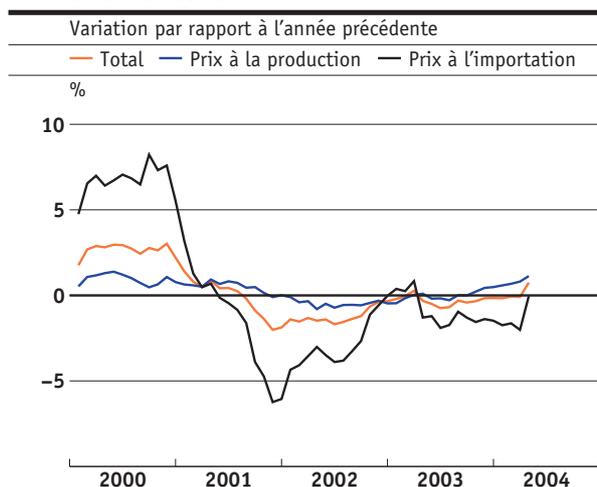
Nouvelle hausse des prix à la production

Entre janvier et avril, les impulsions que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, ont augmenté modérément. Le renchérissement annuel des prix à la production s'est encore accéléré, passant de 0,6% en janvier à 1,1% en avril. Il a été plus fort du côté des biens destinés au marché intérieur (+1,8%) que de celui des biens pour l'exportation (+0,3%). Quant aux prix des produits importés, ils ont interrompu leur mouvement de repli qui durait depuis une année. Une forte hausse des prix a été observée surtout pour les produits de la métallurgie et les produits pétroliers, alors que les prix des biens d'équipement importés (machines de bureau et autres appareils dans le domaine des technologies de l'information) ont continué à diminuer, mais à un rythme plus lent.

Prix à la consommation – Légère accélération du renchérissement

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel est devenu négatif en mars, puis a augmenté pour s'établir à 0,5% en avril et à 0,9% en mai. L'accélération du renchérissement a été supérieure à ce que la BNS attendait selon sa prévision d'inflation de mars. C'est surtout la hausse des prix des produits pétroliers (mazout et essence) qui a surpris par son ampleur.

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

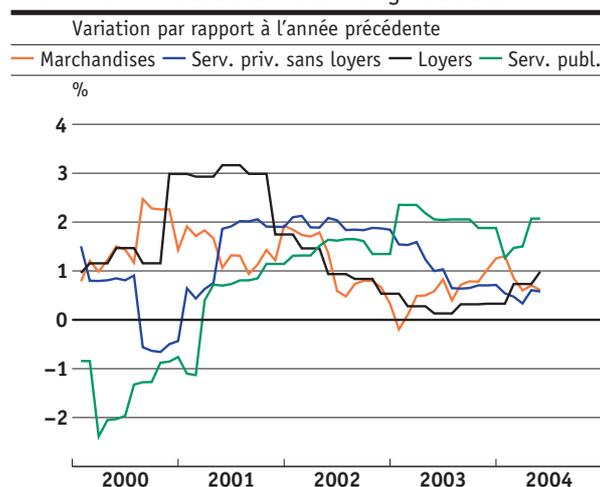
Renchérissement intérieur légèrement accru

En mai, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse était de 0,8%, soit légèrement supérieur à son niveau de février. Du côté des services, qui constituent les trois quarts du panier des biens suisses, la hausse des prix s'est accélérée de 0,2% pour atteindre 0,9%; du côté des biens, elle a en revanche faibli.

Dans les services publics, le renchérissement annuel s'est accru, passant de 1,5% à 2,1%; cette évolution est due principalement aux prestations hospitalières et aux taxes pour l'enlèvement des déchets et le traitement des eaux usées. Les loyers des logements, qui font l'objet d'un relevé trimestriel, ont augmenté de 1% en mai, contre 0,7% en février. Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement était de 0,6%, soit un niveau ne dépassant que légèrement celui qui avait été observé trois mois auparavant.

Entre février et mai, la hausse des prix des marchandises d'origine suisse a fléchi de 0,3 point pour s'établir à 0,6%. L'alimentation, les boissons et les produits du tabac ont continué à augmenter à des rythmes supérieurs à la moyenne.

Graphique 2.15
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Indice suisse des prix à la consommation; 2000 = 100
Sources: OFS et BNS

Fin du repli des prix des marchandises importées

Les prix des marchandises d'origine étrangère, qui diminuaient depuis septembre 2003, ont cessé leur mouvement de repli en mai. En comparaison annuelle, ils se sont accrus de 1,2%. Les prix des produits pétroliers (carburants et mazout), qui ont renchéri de 12,5% entre mai 2003 et mai 2004, ont joué un rôle important dans cette évolution. Les prix des autres marchandises importées ont continué à baisser (-0,5% en mai, contre -1,3% en février). Les baisses de prix ont été une nouvelle fois particulièrement marquées dans le domaine de l'électronique domestique, comme les PC (-11,5%), les téléphones (-9,1%) ainsi que les téléviseurs et magnétoscopes (-7,8%). En outre, des impulsions négatives sur le renchérissement sont venues du groupe «Habillage et chaussures», constitué lui aussi en grande partie de produits importés.

Hausse de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS ...

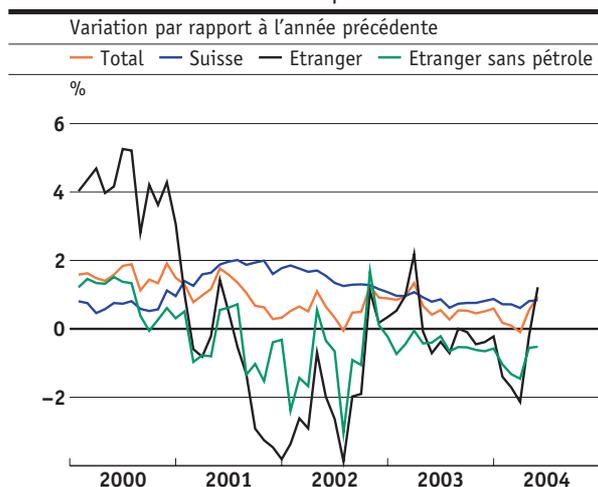
Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi la BNS calcule un taux d'inflation sous-jacente. Celui-

ci exclut du panier-type les biens dont les prix, dans chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. Entre février et mai, l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,3 point pour s'établir à 0,8%. Elle était ainsi très proche du renchérissement mesuré à l'indice des prix à la consommation. Cela montre que les facteurs spéciaux poussant les prix à la baisse et ceux qui les stimulent à la hausse se sont compensés approximativement. La hausse de l'inflation sous-jacente traduit cependant le léger renforcement, depuis février, de la tendance au renchérissement.

... et par l'OFS

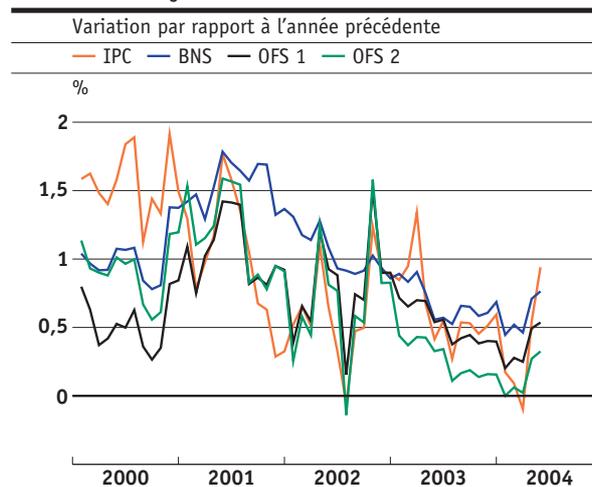
Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Par rapport à février, les inflations sous-jacentes publiées par l'OFS ont toutes deux augmenté de 0,2 point. En mai, l'inflation sous-jacente 1 s'établissait à 0,5%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,3%.

Graphique 2.16
IPC: biens suisses et biens importés



Indice suisse des prix à la consommation; 2000 = 100
Sources: OFS et BNS

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

Indice suisse des prix à la consommation
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2002	2003		2004				
		3e trim.	4e trim.	1er trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	0,6	0,4	0,5	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,9
Marchandises et services du pays	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8
Marchandises	0,6	0,6	1,0	0,9	0,9	0,6	0,7	0,6
Services	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,9	0,9
Services privés, sans loyers	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,3	0,6	0,6
Loyers	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	1,0
Services publics	2,1	2,1	1,9	1,4	1,5	1,5	2,1	2,1
Marchandises et services de l'étranger	0,0	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-2,1	-0,2	1,2
Sans produits pétroliers	-0,5	-0,6	-0,6	-1,3	-1,3	-1,5	-0,6	-0,5
Produits pétroliers	3,2	1,5	1,0	-4,5	-3,9	-6,1	1,9	12,5

Sources: OFS et BNS

3 Conditions de financement

3.1 Taux d'intérêt

Politique monétaire toujours expansionniste

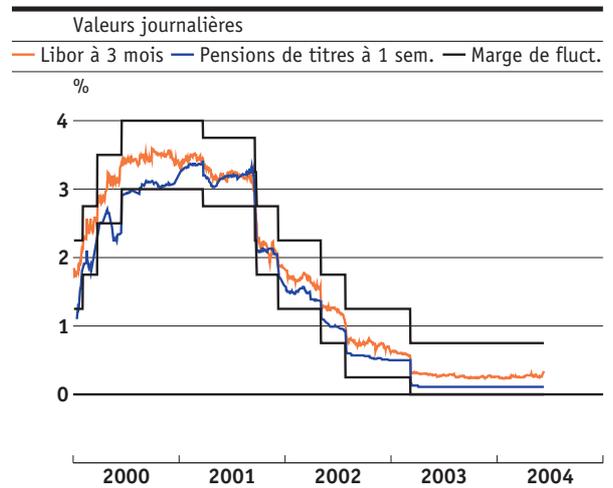
La BNS a maintenu sa politique monétaire expansionniste. Depuis mars 2003, elle vise, pour le Libor à trois mois, un niveau de 0,25% et applique des taux d'intérêt de 0,11% à ses pensions de titres, quelle qu'en soit la durée.

Depuis mars 2004, soit depuis la dernière appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire, l'écart entre les rémunérations des dépôts à trois mois en euros et en francs est resté inchangé à 180 points de base. Entre les dépôts à trois mois en dollars et en francs, l'écart s'est par contre creusé, passant de moins de 90 points de base à plus de 100 points de base.

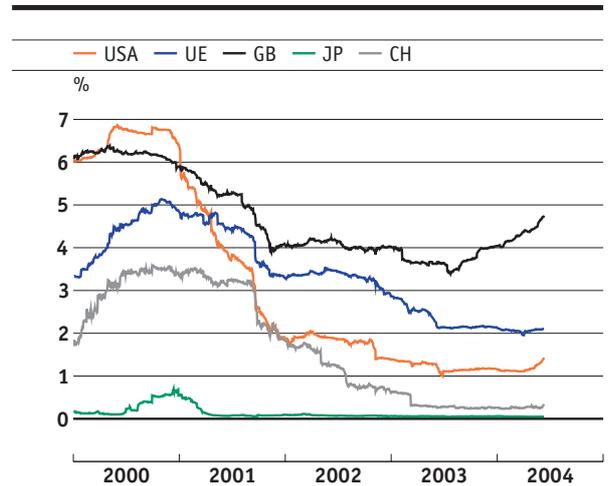
Le graphique 3.3 montre, pour le Libor à trois mois, les anticipations sur le marché des contrats («futures») échéant avant la mi-juin, date de l'appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire de la BNS. Jusqu'à fin mars, ces anticipations étaient tombées à un niveau très proche du Libor à trois mois au comptant. Après avoir atteint 0,45% en avril, le taux des contrats («futures») sur juin a de nouveau fléchi quelque peu jusqu'au début de juin.

Les opérateurs sur les marchés financiers tablent sur une hausse des taux d'intérêt au cours des trois prochains mois (voir graphique 3.4). Le 10 mai, le marché des contrats («futures») échéant le 10 septembre, soit une semaine avant l'appréciation trimestrielle de la situation par la BNS, escomptait un Libor à trois mois de 0,81%. Le taux d'intérêt implicite à terme, contenu dans la structure des Libor d'un à douze mois, était approximativement aussi élevé. La modélisation de la BNS, fondée sur une estimation empirique d'un modèle de structure de taux, anticipait, pour le 10 septembre également, un Libor à trois mois de 0,63%. Sur le marché, les anticipations selon les contrats («futures») sur septembre ont diminué d'environ 20 points de base en mai, puis ont augmenté d'autant jusqu'à l'appréciation de la situation de juin. En d'autres termes, les marchés anticipaient, à la mi-juin, une hausse des taux d'intérêt d'environ 50 points de base jusqu'en décembre.

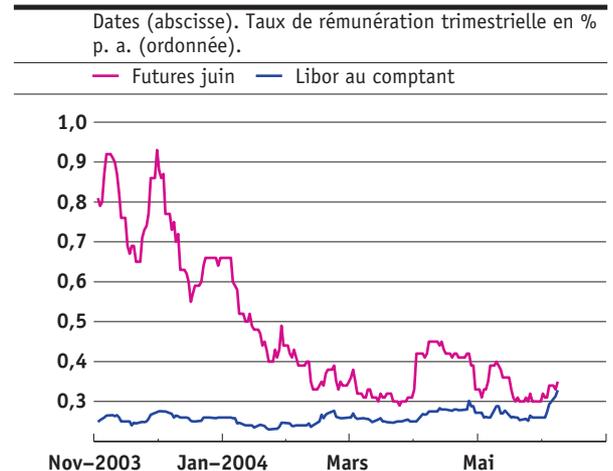
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.3
Futures de taux d'intérêt à 3 mois



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

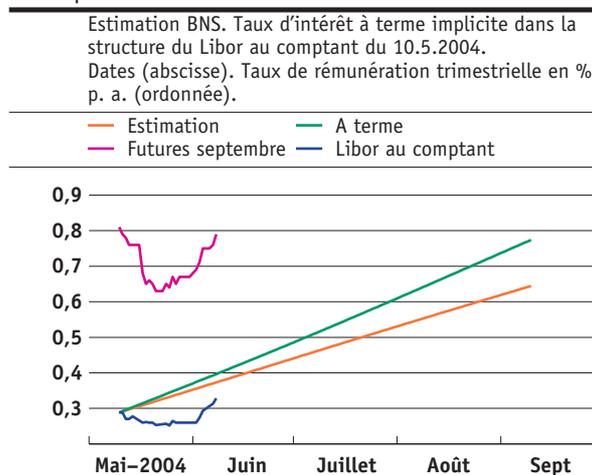
En Suisse, les conditions de financement, en termes réels, étaient toujours historiquement très favorables au premier trimestre. L'évolution du Libor, en termes réels, pour les dépôts d'une durée d'un an en francs l'atteste (voir graphique 3.5). Ce Libor s'établissait à -0,53%, contre -0,19% au trimestre précédent. Depuis le milieu de 2002, il fluctue entre environ 0% et -0,5%. Le taux d'intérêt réel est obtenu en déduisant l'inflation attendue pour les douze prochains mois du Libor à douze mois. Les taux d'inflation attendue sont tirés de l'opinion moyenne de quatorze instituts, qui est publiée tous les trois mois sous le titre «Consensus Forecast». La baisse que le taux réel a enregistrée au premier trimestre s'explique par les anticipations inflationnistes plus élevées pour les douze prochains mois. Ces anticipations étaient de 0,9% en mai, après 0,7% en décembre 2003.

Hausse des rendements sur le marché des capitaux

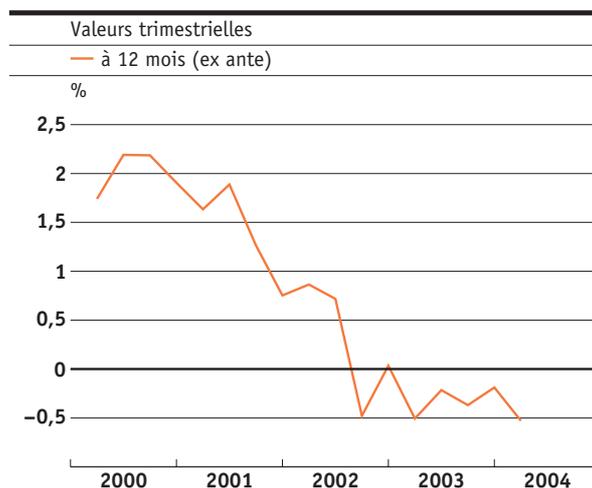
Sur le marché des capitaux, les rendements des emprunts d'une durée inférieure à dix ans ont fortement augmenté depuis mi-mars. Entre le milieu de mars et le début de juin, le rendement d'une obligation fédérale à dix ans s'est accru de 50 points de base pour atteindre 3%. Des calculs de la BNS indiquent que cette évolution est due à une hausse des taux d'intérêt réels, les anticipations inflationnistes à long terme étant restées inchangées. Les taux d'intérêt réels plus élevés sont la conséquence de l'amélioration des perspectives conjoncturelles et de l'attente d'un durcissement de la politique monétaire. En revanche, les rendements des titres d'une durée supérieure à vingt ans sont restés à leur niveau de février. Ainsi, ils étaient toujours nettement inférieurs à leur niveau de novembre 2003.

Les taux d'intérêt ont augmenté également sur les marchés des capitaux étrangers (voir graphique 3.8). C'est aux Etats-Unis que leur hausse a été la plus forte; le rendement des emprunts d'Etat à dix ans y atteignait plus de 5% en mai, contre à peine 4% à la mi-mars. En Allemagne, la hausse des taux – de 4,1% à 4,5% – a été plus modeste, comme en Suisse. Le léger décrochement des taux européens face aux taux américains reflète notamment les écarts de croissance entre les économies.

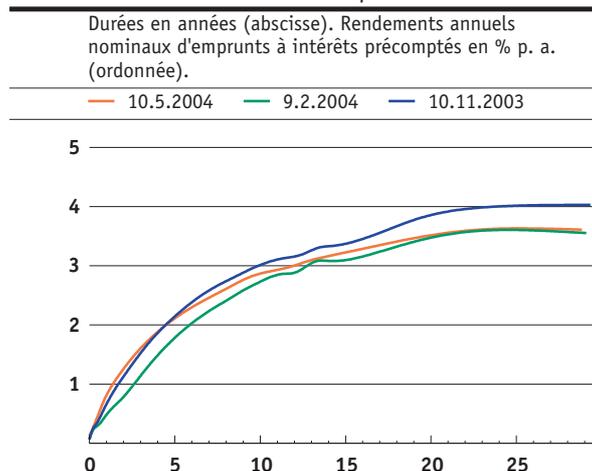
Graphique 3.4
Anticipations du taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.5
Taux d'intérêt réels estimés



Graphique 3.6
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.4, 3.5 et 3.6: BNS

Nouveau repli des écarts entre les rendements sur le marché des capitaux

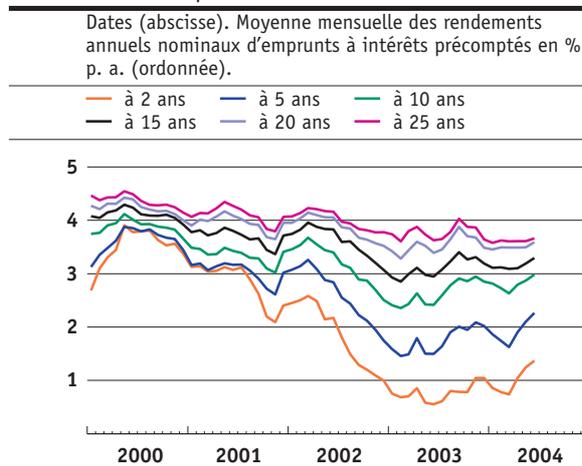
Le graphique 3.9 illustre les différences de qualité entre des emprunts à deux ans de première classe de six catégories de débiteurs. La qualité est mesurée à l'aide de l'écart entre le rendement d'emprunts à intérêts précomptés d'une de ces catégories de débiteurs et le rendement correspondant d'emprunts de la Confédération suisse (voir «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», encadré publié dans le Bulletin trimestriel no 1/2004, p. 33). Les six catégories retenues sont les cantons, les banques, les centrales de lettres de gage, l'industrie et, du côté des débiteurs étrangers, les émetteurs notés AAA et AA par Standard & Poor's.

Les écarts de rendements indiquent comment évoluent dans le temps l'appréciation de la qualité des débiteurs et, partant, les conditions de financement obtenues par les émetteurs d'obligations sur le marché des capitaux. Ils constituent également un bon indicateur avancé de l'activité économique. En règle générale, une diminution des écarts signifie que la conjoncture a tendance à s'accélérer.

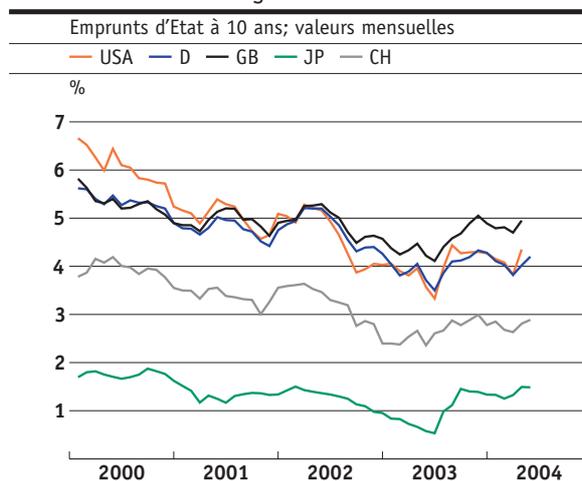
Il ressort de ce graphique que les écarts de rendements pour les emprunts de ces six catégories de débiteurs se sont sensiblement resserrés. Cette constatation s'applique également aux emprunts de même qualité, mais ayant des durées plus longues, et aux emprunts de moins bonne qualité. Seuls les emprunts de l'industrie ont marqué, en mai, un mouvement allant à l'encontre de la tendance générale. En dépit de l'accroissement de l'écart pour les emprunts de l'industrie, l'évolution générale montre que la confiance des investisseurs dans les émetteurs d'emprunts a augmenté, ce qui peut être interprété comme le signe d'une évaluation favorable de la conjoncture.

Les écarts de rendements ont diminué à l'étranger également. En mai, ils se sont cependant creusés légèrement aux Etats-Unis. Ce mouvement n'a été observé ni en Suisse ni dans les autres pays européens, où les écarts de rendements sont restés stables.

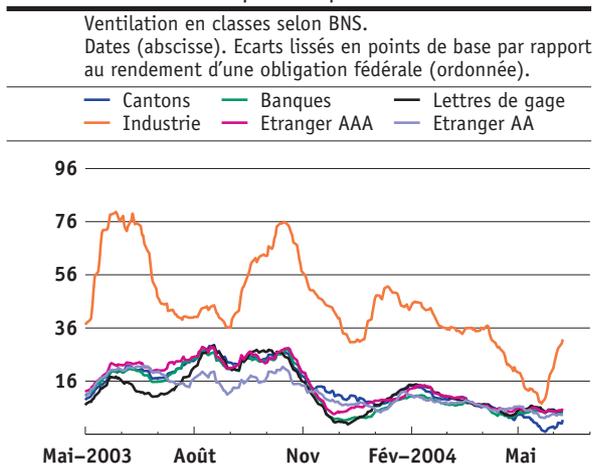
Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.8
Taux d'intérêt à l'étranger



Graphique 3.9
Écarts de rendements pour empr. à 2 ans de 1^{ère} classe



Source pour graphiques 3.7, 3.8 et 3.9: BNS

3.2 Cours de change

Affaiblissement de l'euro, raffermissement du dollar

Depuis le mois de mars, soit depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire, l'euro s'est replié quelque peu face au dollar, après une longue phase de revalorisation. Le dollar a pu surmonter sa phase de faiblesse, qui durait depuis trois ans, et se redresser nettement. L'affaiblissement de l'euro vis-à-vis du dollar a permis au franc de se raffermir lui aussi face à la monnaie européenne. Celle-ci valait encore 1,57 franc en février, mais plus que 1,54 franc en moyenne du mois de mai. Le franc a cependant cédé du terrain par rapport au dollar; le cours du dollar a en effet passé de 1,24 à 1,28 franc. La relative fermeté du dollar s'explique probablement par la perspective d'un prochain relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale et par la forte hausse des rendements sur le marché américain des capitaux, ce qui a rendu les placements en dollars plus attractifs.

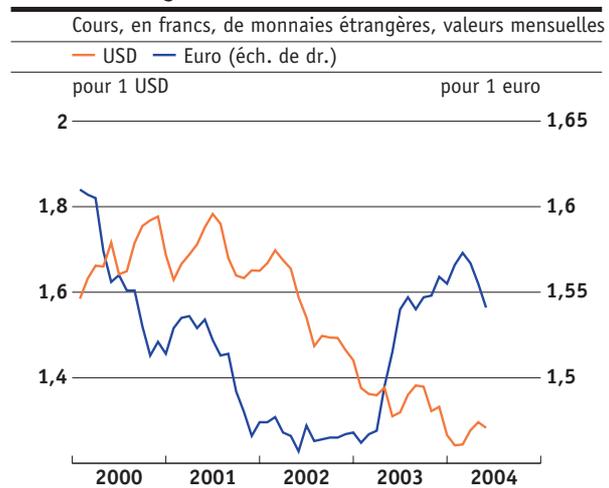
Du fait de la baisse de l'euro en termes nominaux, la valeur extérieure du franc a sensiblement augmenté, en termes réels, vis-à-vis de la zone euro. Si l'on prend un indice plus large, comprenant vingt-quatre pays, dont la zone dollar, la revalorisation du franc en termes réels a été moins forte. En dépit de sa récente hausse, la valeur extérieure du franc en termes réels était toujours, en mai, inférieure au niveau observé un an auparavant. En comparaison annuelle, elle a diminué de 2,8% par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux européens et de 2% par rapport aux monnaies des vingt-quatre principaux partenaires commerciaux.

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 (voir «Indice des conditions monétaires (ICM)», encadré publié dans le Bulletin trimestriel no 1/2004, p. 27). L'ICM a légèrement diminué en avril, indiquant par là un assouplissement des conditions-cadres sur le plan monétaire par rapport au 18 mars, date de la précédente appréciation de la situation économique et monétaire, puis a augmenté pour atteindre en mai 40 points de base (avec la pondération de 5 pour 1) et 70 points de base (avec la pondération de 3 pour 1). Sa récente hausse est due à la revalorisation du franc face à l'euro. Les taux d'intérêt à court terme étant restés approximativement inchangés pendant plus d'une année, les mouvements de l'ICM s'expliquent par des variations des cours de change. Vers fin mai, le Libor à trois mois a commencé à augmenter, ce qui a contribué au durcissement des conditions monétaires.

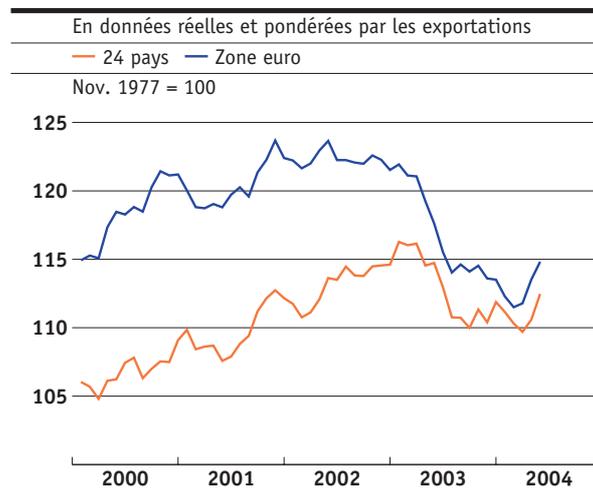
Graphique 3.10

Cours de change



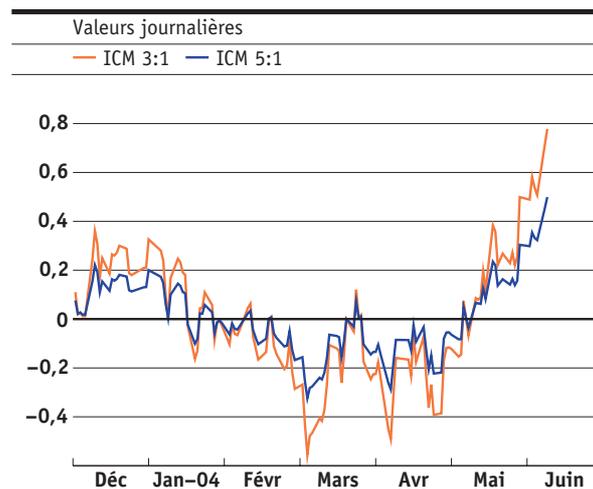
Graphique 3.11

Valeur extérieure du franc



Graphique 3.12

Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.10, 3.11 et 3.12: BNS

3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

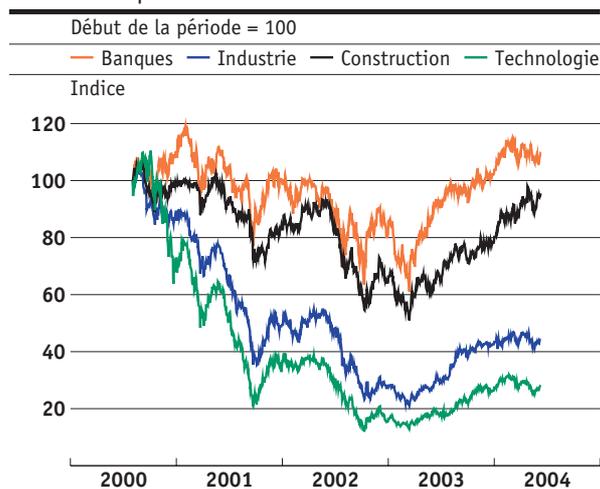
Consolidation sur le marché des actions

Le mouvement de hausse, qui caractérisait les marchés des actions depuis mars 2003, a pris fin. En mars 2004, le marché suisse a enregistré un premier revers, qui a été entièrement compensé en avril. Jusqu'à fin mai, il a cependant encore baissé de 5%. Cette année, seuls les titres des entreprises de la construction ont pris de la valeur; entre fin décembre et fin mai, leurs cours ont augmenté d'environ 20%. Les titres des banques, de l'industrie et des branches technologiques étaient, à fin mai, approximativement à leur niveau de fin décembre.

Nouvelles hausses des loyers et des prix de l'immobilier

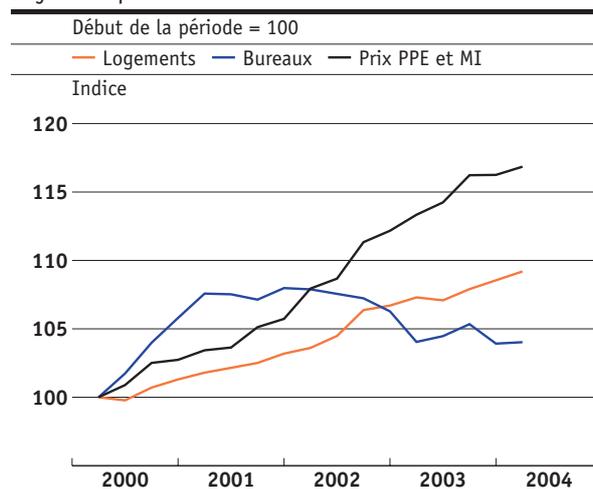
Les loyers des logements ainsi que les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage augmentent depuis quelques années, tandis que les loyers des bureaux stagnent. Cette évolution s'est maintenue au premier trimestre. En comparaison annuelle, les loyers des logements ont été majorés de 1,8%; les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage se sont quant à eux accrus de 3,1%. Par contre, les loyers des surfaces de bureau ont encore stagné.

Graphique 3.13
SPI – Principales branches



Source: Swiss Exchange (SWX)

Graphique 3.14
Loyers et prix de l'immobilier



Source: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

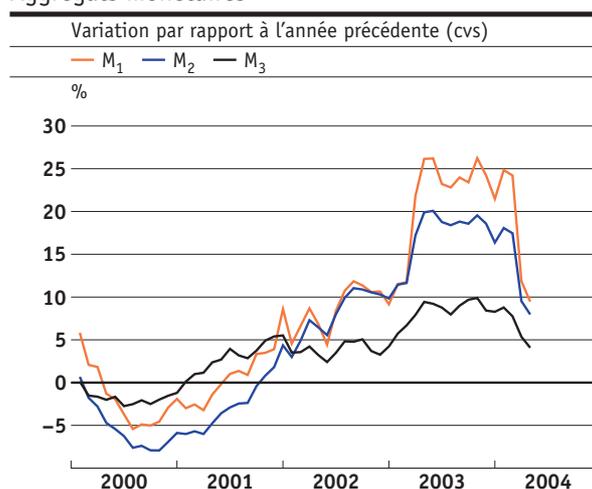
Repli des taux de croissance des agrégats monétaires

Sitôt après le 6 mars 2003, date de la dernière baisse du Libor, les agrégats monétaires ont marqué de fortes expansions. Leurs taux annuels de croissance se sont cependant repliés nettement depuis le début de 2004. Ils restent néanmoins élevés en regard de leur moyenne à long terme. La masse monétaire M_3 , soit le numéraire en circulation, les dépôts à vue, les comptes de transactions, les fonds d'épargne et les dépôts à terme, dépassait de 7,3%, au premier trimestre, son niveau de la même période de 2003. Son taux annuel d'expansion était de 4,3% en mai, alors qu'il atteignait encore 7,7% en février. Le taux annuel de croissance de M_2 (M_3 moins les dépôts à terme) a fléchi, passant de 17,4% en février à 7,5% en mai. Quant à la masse monétaire M_1 , qui se compose du numéraire en circulation et des dépôts à vue, elle progressait de 9,4% en mai, contre 24,2% en février.

La demande de monnaie des agents économiques dépend du volume des transactions, en termes nominaux, et du coût d'opportunité de la détention de liquidités. Dans les analyses macroéconomiques, on part le plus souvent du PIB nominal pour avoir une estimation du volume des transactions, alors que le coût d'opportunité de la détention de monnaie sous forme de composantes de M_3 est mesuré à l'aide des taux d'intérêt à long terme. Le

rapport entre la masse monétaire et le PIB nominal est appelé coefficient de détention de liquidités. Ce coefficient réagit en général inversement au coût d'opportunité, étant donné que des taux d'intérêt à long terme élevés (bas) incitent le public à réduire (accroître) les liquidités qu'il détient. Comme l'illustre le graphique 3.16, le coefficient de détention de liquidités a augmenté depuis le début des années nonante. La masse monétaire M_3 s'est donc accrue plus fortement que le PIB nominal, ce qui s'explique par la baisse des taux d'intérêt à long terme pendant cette période.

Graphique 3.15
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2002	2003	2003				2004			
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	38,4	40,4	39,2	39,9	41,0	41,5	42,2	41,6	42,0	41,4
<i>Variation³</i>	5,7	5,3	0,7	4,6	8,6	7,4	7,7	4,5	5,8	4,1
$M_1$²	224,4	273,7	249,0	273,0	279,0	293,6	298,9	296,1	298,9	298,7
<i>Variation³</i>	8,7	22,0	15,0	25,2	23,5	23,9	20,0	11,9	9,4	9,4
$M_2$²	404,8	475,6	444,8	475,0	482,5	500,0	511,0	508,0	512,0	511,4
<i>Variation³</i>	8,1	17,5	13,4	19,6	18,6	18,1	14,9	9,6	8,0	7,5
$M_3$²	503,0	545,3	530,1	545,2	547,4	558,6	568,6	566,2	569,1	568,2
<i>Variation³</i>	3,8	8,4	6,8	9,1	8,9	8,9	7,3	5,4	4,1	4,3

1 Définition 1995

2 Niveau en milliards de francs

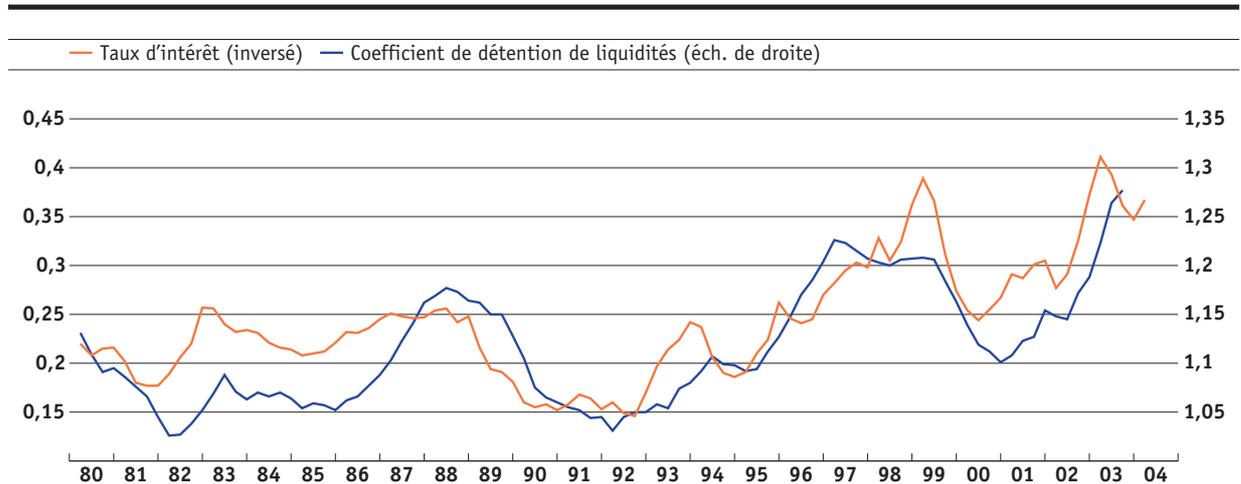
3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

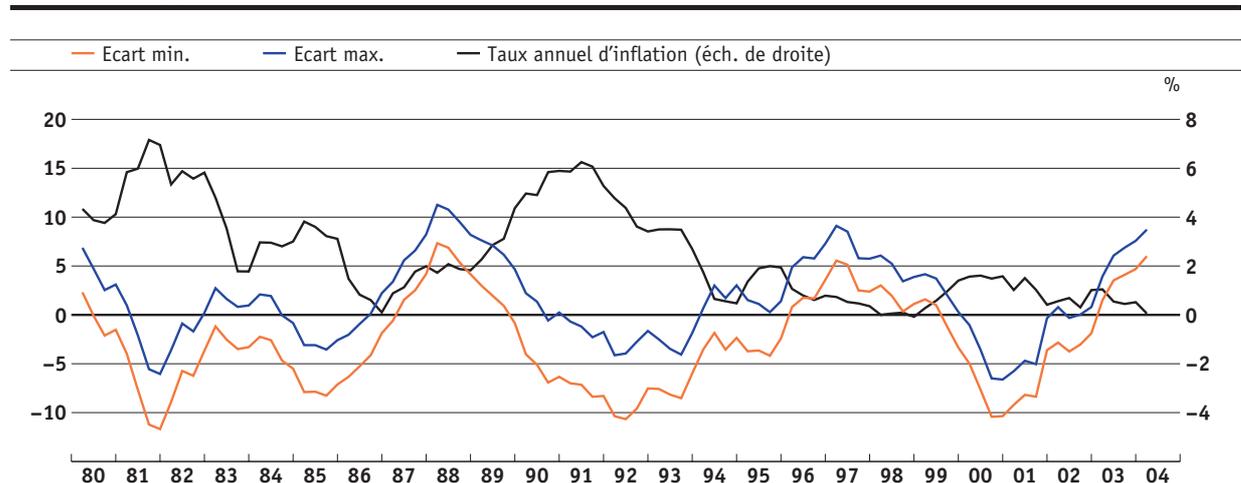
La masse monétaire effectivement à la disposition de l'économie peut toutefois s'écarter de la quantité d'équilibre, laquelle est déterminée par le PIB nominal et les taux d'intérêt à long terme. Un tel écart est appelé «money gap», ou écart dans l'approvisionnement en monnaie. On a un excédent d'approvisionnement lorsque la masse monétaire effectivement à disposition excède la quantité d'équilibre et un déficit d'approvisionnement dans le cas contraire. Les taux annuels d'inflation et deux estimations des écarts d'approvisionnement en monnaie depuis 1980 font l'objet du graphique 3.17. Ces écarts sont exprimés en pourcentage de la masse monétaire M_3 élargie, c'est-à-dire de M_3 et des avoirs à titre fiduciaire des résidents. Les dépôts à titre fiduciaire des résidents sont pris en compte parce qu'ils représentent un étroit substitut des dépôts à terme.

Le graphique 3.17 montre que les déficits d'approvisionnement conduisent à une baisse des taux d'inflation et que les excédents poussent l'inflation à la hausse. Des exceptions à cette règle se vérifient toutefois. Ainsi, l'excédent d'approvisionnement observé dans la seconde moitié des années nonante n'a engendré qu'une faible hausse des prix du fait que, pendant cette période, la revalorisation réelle du franc suisse a modéré l'inflation directement, mais aussi par un ralentissement de l'activité économique réelle. Malgré le repli sensible que les taux de croissance des agrégats monétaires ont marqué depuis le début de 2004, l'excédent d'approvisionnement a continué à croître, mais à un rythme plus lent. Si l'on prend la masse monétaire M_3 élargie, l'excédent d'approvisionnement était, selon des estimations, de 6% à 8,8% au premier trimestre. On peut en déduire qu'une politique monétaire inchangée engendrerait un potentiel d'inflation à moyen terme (voir chapitre 4.2).

Graphique 3.16
Coefficient de détention de liquidités



Graphique 3.17
Ecart dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source pour graphiques 3.16 et 3.17: BNS

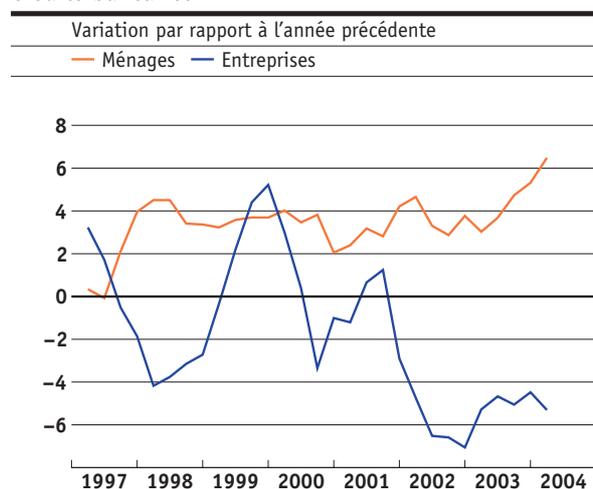
3.5 Crédits

Croissance plus soutenue des crédits aux ménages

A fin mai, les crédits bancaires dépassaient de 3,3% le niveau observé un an auparavant. La progression des crédits en francs était alors de 2%.

La croissance des crédits a découlé de deux évolutions opposées. Les crédits aux ménages, soit les deux tiers environ du total des crédits bancaires, ont sans cesse augmenté, même au cours des dernières années. Par contre, les crédits aux entreprises, qui sont plus sensibles aux fluctuations de la conjoncture, ont nettement diminué. Ces tendances divergentes peuvent être observées depuis l'année 2000. Les crédits aux entreprises n'ont certes reculé que faiblement au cours des derniers trimestres; mais ils ne se sont jusqu'ici ni stabilisés, ni remis à croître.

Graphique 3.18
Crédits bancaires



Source: BNS

La répartition des crédits en créances hypothécaires et en autres crédits fait apparaître elle aussi une disparité dans l'évolution. Alors que les créances hypothécaires, qui représentent quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits bancaires, ont constamment progressé, les autres crédits ont nettement fléchi. Cela est dû en partie au fait que les créances hypothécaires sont détenues principalement sur les ménages, les autres crédits allant surtout aux entreprises. Dans les crédits accordés aux ménages, tant les crédits hypothécaires que les autres crédits ont augmenté. Du côté des crédits aux entreprises, non seulement les autres crédits, mais aussi les créances hypothécaires se sont contractés trimestre après trimestre.

Entre fin mai 2003 et fin mai 2004, les créances hypothécaires des banques se sont accrues de 5,4%. Pendant la même période, les autres crédits ont diminué de 4,1%. La répartition des autres crédits en crédits gagés et en crédits en blanc confirme une fois encore que la part sensible à la conjoncture n'a jusqu'ici guère ressenti les effets de la reprise. Aucun retournement de tendance n'est encore perceptible du côté des crédits en blanc, qui sont généralement beaucoup plus sensibles aux fluctuations de la conjoncture que les crédits gagés. Ces derniers ont augmenté de 3% en comparaison annuelle. Les crédits en blanc ont enregistré des variations trimestrielles négatives, même dans la période récente. A fin mai, ils étaient inférieurs de 8,6% au niveau observé un an auparavant.

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2002	2003	2003				2004			
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	Mars	Avril	Mai
Total	0,5	2,1	1,6	1,7	2,3	2,9	3,2	3,5	3,5	3,3
Créances hypothécaires	3,9	5,6	5,7	5,4	5,6	5,5	5,4	5,5	5,5	5,4
Autres crédits	-9,3	-8,7	-10,6	-9,7	-8,3	-6,1	-4,6	-3,8	-3,6	-4,1
dont gagés	-3,2	-10,7	-13,4	-14,9	-9,4	-4,3	-1,6	0,6	-0,1	3,0
dont non gagés	-12,9	-7,4	-8,7	-6,1	-7,6	-7,3	-6,5	-6,6	-5,9	-8,6

1 Périimètre 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.
Source: BNS

4 Prédiction d'inflation

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, il faut compter en moyenne trois ans jusqu'à ce que les décisions de politique monétaire influent sur les prix. Pour cette raison, la Banque nationale fixe sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de la prédiction d'inflation à deux ou trois ans et d'une politique monétaire inchangée. De ce fait, elle contribue notamment à la stabilisation de l'emploi et de la production. Aussi la prédiction d'inflation constitue-t-elle un élément important de la stratégie de politique monétaire de la BNS (voir l'encadré «La prédiction d'inflation en tant qu'élément de la stratégie de politique monétaire»).

4.1 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. Le tableau 4.1 reproduit les hypothèses principales qui ont servi à l'établissement de la prédiction d'inflation actuelle et de celle publiée le trimestre précédent. Les données figurant dans ce tableau portent sur une période de trois ans et se fondent sur les moyennes annuelles de la progression du PIB réel aux Etats-Unis et dans les pays de l'UE, du prix du pétrole et de la relation de change entre le dollar et l'euro.

Selon les hypothèses retenues, la croissance sera robuste aux Etats-Unis, tandis que la reprise de la conjoncture restera modérée en Europe. Le taux de croissance estimé pour les Etats-Unis sera légèrement supérieur à 4% en 2004, puis légèrement inférieur à 4% en 2005 et se repliera jusqu'au début de 2006, s'inscrivant alors au potentiel de 3%. Comme on escompte également une forte croissance du potentiel de production, l'écart de production ne se comblera que lentement.

Pour ce qui est de l'Europe, on estime que le taux de croissance atteindra presque 2,5% en 2004. A moyen terme, la croissance ne devrait guère dépasser le potentiel de 2,1%, de sorte que l'écart de production ne se comblera que peu à peu.

Au début de 2004, le prix du pétrole était supérieur au niveau pronostiqué. Cette évolution s'explique par des facteurs liés à la demande, une appréciation moins favorable de la situation géopolitique et des considérations d'ordre spéculatif. La BNS table sur une lente baisse du prix du pétrole. Face à l'euro, le dollar s'est stabilisé au premier trimestre. 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 prédiction de juin, le cours de l'euro s'inscrit à 1,20 dollar à partir du deuxième trimestre de 2004.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2004	2005	2006
Prédiction de juin 2004			
PIB USA ¹	4,6	4,0	3,6
PIB UE (15) ¹	2,0	2,3	2,3
Cours de l'euro en dollars ²	1,21	1,20	1,20
Prix du baril de pétrole en dollars ²	33,7	30,2	27,2
Prédiction de mars 2004			
PIB USA ¹	4,7	4,0	3,6
PIB UE (15) ¹	2,1	2,4	2,3
Cours de l'euro en dollars ²	1,25	1,25	1,25
Prix du baril de pétrole en dollars ²	28,1	26,1	26,4

1 Variation en %

2 Niveau

Encadré: La prévision d'inflation en tant qu'élément de la stratégie de politique monétaire

Conformément à la loi, la BNS a pour mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant 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 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. Enfin, troisième élément, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. La marge de fluctuation offre à la BNS une certaine souplesse et lui permet de réagir à des évolutions inattendues sur les marchés monétaire et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

4.2 Prédiction d'inflation du 2^e trimestre de 2004 au 1^{er} trimestre de 2007

La prédiction d'inflation se fonde sur l'analyse d'indicateurs et sur des simulations. Les résultats sont présentés dans le graphique 4.1. Celui-ci reflète la prédiction de juin 2004, qui part de l'hypothèse que le Libor à trois mois, fixé à 0,5%, reste inchangé ces trois prochaines années. Ce niveau correspond à la valeur médiane de la marge de fluctuation, qui est de 0%–1% depuis le 17 juin dernier. Le graphique 4.1 montre également les deux dernières prévisions d'inflation, soit celle de mars 2004 et celle de décembre 2003. Contrairement à la nouvelle prédiction, celles-ci reposaient sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, soit au niveau visé par la Banque nationale alors que la marge de fluctuation était de 0%–0,75%.

Il ressort du graphique que le renchérissement prévu pour ces prochains mois se maintient autour de 1%, abstraction faite de quelques fluctuations passagères dues à des effets de base. En moyenne de l'année 2004, la hausse des prix s'inscrit à 0,6%. En dépit du relèvement de 25 points de base du Libor à trois mois, le niveau de la nouvelle prédiction est légèrement supérieur, jusqu'au milieu de 2005, à celui des deux prévisions précédentes. Cette évolution s'explique notamment par la flambée des prix du pétrole. Cependant, des effets modérateurs sur le renchéris-

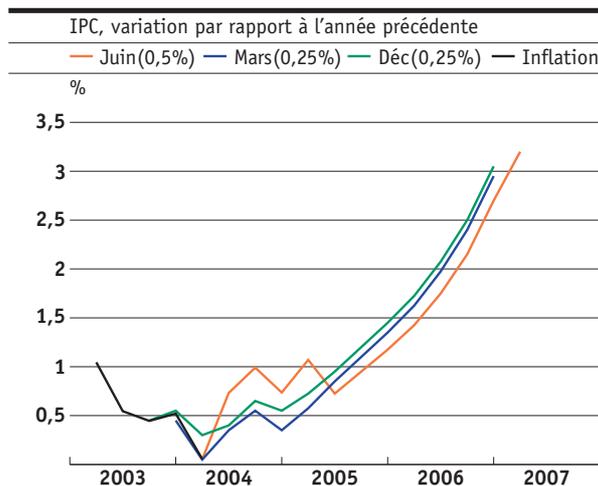
sement devraient découler des autres biens de consommation importés. L'augmentation des prix des marchandises restera vraisemblablement faible, étant donné l'utilisation toujours insuffisante des capacités de production. Par contre, il faut s'attendre à ce que le renchérissement s'accélère quelque peu dans les services.

La prédiction d'inflation se caractérise par un mouvement ascendant à partir de 2005. Le taux est de 1% en moyenne pour 2005. L'inflation escomptée pour cette période dépend de l'évolution de la conjoncture. Les perspectives conjoncturelles se sont visiblement améliorées, de sorte que ces prochains trimestres, il faut compter sur une nouvelle diminution de l'«output gap» en Suisse. L'écart de production devrait être comblé à fin 2005. Les entreprises bénéficieront alors d'une marge plus grande pour augmenter leurs prix et les salariés pourront obtenir plus facilement des adaptations du traitement réel.

Dans la seconde moitié de 2006, l'inflation prévue dépasse le niveau de 2% que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. En effet, la hausse des prix s'inscrit à 2% en moyenne pour 2006. Au premier trimestre de 2007, donc à la fin de la période sur laquelle porte la prédiction, elle atteint 3,2%. L'évolution qui caractérise la phase finale de la prédiction dépend dans une large mesure de facteurs monétaires. Certes, les prévisions à long terme sont grevées d'incertitudes plus grandes, mais l'expérience montre que des liquidités abondantes constituent un risque pour la stabilité des prix. Les liquidités mises à la disposition de l'économie suisse ont beaucoup augmenté depuis l'année dernière. Il est ainsi possible, dans le cadre de la reprise économique, de réaliser un nombre plus élevé de transactions, mais également de majorer les prix. En adaptant le Libor à trois mois en juin 2004, la BNS contribue toutefois à la résorption progressive des liquidités excédentaires. Cette politique se traduit, dans la prédiction d'inflation, par un renchérissement qui, à partir du deuxième trimestre de 2005, se situe 20 à 30 points de base au-dessous du niveau du renchérissement résultant des deux prévisions précédentes.

La prédiction de juin montre toutefois, comme celles de mars 2004 et de décembre 2003, que la BNS ne peut pas garantir la stabilité des prix à plus long terme si elle maintient le Libor à trois mois au niveau qu'il affiche en ce moment. Il est donc probable que le Libor à trois mois subira d'autres majorations au cours des trois prochaines années.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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 de juin 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 mars à mai 2004, sont résumés ci-après.

Résumé

Dans les entreprises, le climat et la marche des affaires se sont encore améliorés au cours des mois de mars, d'avril et de mai. La reprise de la conjoncture a reposé sur une assise plus large et s'est étendue progressivement aux entreprises sur le marché intérieur. Les principales impulsions ont toutefois continué à émaner des exportations. Du côté des services, le revirement amorcé s'est confirmé nettement dans le tourisme et, dans une plus faible mesure, dans les services destinés aux entreprises. Le commerce de détail a ressenti l'amélioration graduelle du climat de consommation, qui s'est répercutée notamment sur les chiffres d'affaires des biens durables. Dans la construction, les entrepreneurs se sont montrés satisfaits de l'évolution dans le domaine des logements, mais la reprise tarde dans celui des bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services.

Un certain nombre de signes montrent que la propension à investir s'accroît peu à peu. La situation bénéficiaire s'est améliorée et quelques entreprises ont atteint les limites de leurs capacités. Plusieurs entreprises ont déjà relevé leurs effectifs du personnel ou envisagent de le faire. De nombreuses branches ont ressenti le fort renchérissement des matières premières, mais n'ont pas été en mesure, pour la plupart d'entre elles, de répercuter les coûts plus élevés sur les prix.

Comme précédemment, les entreprises ont porté des jugements prudemment optimistes sur les perspectives conjoncturelles et escompté en majorité des chiffres d'affaires stables ou en hausse pour l'année courante. Le scepticisme quant à la longévité de la reprise économique, scepticisme encore largement répandu en début d'année, a perdu du terrain.

1 Production

Industrie

Depuis février, mois au cours desquels les entretiens ont été menés, les branches axées sur les exportations ont enregistré, en majorité, une nouvelle amélioration de la marche de leurs affaires. Entre-temps, plusieurs entreprises utilisent pleinement leurs capacités et disposent d'une bonne réserve de travail. Comme au trimestre précédent, la demande des pays asiatiques est restée vigoureuse, tandis que les entrées de commandes provenant des Etats-Unis ont marqué une évolution plutôt décevante pour nombre d'entreprises. Après un nouveau et léger raffermissement du dollar, les plaintes concernant le bas niveau du cours de la monnaie américaine ont diminué. Les entreprises ont signalé de plus en plus souvent une demande croissante émanant de l'UE, notamment d'Europe méridionale; ces derniers temps, elles ont aussi constaté en partie une certaine amélioration du côté de l'Allemagne.

Outre l'industrie chimique et pharmaceutique, peu sensible à l'évolution de la conjoncture, les branches des spécialités chimiques et des matières plastiques ont elles aussi fait part d'un redressement de la marche de leurs affaires. L'évolution est restée favorable dans les entreprises de technologie médicale; la branche commence toutefois à ressentir la pression croissante découlant des économies imposées au domaine de la santé.

La métallurgie se trouve dans une phase de reprise. Cette branche a bénéficié de la forte demande d'acier à béton et d'acier de qualité, qui émanait de Suisse et de l'étranger (Chine). Dans l'électronique, la marche des affaires s'est également améliorée. L'industrie des machines et de l'électrotechnique par contre est un peu plus lente à prendre pied. Une nette progression des commandes a toutefois été observée notamment du côté des fournisseurs de l'industrie automobile. Fortement axés sur l'Asie, les producteurs de machines pour l'industrie textile se sont, comme précédemment, montrés très satisfaits. D'une manière générale, l'industrie des machines doit faire face à une concurrence étrangère d'un niveau qualitatif de plus en plus élevé ainsi qu'à une clientèle très attentive aux prix. L'industrie horlogère, qui a pu considérablement accroître ses exportations au premier trimestre, a émis elle aussi un jugement positif; cette situation a profité également aux fournisseurs. Les stocks de produits finis et de fournitures ont diminué dans l'industrie horlogère pour s'établir à un niveau normal.

Services

En avril et en mai, les signes d'une reprise se sont renforcés dans le commerce de détail, mais les consommateurs sont restés attentifs aux prix et à la qualité. Les grandes foires spécialisées de Bâle et de Genève ont enregistré des résultats nettement supérieurs aux attentes. En général, la demande de biens de consommation durables et de produits de luxe semble progresser peu à peu. En outre, compte tenu du cours élevé de l'euro face au franc, il était un peu moins attrayant de faire ses courses à l'étranger, dans les régions limitrophes.

Dans le tourisme, la situation s'améliore petit à petit. Le nombre des hôtes venant d'Asie et des Etats-Unis a augmenté, alors que la demande émanant de l'UE est restée faible. Globalement, l'hôtellerie s'est déclarée prudemment optimiste en ce qui concerne les perspectives pour la saison d'été. Les compagnies aériennes ont également profité de cette reprise, car elles ont signalé un nombre croissant de passagers.

Dans la technologie de l'information, la marche des affaires a commencé à s'améliorer du côté des entreprises de commerce et de celles spécialisées dans les conseils. La branche escomptait une nette reprise de la demande, étant donné que la clientèle a un fort besoin de rattrapage depuis la dernière vague d'investissement observée avant le passage à l'an 2000. Le domaine du financement d'entreprises et de projets a lui aussi marqué une amélioration. Par contre, les entreprises spécialisées dans la publicité et les annonces attendent toujours une embellie.

Dans le secteur bancaire, la marche des affaires est bonne, voire excellente, mais la concurrence devient plus âpre. Les banques ont profité notamment de la grande demande d'hypothèques et de la reprise sur les marchés financiers. La demande de crédits des entreprises n'a cependant guère augmenté. Les banques tessinoises en particulier ont subi une forte pression sur leurs commissions et ont dû faire face à une clientèle étrangère de plus en plus attentive aux prix.

Construction

Une reprise, amorcée déjà l'année passée par le nombre accru de permis de construire, a été enregistrée dans la construction de logements. Comme précédemment, aucune impulsion n'est venue de la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Du côté des collectivités publiques, plusieurs projets de construction ont été approuvés, mais leur réalisation est souvent retardée par les efforts d'économies imposés aux pouvoirs publics. L'activité est toujours concentrée sur les agglomérations. La concurrence au niveau des prix est restée vive. Les capacités sont bien utilisées dans le second œuvre, grâce aux nombreux travaux de rénovation.

2 Marché du travail

La meilleure marche des affaires a incité plusieurs entreprises à embaucher, tout en se limitant, pour certaines d'entre elles, à des emplois temporaires. Diverses entreprises envisageaient d'accroître leurs effectifs du personnel. Dans l'immédiat, il ne peut toutefois être question d'une vague d'embauche.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

De nombreuses entreprises ont enregistré une amélioration de leur situation bénéficiaire. Comme précédemment, elles n'avaient toutefois en général guère de latitude pour procéder à des relèvements de prix. La flambée des prix de l'énergie et des matières premières (pétrole, acier, cellulose, coton brut) était un sujet abordé régulièrement. Seules quelques entreprises isolées ont été en mesure de répercuter les coûts plus élevés sur les prix. La métallurgie a constitué une exception puisque, compte tenu de la forte demande, elle n'a pas eu de peine à faire passer une majoration des prix de l'acier.

La relation de change favorable entre le franc et l'euro a eu des répercussions positives sur les exportations et a atténué les pressions émanant des importations. Cependant, nombre d'entreprises ont été exposées à une forte concurrence sur les prix qu'elles ont tenté de contrecarrer en augmentant la quantité et la productivité. La délocalisation de sites de production vers des pays d'Europe orientale ou d'Asie était un sujet récurrent.

Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque

Berne, le 30 avril 2004

La nouvelle loi sur la Banque nationale entrera en vigueur demain. Mon allocution à la présente Assemblée générale débutera donc par une brève présentation des conséquences de la nouvelle loi pour vous, actionnaires de la BNS. La deuxième partie de mon intervention sera consacrée au gouvernement d'entreprise, un sujet de plus en plus important à la Banque nationale également. Enfin, je terminerai par quelques remarques sur les comptes annuels 2003.

Entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la Banque nationale

L'institut d'émission sera régi par une loi moderne. Cela ne modifie en rien la forme juridique de la Banque nationale, qui reste une société anonyme fondée sur une loi spéciale. Cette forme assoit l'indépendance, ancrée dans la constitution, de la Banque nationale. Vous aussi, actionnaires de la Banque nationale, contribuez ainsi à garantir l'indépendance de l'institut d'émission. Nous vous en sommes reconnaissants, et je tiens à vous en remercier. Il est temps d'examiner à présent, très concrètement, les conséquences de la nouvelle loi pour les actionnaires.

Conséquences de la nouvelle loi pour les actionnaires

La dernière révision totale de la loi sur la Banque nationale remonte à plus de 50 ans. Pour la BNS, cette loi remplit une fonction analogue à celle des statuts d'une société anonyme de droit privé. Outre le fait qu'elle introduit des nouveautés dans le domaine central de la politique monétaire – définition du mandat de l'institut d'émission, description de l'indépendance et de l'obligation de rendre compte, élargissement de la marge de manœuvre en matière de politique monétaire –, la loi a également été adaptée à la réalité juridique des sociétés anonymes de droit privé cotées en bourse. Ainsi, la part non versée du capital-actions est abandonnée. Actuellement, le capital-actions de la BNS se monte à 50 millions de francs, mais seule la moitié est libérée, ce qui a toujours été le cas. A l'époque de la fondation de la BNS, il était encore proportionné au volume d'affaires. Aujourd'hui, au vu de la somme du bilan beaucoup plus élevée et du niveau des provisions, le capital-actions ne revêt plus aucune importance comme élément de couverture des risques. C'est pourquoi le capital-actions sera réduit à 25 millions de francs, soit à la part versée. La valeur nominale d'une action BNS passera ainsi de 500 à 250 francs et sera entièrement libérée. Cette adaptation n'aura aucune inci-

dence sur la valeur nette de l'action. L'inscription, avec droit de vote, au registre des actions restera limitée à 100 actions par actionnaire particulier. Les personnes physiques et morales de nationalité étrangère pourront elles aussi – et cela est nouveau – acquérir des actions de la BNS avec tous les droits qui leur sont assortis. Nous vous avons informés de ces nouveautés dans la lettre aux actionnaires. Nous vous avons aussi annoncé notre intention de renoncer à l'avenir à imprimer et à livrer les certificats d'action. La loi nous en offre la possibilité, ce qui permettra de simplifier considérablement nos procédures administratives.

Renforcement du gouvernement d'entreprise

La nouvelle loi sur la Banque nationale renforce également le gouvernement d'entreprise. Vous devez vous demander à juste titre ce qu'il faut entendre par là pour la Banque nationale. Le gouvernement d'entreprise, c'est-à-dire la bonne interaction entre la conduite de l'entreprise et la surveillance, a gagné en importance ces dernières années. En Suisse, ce sujet a attiré l'attention du public vers le milieu des années nonante seulement. Certains aspects du gouvernement d'entreprise, comme la définition claire des tâches du conseil d'administration ou la constitution en son sein de comités chargés de tâches spécifiques, avaient cependant déjà été pris en compte dans la révision, il y a une dizaine d'années, du droit de la société anonyme. Les règles du gouvernement d'entreprise ont été encore consolidées il y a deux ans avec la publication des principes de la Bourse suisse SWX et des recommandations de bonne pratique de la Fédération des entreprises suisses économiques. La nouvelle loi sur la Banque nationale tient compte de ces développements. A l'aide de quelques exemples, je voudrais vous en présenter les répercussions sur l'organisation de la Banque nationale.

Simplification des organes

La nouvelle loi sur la Banque nationale induira également une réforme en profondeur des organes de l'institut d'émission. De sept actuellement, le nombre de ces organes passera à quatre: l'Assemblée générale, le Conseil de banque, la Direction générale et l'organe de révision. En outre, le Conseil de banque, soit l'organe chargé de la surveillance administrative, ne comptera plus que onze membres, contre quarante aujourd'hui. Il verra ses responsabilités se renforcer dans les domaines de la surveillance, de l'organisation et des questions financières. La portée des

décisions en sera accrue, d'où une plus grande importance des discussions constructives menées au sein de cet organe. Les exigences auxquelles les membres du Conseil de banque devront répondre – posséder des connaissances approfondies de l'économie et du fonctionnement des marchés financiers suisse et étrangers, mais aussi disposer d'une vaste expérience dans la conduite d'entreprise – seront donc plus élevées. Ainsi, le nouveau Conseil de banque aura les tâches suivantes: définir l'organisation interne de la Banque nationale, approuver le niveau des provisions, surveiller le placement des actifs et la gestion des risques, adopter le rapport de gestion et les comptes annuels à l'intention du Conseil fédéral et de l'Assemblée générale, établir les propositions de nomination des membres de la Direction générale et de leurs suppléants à l'intention du Conseil fédéral, fixer le montant des indemnités de ses membres ainsi que le traitement des membres de la Direction générale et de leurs suppléants. Conformément aux principes du gouvernement d'entreprise, le Conseil de banque constituera trois comités permanents dont les membres seront issus de ses propres rangs: un Comité de contrôle, qui tiendra lieu de trait d'union entre l'organe de révision externe et la révision interne, un Comité sur les risques, qui sera chargé de surveiller le placement des actifs et la gestion des risques, et un Comité de rémunérations, qui contrôlera le niveau des rémunérations et des traitements. Il appartient aujourd'hui à l'Assemblée générale des actionnaires de désigner cinq nouveaux membres du Conseil de banque. Votre pouvoir de nomination sortira renforcé de la nouvelle loi.

Réorganisation interne

La Banque nationale n'a pas seulement adapté ses organes aux nouvelles réalités et aux nouvelles exigences. Elle a aussi remanié son organisation interne, qui n'est désormais plus réglée de manière détaillée dans la loi. La répartition des tâches entre les trois départements a été partiellement adaptée. Ce remaniement a permis d'exploiter un potentiel de synergies et de séparer des fonctions devenues incompatibles sur le plan de l'exploitation. La gestion des actifs, les opérations bancaires et les services bancaires fournis à la Confédération ont été regroupés dans le 3^e département, à Zurich. Les caisses des sièges et des succursales ont été subordonnées au 2^e département, à Berne, et le controlling a été détaché de la comptabilité centrale. En outre, les structures de conduite ont été simplifiées. La réorganisation sera achevée dans le courant de cette année.

Introduction d'une procédure intégrée de planification et d'établissement du budget

La Banque nationale a également revu de fond en comble sa procédure de planification et d'établissement du budget. Elle a rattaché la planification stratégique à la planification opérationnelle. Ainsi, une procédure intégrée de planification a été adoptée cette année. Dans le futur, la procédure de planification sera globalement coordonnée. Il sera donc possible de traiter de manière plus ciblée les informations nécessaires à la direction et d'améliorer la conduite opérationnelle de la Banque nationale à tous les niveaux.

Appréciation

Comme vous le voyez, la Banque nationale s'est déjà bien préparée à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi. La réalisation de toutes les modifications demandera encore un peu de temps et d'énergie. Je constate toutefois avec satisfaction que nous trouvons sur le bon chemin!

Permettez-moi à présent de formuler quelques remarques sur les comptes annuels 2003.

Résultat brut des comptes 2003

L'exercice 2003 peut être qualifié de réjouissant. Le résultat brut a atteint 4,3 milliards de francs, contre 2,6 milliards en 2002. Des gains plus élevés sur l'or et sur les placements en monnaies étrangères sont à l'origine de cette hausse. A lui seul, le résultat de l'or a égalé le résultat brut de 2002. Cette progression s'explique en premier lieu par l'augmentation de 8,5% du prix de l'or, qui a engendré une plus-value d'un montant supérieur à 2 milliards de francs. Environ la moitié de la somme du bilan est placée en monnaies étrangères, euros et dollars des Etats-Unis en majorité. Le résultat de ces placements est fortement tributaire des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change. En 2003, il s'est établi à 1,6 milliard de francs. Au cours de l'année écoulée, les taux d'intérêt ont augmenté sur la plupart des marchés sur lesquels la Banque nationale effectue ses placements. Les pertes en capital qui en ont résulté ont réduit les rentrées d'intérêts. Abstraction faite des influences des fluctuations des cours de change, les placements ont néanmoins dégagé des résultats positifs dans toutes les monnaies concernées. Les cours de change n'ont pas évolué de manière homogène. Face au franc suisse, le dollar a perdu près de 11%, alors que l'euro s'est revalorisé de plus de 7%. Dans l'ensemble, les résultats découlant de ces évolutions divergentes se sont pratiquement compensés. Le

résultat des actifs financiers en francs s'est inscrit à 0,2 milliard de francs seulement. Ce résultat, relativement modeste, est dû à deux facteurs: d'abord, la Banque nationale a maintenu, durant toute l'année, les taux d'intérêt des pensions de titres à un très bas niveau, ce qui a fortement réduit le produit des pensions de titres, et, secondement, les taux sur le marché suisse des capitaux ont progressé, entraînant ainsi des pertes en capital dans le portefeuille des obligations en francs.

Diminution des charges ordinaires

Les charges ordinaires ont diminué d'environ 40 millions pour s'établir à moins de 300 millions de francs. Leur diminution s'explique par des charges d'intérêts nettement moins élevées. L'augmentation des billets en circulation, en moyenne annuelle, et des coûts de fabrication a provoqué une hausse, sur laquelle la Banque nationale n'a aucune influence directe, des charges afférentes aux billets de banque, charges qui ont ainsi passé à 45 millions de francs. Les charges de personnel se sont accrues de 11% pour atteindre quelque 100 millions de francs. Deux facteurs en particulier ont contribué à l'augmentation des charges de personnel: la progression de l'effectif du personnel par rapport à l'année précédente, qui est due principalement à l'engagement de nouveaux collaborateurs pour des postes restés vacants les années précédentes et à l'attribution de nouvelles tâches dans différents domaines spécialisés, ainsi que la réorganisation dont je viens de vous parler, réorganisation qui a entraîné des transferts d'emplois de Berne à Zurich et, partant, des coûts uniques d'adaptation.

Actifs libres

Depuis le mois de mai 2000, la Banque nationale vend peu à peu les 1300 tonnes d'or qui ne lui sont plus nécessaires à des fins monétaires. En 2003, elle a vendu 283 tonnes d'or à un prix moyen de 16 000 francs environ le kilogramme. Sur les 1300 tonnes d'or initiales, quelque 950 tonnes avaient été vendues à la fin de 2003. Le produit des ventes d'or est placé dans divers actifs financiers. Ces placements sont gérés de manière distincte, mais ne figurent pas séparément dans les comptes de la Banque. Selon une convention conclue l'année dernière entre la Banque nationale et le Département fédéral des finances, l'institut d'émission distribuera les revenus tirés des placements du produit des ventes d'or jusqu'à l'entrée en vigueur d'une autre base juridique réglant l'utilisation des actifs libres. Le montant distribué cette année est de 300 millions de francs.

Distribution des bénéfices

Pour conclure, j'aimerais aborder un sujet qui cause une certaine inquiétude à la Banque nationale dans une perspective à long terme. Je l'illustrerai à l'aide d'un petit calcul. Du résultat brut de 2003, il subsiste, après déduction des charges ordinaires, un résultat global de près de 4,1 milliards de francs. De ce montant, substantiel, doit être déduite l'attribution à la provision pour la cession des actifs libres. Cette provision ayant dû être relevée de 0,9 milliard de francs, le résultat est réduit d'autant et s'inscrit donc à 3,2 milliards de francs. Il faut encore retrancher de ce montant 0,9 milliard de francs, soit la somme attribuée à la provision pour risques de marché, de crédit et de liquidité pour que cette dernière puisse atteindre le niveau visé. Le résultat passe ainsi à 2,3 milliards de francs. Certes, il s'agit d'un montant encore considérable. La convention sur la distribution des bénéfices, conclue en 2002 avec le Département fédéral des finances, complétée par la convention additionnelle de 2003 concernant la distribution des revenus tirés des actifs libres, prévoit de distribuer 2,8 milliards de francs au total. En d'autres termes: la Banque nationale distribuera pour l'exercice 2003 un montant plus élevé qu'elle ne le pourrait en réalité. Cela correspond néanmoins à l'intention de réduire les provisions excédentaires qui se sont accumulées au fil des ans. Le demi-milliard de francs manquant a été prélevé sur le surplus disponible pour distributions ultérieures, duquel il reste 10,3 milliards de francs. Ce calcul montre à l'évidence que des distributions d'un tel ordre de grandeur ne sont possibles que si la Banque nationale réduit ses provisions excédentaires. Des distributions de cette ampleur ne sont pas supportables à long terme. Le surplus n'a été que modérément entamé en 2003 grâce à un résultat réjouissant, mais il pourrait rapidement diminuer si les résultats des comptes annuels futurs devaient devenir moins bons. Pour fixer leurs dépenses, les collectivités publiques ne doivent donc pas s'habituer à de pareilles distributions de bénéfices ni espérer des moyens financiers supplémentaires de la part de l'institut d'émission.

Conclusion

Finalement, je ne saurais clore mon exposé sans adresser des remerciements très chaleureux aux membres de la Direction générale et à tous les collaborateurs de la Banque nationale suisse pour la qualité de leur travail et leur engagement, qui a requis de nombreux efforts exceptionnels en faveur de cette institution durant l'année écoulée.

Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale

Berne, le 30 avril 2004

2003: année de renouveau

Comme je vous le disais il y a un an, 2002 fut l'année des déceptions; je suis heureux, aujourd'hui, de pouvoir constater qu'en 2003 l'horizon s'est progressivement éclairci.

2003 commença pourtant sous de mauvais auspices. Les perspectives d'une guerre en Irak provoquèrent incertitude et appréhension, amputant sévèrement la confiance aussi bien des ménages que celle des entreprises. Les scandales financiers ébranlèrent à leur tour la foi des investisseurs et la bourse chuta lourdement au premier trimestre. Même l'issue militaire rapide du conflit en Irak ne clarifia pas immédiatement la situation. Là-dessus vint se greffer l'alerte liée au SARS qui désarçonna encore plus des industries déjà très affaiblies comme les transports et le tourisme.

Ce n'est qu'en été que les choses commencèrent à se décanter. La conjoncture internationale reprit peu à peu de l'aplomb. La croissance économique américaine se renforça progressivement, l'économie japonaise rebondit de façon presque inespérée et les économies émergentes d'Asie, à commencer par la Chine, sortirent de l'angoisse du SARS avec une dynamique renouvelée, contribuant ainsi de façon non négligeable au réveil de la conjoncture mondiale. Plus proches de nous, les économies européennes émergèrent lentement de la léthargie dans laquelle elles se trouvaient plongées. Chez nos voisins, la production industrielle et les exportations reprirent de la vigueur même si la demande intérieure peina – et peine toujours – à redémarrer.

En Suisse également, la reprise, si longtemps attendue et tant de fois repoussée, commença enfin à se dessiner. Les premiers signes de redressement apparurent durant l'été, d'abord de façon isolée, puis de manière de plus en plus cohérente. Les indices de confiance se mirent à progresser et les carnets de commande à prendre de l'ampleur. Le retournement fut facilité par un affaiblissement marqué du franc, mouvement amorcé par un nouvel assouplissement, en mars, de notre politique monétaire. La correction du franc apporta une bouffée d'oxygène bienvenue à notre industrie d'exportation déjà malmenée par la faible conjoncture mondiale et le recul du commerce international.

Le fléchissement du franc face à la monnaie européenne fut graduel et s'étala sur près d'un an. Ainsi, le cours de l'euro passa de 1,46 franc en mars 2003 à 1,55 franc aujourd'hui, ce qui représente une dépréciation de notre monnaie de l'ordre de 6%. En termes réels, le recul du franc est même plus important encore en raison du taux d'inflation plus élevé que le nôtre qu'a connu – et que connaît encore – la zone euro. En fait, toujours en termes réels, le franc vaut, aujourd'hui, moins face à l'euro qu'au moment de l'introduction de ce dernier il y a cinq ans. Cette évolution montre que le rôle de monnaie-refuge, traditionnellement exercé par le franc, est perçu différemment par les marchés depuis que la nouvelle monnaie européenne gagne en stature. C'est vraisemblablement aussi à la présence de l'euro que nous devons la baisse de la volatilité du franc et son repli relativement ordonné alors que le dollar rencontrait des difficultés. Nous observons là une réaction à laquelle nous n'étions pas habitués et qui constitue une bonne nouvelle pour notre économie. La chute du billet vert – si elle peut se justifier par l'énorme déficit extérieur des Etats-Unis – s'est néanmoins produite de façon asymétrique car elle heurte de plein fouet les exportateurs européens sans affecter les monnaies asiatiques maintenues à des niveaux artificiels par des interventions massives. L'affaiblissement du franc face à la monnaie unique nous a mis quelque peu à l'abri de ces remous.

Optimisme prudent pour 2004

Nos prévisions conjoncturelles pour l'année en cours sont empreintes d'un optimisme mesuré. La reprise amorcée dès le troisième trimestre 2003 va se poursuivre. L'écart de production, qui mesure la différence entre la production effective et son niveau potentiel, devrait d'abord se stabiliser, puis se refermer progressivement. Les choses prendront toutefois du temps.

Comme à l'accoutumée, les premiers signes de redressement conjoncturel sont apparus dans des industries orientées vers l'exportation. Ensuite, les investissements en équipement ont retrouvé de la vigueur, cela d'autant plus que le taux de dépréciation économique est élevé dans le domaine des nouvelles technologies; il y a donc un retard important à rattraper. Pour une bonne part, ces investissements font appel à des importations, de telle sorte qu'ils n'ont qu'un effet d'entraînement modéré sur notre économie dans l'immédiat. En outre, l'investissement s'anime chez nos voisins également, la situation de notre propre industrie de biens d'équipement, fortement orientée vers l'extérieur, s'en est trouvée améliorée.

Quant à la consommation, qui a bien résisté pendant les deux dernières années, les perspectives sont à son redressement au fur et à mesure du réchauffement du climat économique. Elle continuera ainsi à soutenir la croissance, tout en cédant un peu le pas aux composantes plus cycliques que sont l'investissement et les exportations. Elle bénéficiera en particulier de l'amélioration progressive que l'on observera sur le marché du travail. Certes, à ce stade du cycle économique, il faut s'attendre d'abord à une progression de la productivité, si bien que le chômage ne devrait se résorber que lentement. Néanmoins, sur ce front également, les perspectives à moyen terme sont maintenant favorables.

Le scénario de reprise que je vous ai présenté est bien entendu entaché d'incertitudes. Les risques sont omniprésents. Ils peuvent se concrétiser à la baisse comme à la hausse. Ainsi, on ne peut pas exclure que la conjoncture internationale se développe plus vigoureusement que prévu. Une reconstitution rapide des stocks, par exemple, provoquerait une accélération appréciable du cycle. Mais des risques à la baisse peuvent aussi être déclenchés à chaque instant par de nouveaux troubles politiques. Au vu des larges déséquilibres intérieurs et extérieurs qui existent à travers le monde, de tels troubles pourraient devenir source de volatilité accrue des cours de change ou des cours de bourse. La vigueur de la reprise, elle également, est encore incertaine. Aux Etats-Unis, le redressement économique, qui a largement bénéficié d'impulsions fiscales, n'est pas encore pleinement assuré; les ménages, fortement endettés, pourraient être inquiétés par la lenteur du recul du chômage. En cas de perte de confiance, une nouvelle baisse du dollar ou une correction du prix des actifs financiers porterait un nouveau coup à l'économie mondiale. La situation dans certaines économies émergentes reste également précaire. Enfin il ne faut pas négliger les difficultés que rencontrent actuellement certains de nos voisins, difficultés qui pourraient affaiblir, voire retarder, le redémarrage de la conjoncture sur notre continent.

La politique monétaire

Dans l'environnement fragile que nous connaissons encore, notre politique monétaire doit rester expansive. Nous savons que nos taux d'intérêt, actuellement à un niveau historiquement très bas, devront être relevés si nous voulons préserver la stabilité des prix lorsque la situation économique se sera consolidée. La prévision d'inflation que nous avons publiée en mars dernier le montre bien. Nous considérons toutefois que l'heure de la normalisation n'a pas encore sonné:

- En effet, s'il est vrai que l'économie suisse a maintenant retrouvé le chemin d'une modeste croissance, ses ressources inoccupées restent importantes et la concurrence est vive sur les marchés internationaux. Le risque d'une surchauffe est donc faible dans les circonstances présentes.

- La croissance monétaire est forte mais la préférence pour la liquidité est inhabituellement élevée dans le climat d'incertitude actuel et le crédit ne se développe que modérément. De plus, l'évolution des agrégats monétaires est quelque peu gonflée par le rapatriement de fonds placés jusqu'ici sur le marché de l'euro-franc suisse.

- Enfin, même s'il existe une pénurie de logements dans certaines régions du pays, aucun indice ne suggère le développement d'une bulle immobilière comme on l'avait connue à la fin des années 1980.

Les perspectives d'inflation restent donc favorables. Nous tablons sur un taux d'inflation de l'ordre de 0,5% cette année et de 1% l'an prochain. Il est peu probable que nous connaissions à nouveau, comme en mars dernier, des taux d'inflation inférieurs à zéro pendant les mois à venir. Il faudrait pour cela une forte baisse du prix du pétrole. Le débat sur la déflation, qui était encore d'actualité il y a une année à peine, a donc largement disparu de nos préoccupations ainsi que des discussions entre banquiers centraux. Notre baisse du taux d'intérêt de mars 2003 visait à nous mettre à l'abri d'une telle évolution. L'objectif a été atteint.

Le besoin de réformes

Les événements de ces dernières années nous l'ont montré une nouvelle fois: nous n'avons guère de possibilité d'échapper aux perturbations en provenance des marchés mondiaux; celles-ci pèsent inexorablement sur le développement de notre économie. Cela ne signifie pas, pour autant, que nous soyons totalement démunis: pour un petit pays comme le nôtre, la meilleure défense contre les chocs extérieurs reste une économie performante et flexible, habituée à la concurrence et capable de s'adapter rapidement aux changements de l'environnement international.

Mais il s'agit aussi de veiller à ce que les problèmes engendrés par nos structures internes, quelquefois peu adaptées aux défis actuels, ne prennent pas le dessus. Notre économie doit pouvoir bénéficier de conditions-cadres intérieures favorables afin qu'elle ait le loisir de se développer et de s'épanouir. Nous avons tous pu constater ses performances décevantes au cours des années nonante. Cette situation ne peut se corriger que par la mise en œuvre résolue de réformes structurelles visant à améliorer son potentiel d'expansion à long terme.

Cette question est d'autant plus urgente que nous assistons au vieillissement progressif de notre population. Les problèmes qui y sont liés ont déjà été largement identifiés et les mesures à prendre ont fait l'objet de nombreuses analyses. L'objectif est simple: il s'agit de tout entreprendre pour accroître le rythme tendanciel de croissance de notre économie afin d'assurer un meilleur financement de ses besoins futurs. Les solutions sont complexes car il n'existe aucune potion magique. Au contraire, les actions visant l'amélioration de notre productivité sont multiples et variées, elles vont de la promotion de la concurrence à l'abrogation de réglementations inutiles. De plus, elles doivent être renforcées par un contrôle étroit des dépenses et des déficits publics afin d'assurer une utilisation efficace de nos ressources et – surtout – d'éviter une surcharge financière des générations futures. Le Conseil fédéral a adopté un programme de législature plaçant la priorité sur la croissance économique et l'assainissement des finances fédérales. Nous souhaitons que le Parlement en débattenne dans un esprit de solidarité intergénérationnelle et qu'il sache garder en perspective les intérêts à long terme de notre pays. A coup sûr, des

mesures de promotion de la croissance contribueraient de manière essentielle au bon fonctionnement futur de notre économie, mais elles permettraient aussi le développement d'un climat de confiance nécessaire aux décisions d'investissement et de consommation d'aujourd'hui. Leur impact conjoncturel ne serait donc pas négligeable. Quant à la politique monétaire, elle ne peut apporter dans ce domaine que l'assurance de la stabilité des prix, un facteur essentiel de confiance et d'efficacité macroéconomique.

Une page qui se tourne

Mesdames et Messieurs, comme le Président du Conseil de banque l'a indiqué précédemment, une page de l'histoire de la Banque nationale se tourne aujourd'hui. Dès demain, notre institution sera régie par de nouveaux textes. La nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN) entrera en effet en vigueur dans moins de 24 heures. Notre cadre opératif, notre palette d'instruments, notre organisation et notre devoir de rendre compte en seront affectés.

Notre mandat, également, sera, sinon modifié, du moins précisé. L'article 5 de la nouvelle loi prévoit que «La Banque nationale conduit 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».

L'objectif de stabilité des prix n'est pas nouveau. En réalité, cet objectif a guidé l'action de la Banque nationale depuis toujours. En effet, la volonté de garantir le pouvoir d'achat de notre monnaie se trouvait déjà derrière le lien que l'on avait créé par le passé entre le franc et l'or, et c'est ce même souci qui avait conduit la Suisse à abandonner, en 1973, le régime des changes fixes d'après-guerre, un régime perverti par l'indiscipline généralisée. L'objectif de stabilité des prix est maintenant inscrit dans la loi, ce qui renforce sa légitimité. Notre régime monétaire est ainsi de nouveau clairement ancré comme il l'était précédemment sous le régime de l'étalon-or.

Nous définissons la stabilité des prix comme un taux d'inflation annuel inférieur à 2%. Nous avons donc pu la préserver au cours de l'année écoulée et je suis heureux de constater que cet objectif a été atteint sans interruption au cours des dix dernières années, ce qui constitue une performance inégalée sur le plan international. C'est une contribution discrète, mais de première importance, pour le bien-être de notre pays. Notre histoire nous l'a montré: l'inflation – ou la déflation – peut avoir des effets pervers qui frappent souvent durement les membres les plus vulnérables de notre société.

L'attachement à la stabilité des prix fait partie des valeurs traditionnelles de notre pays. C'est un acquis important que la Banque nationale s'emploiera à préserver dans les années à venir.

La nouvelle loi sur la Banque nationale précise également que nous devons tenir compte de l'évolution de la conjoncture lorsque nous arrêtons le cours de notre action. Il est indéniable, en effet, que la politique monétaire a des répercussions à court terme sur l'activité économique. Une politique monétaire plus restrictive, destinée à combattre un regain d'inflation, tend à ralentir la marche des affaires. En soi, ce ralentissement peut être nécessaire, précisément pour réduire la tendance à la surchauffe, mais il a néanmoins des effets secondaires douloureux sur de nombreux secteurs de l'économie. Il convient dès lors de ne pas perdre de vue le coût occasionné par la poursuite de la stabilité des prix et de faire preuve de doigté. L'obligation de tenir compte de la conjoncture est désormais inscrite dans la loi, mais en réalité elle n'est guère nouvelle car nous nous sommes toujours souciés de l'évolution de l'activité économique en Suisse. Notre action de ces dernières années, alors que nous avons abaissé massivement nos taux d'intérêt face à une conjoncture à la traîne, le démontre de façon irréfutable.

Le fait de tenir compte de la conjoncture signifie aussi que nous ne pouvons pas être dogmatiques dans la poursuite de la stabilité des prix, cette dernière devant être comprise comme un objectif de moyen terme. En tant que petite économie ouverte, nous sommes en permanence soumis à des chocs extérieurs. Notre taux d'inflation tend à être plus volatil que celui de pays ou de zones monétaires de taille plus importante, si bien que l'on ne peut pas exclure des mouvements temporaires au-delà du cadre de stabilité des prix. Vouloir contrôler l'évolution des prix de trop près aurait des effets néfastes sur la conjoncture et serait contre-productif. Cela dit, il est tout aussi évident que la politique monétaire a ses limites. Bien qu'elle puisse contribuer au développement de l'économie en lui offrant un cadre monétaire stable, transparent et efficace, il ne faut pas attendre d'elle qu'elle soit en mesure d'augmenter son potentiel de croissance à terme, qu'elle réussisse à doper la machine économique et à la faire tourner au-delà de sa capacité technique.

La nouvelle loi nous demande maintenant de rendre compte de l'exécution de notre mandat devant le Parlement et le Conseil fédéral. L'obligation à l'égard du Parlement est nouvelle. Elle constitue le pendant logique de notre indépendance, une indépendance garantie par la Constitution fédérale depuis l'année 2000. Nous sommes libres de choisir – dans le cadre de la loi – les moyens nécessaires à l'accomplissement de notre mandat mais, en contrepartie, le pays est en droit d'attendre que nous justifions le cours de notre action.

Enfin, la nouvelle loi nous accorde une liberté accrue dans le choix des instruments de gestion de nos réserves monétaires. Comme vous le savez, la Banque nationale dispose de réserves monétaires importantes. Ces dernières, qui font partie du patrimoine national, sont essentielles à la conduite de notre politique monétaire autonome en renforçant la confiance dans notre monnaie. Elles contribuent ainsi grandement à sa stabilité. Il est cependant indispensable que ces réserves soient gérées de façon efficace et dans le respect d'impératifs de liquidité et de sécurité.

Au cours des prochaines semaines, nous définirons dans quelle mesure nous voulons faire usage des possibilités de placement que nous offre la nouvelle loi. Nous présenterons nos intentions à ce sujet lors de notre conférence de presse du 17 juin prochain.

Conclusion

L'économie suisse jouit d'une bonne stabilité monétaire depuis plusieurs années et cette situation avantageuse devrait se maintenir au cours des prochaines années. L'environnement international dans lequel nous opérons s'est amélioré, mais il demeure fragile. De nouvelles déconvenues ne peuvent pas être exclues. Nous pouvons toutefois compter sur la forte capacité d'adaptation de nos entreprises et envisager l'avenir avec confiance.

Cela dit, notre haut niveau de vie en comparaison internationale ne doit pas nous inciter à la complaisance. Il est un fait que notre position dans le peloton de tête des pays les plus développés s'est effritée au cours des dernières décennies. Des mesures correctrices s'imposent. Soyons lucides: les principales menaces contre notre prospérité ne viennent pas de l'étranger, où le label «made in Switzerland» est toujours un succès lorsqu'il est associé à la qualité. Elles trouvent bien plus leur origine à l'intérieur de notre pays. Songeons à notre goût immodéré pour la réglementation – souvent une barrière invisible au libre jeu de la concurrence – et à nos hésitations à accepter pleinement les conséquences d'un environnement international plus compétitif et innovant qu'il y a 20 ans. Davantage de concurrence et moins de réglementation devraient constituer le fil rouge de nos réformes structurelles. Ayons le courage de suivre ce chemin afin de hausser la croissance tendancielle de notre économie, élément essentiel au développement équilibré de notre économie et à la confiance de chacun dans l'avenir.

C'est en formant ce vœu que je conclus cette intervention. Je vous remercie de l'intérêt que vous avez porté à mes propos ainsi que de celui que vous marquez à l'égard de la Banque nationale et de ses activités.

Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank 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

La prime de rendement sur les obligations bancaires de rang subordonné est-elle un indicateur de risques?

L'article démontre, en se basant sur les emprunts de rang subordonné, que la formation du prix d'un instrument financier ne peut être expliquée qu'en tenant compte du «security design» sous-jacent. On admet traditionnellement que les rendements des emprunts subordonnés émis par des banques (plus précisément l'écart par rapport au rendement d'un placement sans risque) constituent un indicateur direct de la probabilité d'une faillite. Cette approche repose sur l'idée selon laquelle les emprunts subordonnés sont acquis par des investisseurs «connaisseurs», donc qui sont particulièrement bien informés («informed investor hypothesis»). Aussi les rendements des emprunts subordonnés devraient-ils refléter le niveau le plus élevé des informations disponibles.

Les auteurs contestent cette optique. Ils recourent à un modèle dans lequel les emprunts subordonnés s'adressent effectivement à des investisseurs bien informés. Ils démontrent cependant que les rendements des emprunts subordonnés ne reflètent pas directement la perception que les acquéreurs de ces titres ont des risques. La raison est liée au fait que, par définition, il n'y a pas d'emprunts subordonnés sans la présence de dettes de meilleur rang. Par conséquent, les emprunts subordonnés doivent offrir des rendements qui non seulement rémunèrent leurs acquéreurs pour les risques attendus, mais aussi les incitent à préférer de tels titres à ceux de dettes de meilleur rang (sur un plan technique, on parlera dans le cas des investisseurs disposant d'un bon niveau d'informations d'une condition d'incitation et non d'une condition de participation). Les rendements d'emprunts subordonnés incluent donc une prime d'incitation dont l'importance dépend également de la perception que les investisseurs moins bien informés ont des risques; cela crée un écart entre le «subordinated debt spread» et la probabilité d'une défaillance telle qu'elle est attendue par les investisseurs bien informés.

Les auteurs détectent une forte évidence empirique pour la «informed investor hypothesis» et la présence d'une prime d'incitation dans les rendements des emprunts subordonnés. Les données sur les émissions publiques d'emprunts de grands établissements bancaires américains – ces données portent sur les années 1985 à 2002 – attestent que les banques ont préféré un financement subordonné plu-

tôt dans les phases de bonne marche de leurs affaires, en d'autres termes lorsque les investisseurs «connaisseurs» disposaient d'informations favorables. Les primes de rendement à l'émission (par rapport aux emprunts d'Etat et après correction du «sample selection bias») reflètent le très bon niveau d'informations dont disposaient les «connaisseurs», mais aussi la perception générale des risques (volatilité du marché obligataire, rendements supérieurs à la moyenne sur les actions), ce qui va dans le sens de l'analyse de statique comparative de la prime d'incitation postulée. Il est intéressant de noter que l'influence des informations pointues sur les rendements des emprunts subordonnés émis par des banques a diminué après l'introduction de la «Prompt Corrective Action» et de la «Depositor Preference», tandis que celle de la perception générale des risques a augmenté.

Enfin, les résultats éclairent également quelques anomalies, non expliquées jusque-là, dans la littérature empirique sur la formation du prix des emprunts subordonnés et dans les interviews d'opérateurs sur les marchés (faible réaction aux risques purement bancaires, «ballooning» des primes de risques dans les phases d'incertitude généralisée). Ces aspects montrent une fois encore combien il est important, pour ce qui a trait à la formation du prix, de comprendre le «design» d'un instrument financier et la place qu'il occupe dans le financement de l'émetteur.

Les auteurs estiment que les primes de rendement sur les emprunts subordonnés émis par des banques ne permettent pas de mesurer directement les risques, mais qu'elles contiennent d'importantes informations sur la qualité de la banque débitrice lorsqu'on les met en relation avec les rendements de titres de meilleur rang ou avec les rendements d'emprunts subordonnés émis par d'autres établissements bancaires. En outre, le fait qu'une banque soit en mesure d'émettre un emprunt subordonné est un signe clair de solvabilité. Le supplément de rendement qu'obtiennent les acquéreurs bien informés d'obligations subordonnées ne constitue pas une anomalie. La prime incitant à acquérir des obligations subordonnées est en quelque sorte la rémunération que les acquéreurs de tels titres reçoivent pour s'être informés des risques inhérents à l'émetteur et représente par conséquent un maillon important du processus de discipline de marché.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 17 juin 2004, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a portée à 0%–1%. Elle a également annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation, soit autour de 0,5%. Après cette hausse, la marge de fluctuation a retrouvé son ancienne largeur, soit 100 points de base.

Nouvelle loi sur la Banque nationale – Mise en vigueur par le Conseil fédéral

Lors de sa séance du 24 mars 2004, le Conseil fédéral a décidé de fixer au 1^{er} mai 2004 la date de l'entrée en vigueur de la loi entièrement révisée sur la Banque nationale (LBN; voir Bulletin trimestriel 3/2003, p. 59), le délai référendaire ayant expiré à fin janvier sans avoir été utilisé. A la même date, il a également adapté l'ordonnance sur les banques à la nouvelle LBN. Le 18 mars 2004, la Direction générale de la Banque nationale avait déjà arrêté, dans une ordonnance relative à la loi sur la Banque nationale (ordonnance de la Banque nationale; OBN), des dispositions d'exécution dans trois domaines, à savoir les statistiques, les réserves minimales et la surveillance des systèmes de paiement et systèmes de règlement des opérations sur titres.

Le mandat que la constitution assigne à la banque centrale et l'indépendance de la BNS sont concrétisés dans la nouvelle LBN; cette dernière prévoit également, et cela est nouveau, une obligation formelle de rendre compte au Conseil fédéral, aux Chambres fédérales et au public. En outre, la nouvelle LBN contient une définition plus large des opérations que peut passer la BNS, précise les attributions de politique monétaire et la détermination du bénéfice et introduit une simplification des organes de la banque centrale.

L'OBN fixe, dans un chapitre afférent aux statistiques, les principes de la collecte des données, ainsi que les droits et obligations des personnes physiques et morales qui sont tenues de fournir des données. Les enquêtes statistiques doivent satisfaire aux principes de la nécessité et de la proportionnalité. L'objet et la fréquence des enquêtes statistiques ainsi que les personnes devant fournir des données sont précisés dans une annexe à l'OBN.

Le chapitre de l'OBN sur les réserves minimales règle les modalités de l'obligation, pour les banques, de détenir des réserves minimales. Celles-ci visent à assurer une demande minimale de monnaie centrale. Les dispositions d'exécution de l'OBN s'inspirent beaucoup de la réglementation qui, dans l'ordonnance sur les banques, régissaient la liquidité de caisse. Ainsi, le taux applicable à la liquidité de caisse, soit 2,5%, a été repris. Les dispositions d'exécution afférentes aux réserves minimales et les modifications à apporter aux articles qui, dans l'ordonnance sur les banques, régissent les liquidités entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2005, afin de donner aux banques le temps d'adapter leurs programmes informatiques.

Enfin, le chapitre de l'OBN sur la surveillance des systèmes de paiement et systèmes de règlement des opérations sur titres définit les exigences minimales qui sont imposées aux systèmes – de paiement et de règlement des opérations sur titres – pouvant engendrer des risques pour la stabilité du système financier. Ces exigences s'inspirent de normes internationales. Pour permettre à la Banque nationale d'identifier les systèmes d'importance systémique, tous les systèmes de règlement des opérations sur titres ainsi que les systèmes de paiement traitant un montant annuel d'au moins 25 milliards de francs sont soumis à une vaste obligation de renseigner.

Directives générales sur les instruments de politique monétaire

En mai 2004, la Banque nationale suisse a publié pour la première fois des directives générales sur la mise en œuvre de ses instruments de politique monétaire. Les «Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire» s'adressent au public qui est intéressé par ces questions et aux contreparties de la BNS. Disponibles en langues française, allemande et anglaise, elles peuvent être consultées, ainsi que les notes qui les accompagnent, sur le site Internet de la Banque nationale (www.snb.ch, La BNS, Fondements juridiques).

Ces directives générales concrétisent les dispositions de l'art. 9, al. 1, de la nouvelle loi sur la Banque nationale, dispositions qui définissent les opérations que l'institut d'émission peut conclure pour accomplir ses tâches monétaires. Elles précisent en particulier les conditions auxquelles la Banque nationale conclut des opérations et les procédures à observer en la matière. En outre, elles indiquent quelles garanties sont acceptées par la Banque nationale dans ses opérations de politique monétaire.

L'adoption de ces directives générales est liée à une adaptation de la terminologie et des opérations passées par la Banque nationale sur le marché monétaire. Dans ses directives générales, la Banque nationale précise également, et pour la première fois, les conditions auxquelles elle pourrait jouer son rôle de prêteur ultime («lender of last resort») et accorder une aide extraordinaire sous forme de liquidités.

L'adoption de ces directives générales sur les instruments de politique monétaire a eu des répercussions également sur les principales données de politique monétaire que publie la Banque nationale. En effet, cette dernière ne diffuse plus sa situation habituelle, mais publie, le premier jour ouvrable de chaque semaine, des données sur les postes de ses actifs et passifs sur lesquels se répercutent les mesures de politique monétaire, sur ses opérations de politique monétaire, par jour de la semaine écoulée, et sur ses taux d'intérêt de référence.

Directives générales sur la politique de placement

Dans la nouvelle loi sur la Banque nationale suisse, la gestion des réserves monétaires figure expressément, pour la première fois, parmi les tâches assignées à l'institut d'émission. La gestion des réserves monétaires doit obéir à des critères de sécurité, de liquidité et de rendement, mais sans interférer avec la conduite de la politique monétaire, qui reste la tâche prioritaire.

En juin 2004, la Banque nationale a pour la première fois publié des directives générales sur la politique de placement. Les «Directives générales de la Banque nationale suisse sur la politique de placement» s'appliquent à tous les actifs gérés de l'institut d'émission. Disponibles en langues française, allemande et anglaise, elles peuvent être consultées sur le site Internet de la Banque nationale (www.snb.ch, La BNS, Fondements juridiques).

Ces directives générales fixent le cadre dans lequel la Banque nationale peut opérer en matière de placement et rendent ce cadre transparent pour le public. Elles concrétisent les dispositions de l'art. 9, al. 1, de la loi sur la Banque nationale, dispositions qui définissent les opérations que l'institut d'émission peut conclure pour accomplir ses tâches. Elles décrivent en particulier les principes de la politique de placement, les instruments de placement et les processus à suivre en matière de placement et de contrôle des risques.

Dans son rapport de gestion, la Banque nationale donne, aujourd'hui déjà, des informations sur la structure de ses placements. Elle y précise notamment la ventilation selon la monnaie, les parts des diverses catégories de placements ainsi que d'importantes données sur les risques et les rendements. A l'avenir, ces informations chiffrées seront disponibles trimestriellement.

Loi fédérale sur l'aide monétaire internationale

Adoption par les Chambres fédérales

Le 19 mars 2004, le Conseil des Etats et le Conseil national ont adopté la loi fédérale sur l'aide monétaire internationale (LAMO; voir Bulletin trimestriel no 2/2003, p. 119). Le jour précédent, soit le 18 mars, les deux Chambres avaient déjà adopté l'arrêté fédéral sur l'aide monétaire internationale (AAM). Contrairement à la proposition du Conseil fédéral, elles ont limité à cinq ans le crédit-cadre de 2500 millions de francs qui, dans l'arrêté fédéral, est prévu pour le financement d'aides monétaires internationales et introduit une obligation, pour le Conseil fédéral, de faire rapport une fois l'an sur l'utilisation des fonds. Si le délai référendaire de trois mois n'est pas utilisé, la loi et l'arrêté fédéral sur l'aide monétaire internationale pourraient entrer en vigueur au début de l'automne de 2004.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

Visiolink AG, Zurich

Impression

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>

