

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



Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2004 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	Le marché monétaire en francs: instruments et participants Antoine Veyrassat
56	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

La reprise de la conjoncture dans les grandes zones économiques a continué au deuxième trimestre de 2004, à un rythme un peu plus lent. Les exportations sont restées soutenues dans la plupart des pays industrialisés, mais la demande intérieure a perdu de sa vigueur dans nombre de pays. Ce tassement est dû notamment à l'envolée des prix des produits pétroliers, qui a engendré de l'inquiétude aussi bien chez les producteurs que chez les consommateurs. La hausse des prix du pétrole a entraîné une accélération du renchérissement ces derniers mois. Elle ne devrait cependant pas compromettre la reprise de la conjoncture. Les indicateurs avancés annoncent en effet, aux Etats-Unis comme en Europe, une poursuite de la reprise au second semestre.

En Suisse, l'économie a évolué favorablement. Le redressement, amorcé au second semestre de 2003 grâce aux exportations, s'est étendu à d'autres composantes de la demande. Au deuxième trimestre, le PIB réel dépassait de 1,6%, en taux annualisé, son niveau de la période précédente. Sa croissance a ainsi été légèrement inférieure à celle du début de l'année. En comparaison annuelle, le PIB réel a progressé de 2%. Cette évolution a largement correspondu aux attentes de la BNS. Sur le marché du travail cependant, le revirement de tendance a continué à se faire attendre. Après une stabilisation au semestre d'hiver 2003/2004, le nombre des personnes occupées a diminué légèrement du premier au deuxième trimestre; il s'établissait ainsi à son niveau du deuxième trimestre de 2003. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est resté à 3,9%, et celui des demandeurs d'emploi, à 5,6%.

Le 16 septembre 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 0,25%–1,25%. 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 0,75%. Après cette deuxième hausse de 25 points de base, le Libor à trois mois a retrouvé son niveau d'avant la baisse de mars 2003, baisse qui était intervenue à la suite de tendances à la déflation. La BNS a montré ainsi sa confiance dans la poursuite de l'amélioration de la conjoncture. Sa politique monétaire reste expansionniste et soutient la reprise économique.

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

Il ressort des entretiens menés avec près de 150 entreprises que la conjoncture, dans le creux de la vague il y a un an, est plus optimiste cet été. La reprise économique a continué à se consolider ces derniers mois. De l'avis des entreprises, elle n'a cependant pas gagné en vigueur et reste modérée. Les perspectives conjoncturelles se sont encore améliorées pour les mois à venir. A moyen terme, il semble toutefois que l'incertitude ait augmenté. La hausse massive des prix des produits pétroliers et la concurrence sensiblement plus vive qui vient de l'étranger ont sans doute contribué à cette évolution.

Le marché monétaire en francs: instruments et participants (p. 42)

Sur le marché monétaire, des placements sont faits à court terme, et des fonds sont levés à court terme. Ce marché porte en général uniquement sur des transactions dont la durée n'excède pas douze mois. Les banques sont les principaux opérateurs sur le marché monétaire, mais la Banque nationale y joue aussi un rôle important, ne serait-ce que sur le marché des pensions de titres. Les opérateurs recourent aux instruments du marché monétaire pour la gestion à court terme des liquidités, la couverture de risques ou la prise de positions spéculatives. Les taux d'intérêt très bas, en 2003, ont conduit à un ralentissement de l'activité sur le marché monétaire en francs. En revanche, plusieurs nouveautés apparues ces dernières années ont dynamisé le marché. Ainsi, les pensions de titres et les opérations sur produits dérivés ont marqué une nette expansion. Les banques tiennent de plus en plus compte de l'importance des garanties («collateral») couvrant les risques de crédit et de liquidité. Le rôle croissant des pensions de titres dans la gestion des liquidités à court terme induit un déclin des dépôts sans couverture. Le marché monétaire en francs est doté d'une infrastructure moderne grâce à la plate-forme de négoce électronique «Eurex Repo», aux prestations tripartites de la SIS et au SIC; cette infrastructure permet un déroulement efficace des pensions de titres. Etant donné le rôle du franc sur le plan international, il est probable que des banques domiciliées à l'étranger, déjà très actives sur le marché monétaire, dans les opérations sur produits dérivés, participent à l'avenir davantage au marché interbancaire des pensions de titres.

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-septembre 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 septembre 2004.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Demande globale et production
20	2.2 Utilisation des capacités de production
22	2.3 Marché du travail
23	2.4 Prix des biens
26	3 Evolution monétaire
26	3.1 Evolution des taux d'intérêt
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
32	3.4 Agrégats monétaires
34	3.5 Crédits
35	4 La prévision d'inflation de la BNS
35	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation pour la période allant du 3 ^e trimestre de 2004 au 2 ^e trimestre de 2007
36	Encadré: La prévision d'inflation, un 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 septembre 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 16 septembre 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

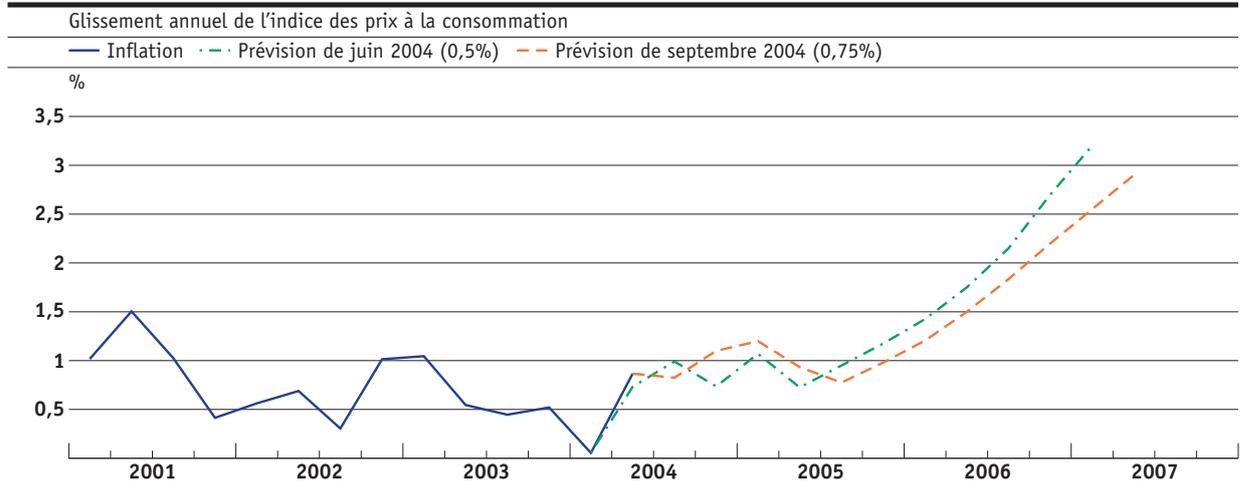
Dans les grandes zones économiques, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au deuxième trimestre de 2004, mais à un rythme légèrement moins vigoureux. L'économie suisse a elle aussi évolué favorablement; la reprise qu'elle a amorcée au deuxième semestre de 2003, grâce aux exportations, s'est étendue à d'autres composantes de la demande. Du premier au deuxième trimestre, le PIB réel a augmenté de 1,6% en taux annualisé, soit à peine moins qu'au début de l'année. En comparaison annuelle, il a progressé de 2%. Cette évolution a largement correspondu aux attentes de la BNS.

Le 16 septembre 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 0,25%-1,25%. 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 0,75%. Après cette deuxième hausse de 25 points de base, le Libor à trois mois a retrouvé son niveau d'avant la baisse de mars 2003, baisse qui était intervenue à la suite de tendances à la déflation. La BNS a ainsi montré sa confiance dans la poursuite de l'amélioration de la conjoncture. Sa politique monétaire reste expansionniste et soutient la reprise économique.

Pour 2004, la BNS table toujours sur une croissance du PIB réel de près de 2%. La hausse du prix du pétrole accroît le renchérissement à court terme, mais ne représente pas de menace pour la conjoncture. La BNS s'attend, pour les deux prochaines années, à une croissance durable, soutenue par une progression de la demande tant intérieure qu'étrangère. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités de production tendra à augmenter, tandis que le chômage diminuera lentement. La hausse du taux d'utilisation des capacités de production se traduira à moyen terme par un renforcement des tensions inflationnistes.

Selon la prévision d'inflation établie en septembre sur la base d'un Libor à trois mois de 0,75%, le renchérissement annuel moyen devrait s'inscrire à 0,7% cette année, puis passer à 1% en 2005 et à 1,7% en 2006. Par rapport à la prévision faite en juin avec un Libor à trois mois constant de 0,5%, on note deux différences. Selon la prévision la plus récente, l'inflation est plus élevée, jusqu'au deuxième trimestre de 2005, que celle qui ressort de la prévision de juin et ce, pour cause de hausse du prix du pétrole. L'inflation prévue – deuxième différence – passe au-dessus de la barre des 2% à partir du quatrième trimestre de 2006, mais moins fortement que ce que laissait présager la prévision de juin. Le resserrement des rênes monétaires, en septembre, contribue donc à modérer les perspectives d'inflation. Comme l'a déjà montré la prévision de juin, la politique monétaire reste néanmoins trop expansionniste à moyen ou long terme. On peut donc en déduire que la BNS devra probablement durcir encore sa politique monétaire, au cours des trois prochaines années, pour assurer la stabilité des prix.

Prévisions d'inflation de juin 2004, avec Libor à 0,5%, et de septembre 2004, avec Libor à 0,75%



Prévision d'inflation de septembre 2004 avec Libor à 0,75%

	2004	2005	2006
Inflation annuelle moyenne en %	0,7	1,0	1,7

1 Environnement international

Au deuxième trimestre de 2004, la reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme légèrement affaibli. Les exportations sont restées soutenues dans la plupart des pays industrialisés, mais la demande intérieure a perdu de sa vigueur dans nombre de pays. Son tassement est dû à la hausse des prix des produits pétroliers, qui a provoqué de l'inquiétude aussi bien chez les producteurs que chez les consommateurs. L'évolution du prix du pétrole a entraîné une accélération du renchérissement ces derniers mois, mais elle ne devrait pas remettre la reprise conjoncturelle en question. Tant aux Etats-Unis qu'en Europe, les indicateurs avancés laissent à entendre que la reprise se poursuivra au second semestre.

Ralentissement passager de la croissance aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB réel a faibli par rapport à la période précédente, passant de 4,5% (en taux annualisé) au premier trimestre à 2,8% au deuxième trimestre. La progression plus lente de la consommation privée a tiré la croissance vers le bas. De vigoureuses impulsions ont cependant découlé encore des investissements et des exportations. Soutenue par une augmentation robuste des revenus, la consommation privée devrait connaître une accélération au troisième trimestre. Les indices des directeurs d'achats, toujours à des niveaux élevés, laissent eux aussi présager une poursuite de l'expansion économique.

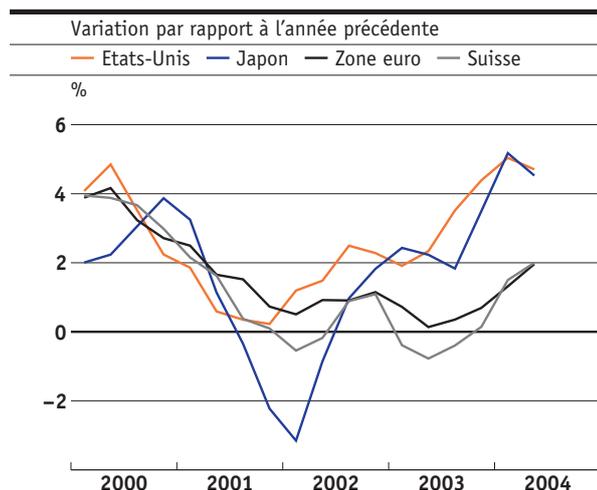
Lente reprise dans la zone euro – Croissance vigoureuse au Royaume-Uni

En taux annualisé, le PIB réel de la zone euro s'est accru de 2,1% au deuxième trimestre, contre 2,6% au trimestre précédent. Les exportations ont augmenté fortement, mais la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, a perdu de sa vigueur. L'évolution favorable de la demande étrangère n'a cependant guère stimulé les investissements. Les enquêtes les plus récentes ne font apparaître que peu de signes de reprise des investissements. En outre, la demande de biens de consommation pâtit de la situation toujours mauvaise sur les marchés du travail.

Dans la première moitié de 2004, l'écart s'est creusé entre les conjonctures allemande et française. La France a bénéficié d'une croissance vive et reposant sur une large assise (2,8%), alors que l'Allemagne a continué sur la voie d'une reprise modeste, portée uniquement par les exportations (1,9%).

A l'inverse de l'évolution observée aux Etats-Unis et dans la zone euro, la croissance économique s'est accélérée au Royaume-Uni au deuxième trimestre (3,8%). Le durcissement de la politique monétaire, amorcé en novembre 2003, devrait toutefois apaiser ces prochains trimestres la surchauffe régnant sur le marché du logement et, partant, modérer l'expansion de l'activité économique.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

Tassement de la croissance au Japon

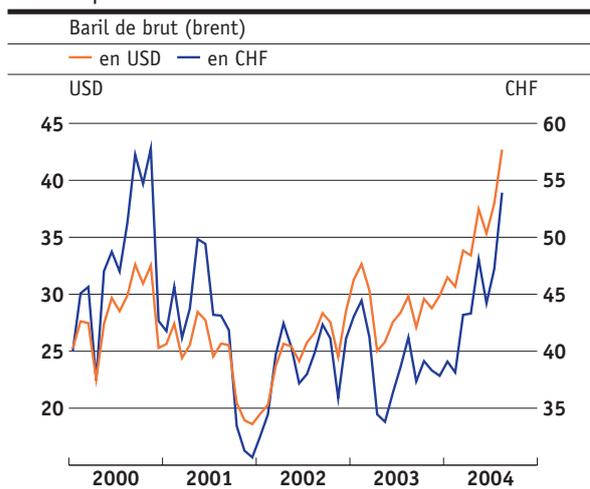
Très vive au premier trimestre, la croissance de l'économie japonaise a nettement faibli au deuxième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 1,3% en taux annualisé, après 6,4% au premier trimestre. Les investissements ont été particulièrement touchés par ce tassement. Les indicateurs avancés annoncent, pour les mois à venir, une reprise robuste de la conjoncture, même si les taux de croissance n'atteindront probablement pas leur niveau élevé du début de l'année.

Accélération du renchérissement à la suite de la hausse du prix du pétrole

Entre mai et août, le prix du pétrole s'est accru fortement. En août, le baril de brut (brent) valait en moyenne 42,2 dollars et dépassait ainsi de 43% le prix observé un an auparavant. Cette hausse, contrairement à celle de 2003, n'a pas été atténuée par un affaiblissement du dollar, de sorte que le renchérissement s'est accéléré dans la plupart des pays industrialisés.

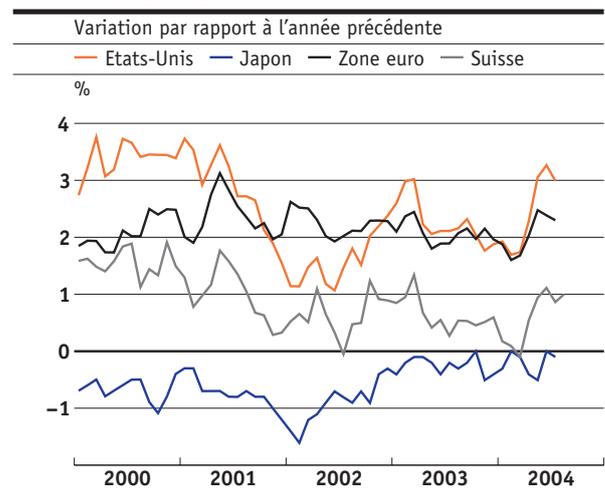
Les taux annuels de renchérissement – prix à la consommation – ont augmenté, passant entre février, leur niveau le plus bas, et juillet de 1,7% à 3% aux Etats-Unis et de 1,6% à 2,4% dans la zone euro. Au Japon, par contre, la légère tendance à la déflation s'est maintenue. Abstraction faite des prix de l'énergie, le renchérissement n'a cependant progressé que faiblement dans la majorité des pays industrialisés. Au niveau des prix à la production, il est également resté dans l'ensemble modéré.

Graphique 1.2
Prix du pétrole



Source: BNS

Graphique 1.3
Prix à la consommation



Source: BRI

Relèvements des taux directeurs aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

Ainsi qu'elle l'avait annoncé il y a un certain temps déjà, la banque centrale américaine a durci graduellement sa politique monétaire à partir du milieu de l'année. Elle a porté le taux de l'argent au jour le jour de 1% à 1,5% en deux étapes, l'une à fin juin et l'autre à mi-août. Etant donné que les risques auxquels est exposée la conjoncture sont équilibrés et que le renchérissement sous-jacent reste faible, la banque centrale des Etats-Unis a estimé en effet approprié de réduire peu à peu le caractère expansionniste de sa politique monétaire. La Banque d'Angleterre a poursuivi la stratégie de relèvement graduel des taux directeurs qu'elle applique depuis novembre 2003. A la mi-août, elle a procédé à sa cinquième hausse consécutive (+0,25 point), amenant son taux directeur à 4,75%.

Se fondant sur des perspectives de croissance et d'inflation inchangées à moyen terme, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu à 2% le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Elle a toutefois laissé entendre qu'elle augmenterait ses taux directeurs dès que la reprise conjoncturelle sera raffermie.

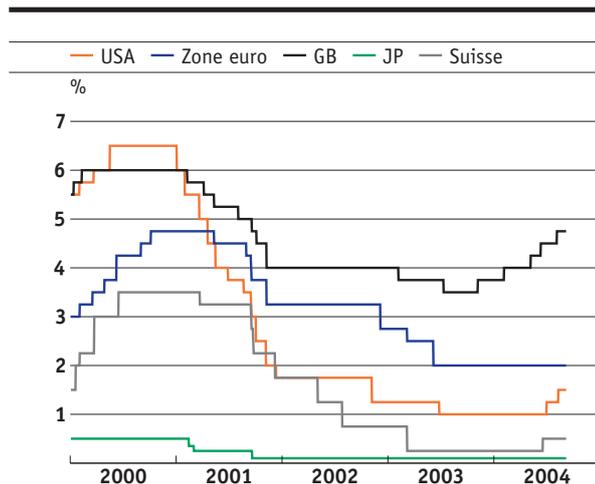
Perspectives conjoncturelles toujours favorables

Les perspectives conjoncturelles à moyen terme restent favorables; en 2005, la croissance dans les pays industrialisés devrait toutefois être inférieure au rythme de 2004. Le nouveau resserrement de la politique monétaire qui est attendu aux Etats-Unis et l'arrivée à terme des mesures fiscales prises pour soutenir la conjoncture devraient modérer la croissance de l'économie américaine. Si le prix du pétrole se maintient à son niveau actuel, il aura sans doute également des effets modérateurs sur l'économie mondiale.

Selon les prévisions publiées au mois d'août par Consensus Economics, la croissance du PIB aux Etats-Unis devrait perdre presque un point par rapport à 2004 et s'établir à 3,5%. Au Japon également, on s'attend à une croissance moins forte. Quant à la zone euro, elle devrait connaître une croissance inchangée (2,2%). Pour 2005, les prévisions consensuelles concernant la plupart des pays sont légèrement moins optimistes que les pronostics du FMI et que les hypothèses retenues par la BNS pour ses prévisions d'inflation de septembre 2004 (voir chapitre 4).

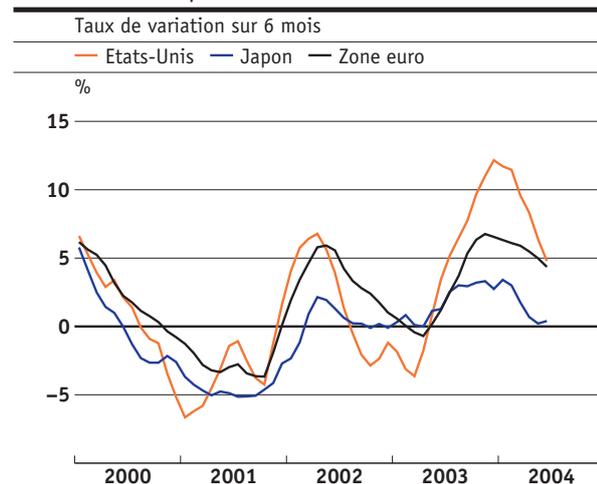
Selon les prévisions consensuelles toujours, les pressions à la hausse sur les prix devraient faiblir en 2005. Dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception du Royaume-Uni, le taux annuel de renchérissement sera inférieur à celui de 2004. Ce repli repose sur l'hypothèse d'une stabilisation du prix du pétrole, d'où un effet de base qui modèrera le renchérissement en 2005.

Graphique 1.4
Taux d'intérêt officiels



Sources: BRI et BNS

Graphique 1.5
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	FMI		Prévisions consensuelles ³		FMI		Prévisions consensuelles ³	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Etats-Unis	4,3	3,5	4,4	3,6	3,0	3,0	2,7	2,4
Japon	4,4	2,3	4,3	1,9	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Zone euro	2,2	2,2	1,8	2,1	2,1	1,9	2,1	1,8
Allemagne	2,0	1,8	1,8	1,6	1,8	1,3	1,6	1,3
France	2,6	2,3	2,3	2,1	2,4	2,1	2,2	1,7
Italie	1,4	1,9	1,1	1,9	2,1	2,0	2,3	2,1
Royaume-Uni	3,4	2,5	3,3	2,6	1,6	1,9	2,3	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 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

Sources: FMI: Perspectives de l'économie mondiale (septembre 2004); prévisions consensuelles: Survey d'août 2004

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Poursuite de la croissance économique

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie à un rythme légèrement plus faible au deuxième trimestre de 2004. Le PIB réel a augmenté de 1,6%, en taux annualisé, d'un trimestre à l'autre, après avoir progressé de 2%, en chiffre révisé, au premier trimestre. En comparaison annuelle, la croissance a passé de 1,5% à 2%.

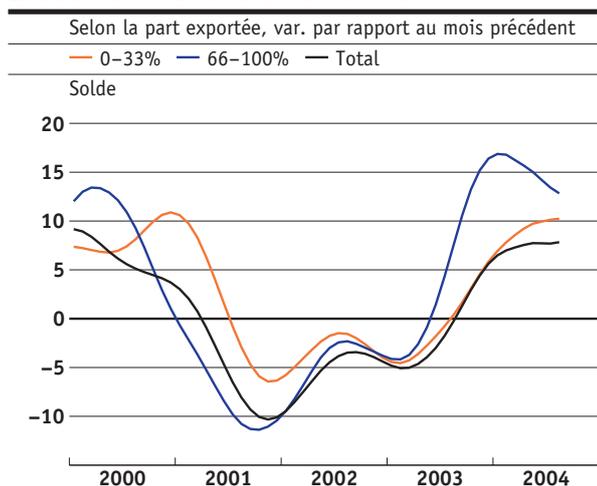
Contrairement au premier trimestre, les impulsions principales sont venues de la demande intérieure, car tant la consommation privée que les investissements ont évolué favorablement. Par contre, les exportations de biens et de services ont diminué quelque peu par rapport au premier trimestre; des facteurs spéciaux y ont contribué en partie. Comme les importations ont augmenté dans le même temps, la contribution du commerce extérieur a été négative.

Continuation de la reprise dans l'industrie

Dans l'industrie, la situation s'est encore améliorée ces derniers mois. Du premier au deuxième trimestre, la production industrielle a augmenté de près de 4% en taux annualisé; en outre, elle dépassait de 4,8% son niveau de la période correspondante de 2003. Selon l'enquête mensuelle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) a menée dans l'industrie, les entrées et carnets de commandes ainsi que la production ont continué à progresser jusqu'en juillet, aussi bien en comparaison annuelle que par rapport aux mois précédents. La reprise reposait sur une large assise. Elle n'a toutefois pas gagné en dynamisme au cours des derniers mois. L'industrie d'exportation a été particulièrement touchée par cette évolution, les entrées de commandes ayant marqué un léger ralentissement d'avril à juillet.

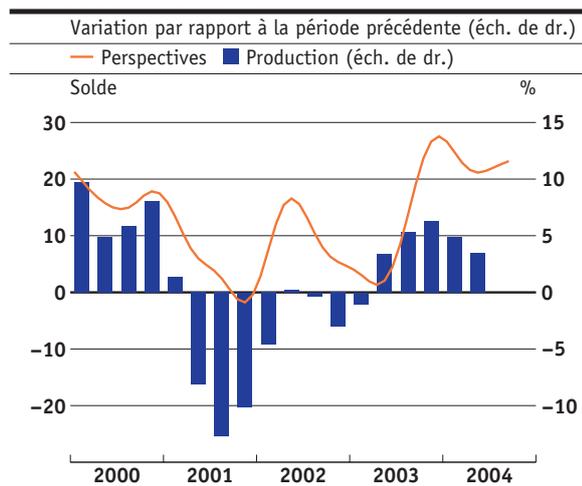
Les entreprises restent cependant optimistes pour les prochains mois. Elles s'attendent encore à des commandes en hausse et prévoient un accroissement de la production ainsi que des achats de produits intermédiaires. Contrairement à l'évolution du début de l'année, les entreprises axées sur le marché intérieur se sont montrées un peu plus optimistes que celles de l'industrie d'exportation.

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF)

Graphique 2.2
Production industrielle



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

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2000	2001	2002	2003	2002		2003				2004	
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Consommation privée	2,3	2,0	0,3	0,5	0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,4	1,4	1,7	1,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,6	4,2	3,2	1,4	4,2	2,7	1,7	1,7	0,9	1,4	1,8	1,4
Formation de capital fixe	4,3	-3,1	0,3	-0,3	2,6	2,0	0,9	-3,2	-1,7	2,8	2,8	9,0
- Construction	2,7	-3,4	2,2	1,8	2,6	1,8	1,2	0,8	1,8	3,3	4,8	4,9
- Biens d'équipement	5,5	-2,9	-1,1	-2,0	2,4	1,9	0,5	-6,4	-4,6	2,2	1,1	13,6
Demande intérieure finale	2,8	1,0	0,7	0,4	1,4	0,8	0,3	-0,5	-0,1	1,8	2,0	3,6
Demande intérieure¹	2,1	2,3	-0,8	0,2	-0,6	-0,3	1,9	-2,7	0,0	1,7	-0,4	3,4
Exportations totales	12,2	0,2	-0,2	0,0	2,5	4,2	-1,2	-1,5	-0,2	2,8	7,5	4,2
- Marchandises ²	11,9	3,7	0,3	0,7	3,4	3,6	-0,2	-1,0	0,0	3,9	7,9	4,8
- Services	13,6	-2,8	-3,8	0,6	-3,6	0,6	-3,5	-1,0	2,2	4,6	4,9	2,3
Demande globale	5,2	1,7	-0,6	0,1	0,4	1,1	0,9	-2,3	-0,1	2,1	1,9	3,6
Importations totales	9,6	3,2	-2,8	1,4	-1,3	0,7	3,2	-4,8	1,0	6,2	3,1	6,3
- Marchandises ²	9,7	1,6	-2,2	2,7	-1,7	-1,0	3,7	-4,9	2,8	9,3	3,2	9,4
- Services	5,9	11,2	-1,7	-1,4	-3,0	-3,9	-1,5	-0,4	-1,6	-2,2	-0,5	-0,1
PIB	3,6	1,0	0,3	-0,4	0,9	1,1	-0,4	-0,8	-0,4	0,1	1,5	2,0

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

2 Sans les MPPAA

Source: seco

Reprise de la conjoncture sur une assise plus large

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 robuste de l'économie. Les impulsions sur la conjoncture avaient d'abord émané presque exclusivement de l'industrie d'exportation et de la construction de logements. Les entreprises du secteur des services jugent maintenant favorablement l'évolution des affaires et les perspectives économiques (voir l'Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale, Bulletin trimestriel n° 3/2004).

Ralentissement dans les exportations de biens

En volume, les exportations dépassaient, au deuxième trimestre, de 4,2% leur niveau de la période correspondante de 2003. Le léger ralentissement d'un trimestre à l'autre a découlé avant tout de l'évolution des exportations de biens. Dans les exportations de services, par contre, le repli n'a été que très faible, du fait des recettes accrues tirées du tourisme et de l'industrie financière.

Le recul des exportations de biens qui ressort de l'estimation trimestrielle du PIB ne se reflète pas dans les données mensuelles relatives à ces exportations (voir graphique 2.3). Les exportations de biens ont continué à croître, mais à un rythme plus faible qu'aux trimestres précédents. Ce tassement s'explique surtout par l'évolution négative observée dans

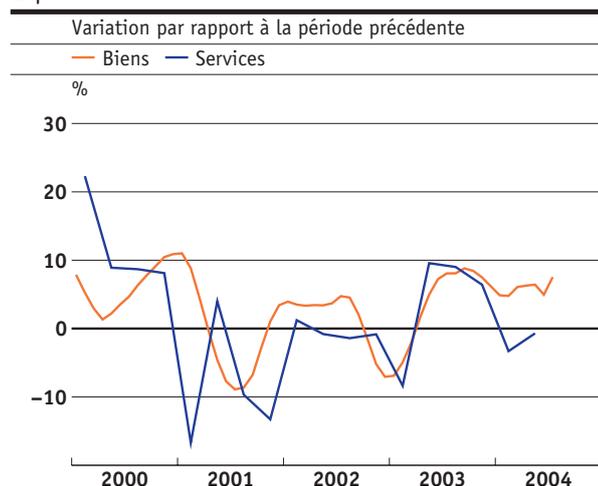
deux groupes de produits. Les exportations de médicaments et de produits chimiques, qui représentent près de 30% du total des exportations de biens, ont diminué. En outre, les livraisons d'avions à l'étranger ont été moins élevées qu'au premier trimestre. En revanche, les exportations de biens d'équipement ont progressé, comme au premier trimestre, dans une mesure légèrement supérieure à la moyenne. En juillet et en août, la croissance des exportations s'est, semble-t-il, accélérée de nouveau.

Alors que la demande émanant des Etats-Unis et de la zone asiatique est restée vigoureuse, celle des 25 pays de l'UE a continué d'être peu soutenue. Les livraisons à la France et à l'Italie ont marqué une nette augmentation, mais les exportations vers l'Allemagne et le Royaume-Uni ont stagné. Quant aux ventes à l'Europe du Sud et de l'Est, elles ont même régressé.

Importations de nouveau en hausse

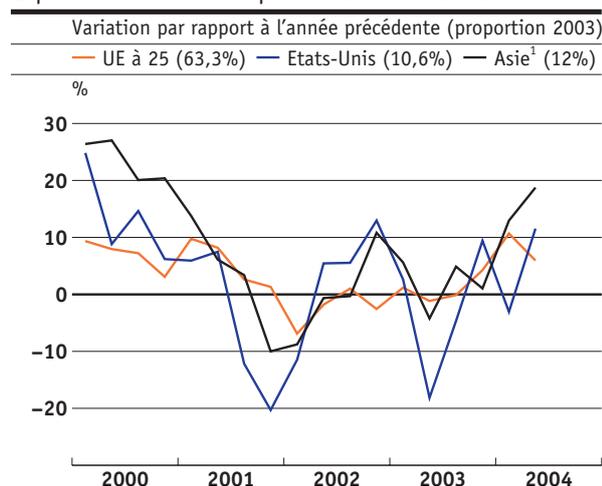
Après un repli au premier trimestre, les importations ont de nouveau augmenté au deuxième trimestre; elles dépassaient de 6,3% leur niveau de la période correspondante de 2003. Les importations de biens ont joué le rôle de principal moteur, notamment du côté des biens de consommation. Quant aux importations de services, elles ont quasiment stagné; en particulier, le recul des dépenses occasionnées par des transports à l'étranger n'a pas été négligeable. En juillet et en août, l'expansion des importations de biens s'est accélérée.

Graphique 2.3
Exportations



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

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



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

Léger affaiblissement du mouvement de hausse de la consommation privée

Au deuxième trimestre, la consommation privée est restée un soutien important de la conjoncture. En comparaison annuelle, elle a progressé de 1,9%. La consommation, toujours aussi robuste, s'est également reflétée dans les importations de biens de consommation, qui ont augmenté de 8,4% par rapport au deuxième trimestre de 2003; ce mouvement de hausse s'est poursuivi en juillet.

Après avoir progressé fortement au premier trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont enregistré un ralentissement de leur croissance au trimestre suivant; ils dépassaient de 1,3% leur niveau de la période correspondante de 2003. La demande de biens de consommation durables, tels les montres, les bijoux et les aménagements du logement, est demeurée vigoureuse. Mais les immatriculations de voitures se sont inscrites 1% au-dessous de leur niveau du deuxième trimestre de 2003.

Dans le tourisme, la demande intérieure s'est renforcée quelque peu. Malgré des conditions climatiques peu propices, le nombre des nuitées de la clientèle suisse était, au deuxième trimestre, légèrement supérieur à celui de la période correspondante de 2003.

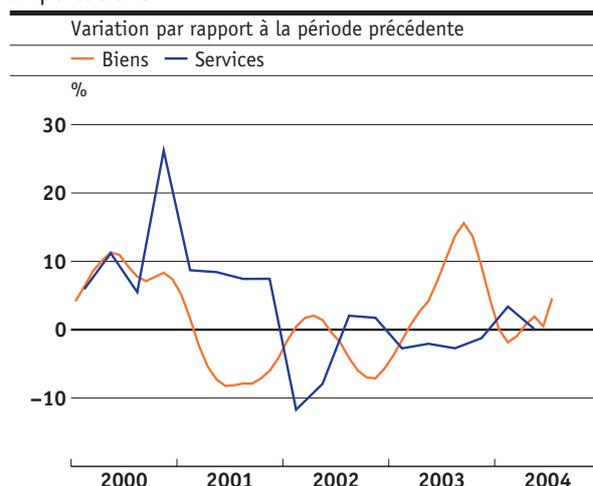
Climat de consommation presque inchangé

L'indice du climat de consommation s'est amélioré légèrement en juillet par rapport à l'enquête d'avril, puisqu'il a passé à -12 points. Ainsi, la confiance des consommateurs n'a quasiment pas varié, les ménages estimant que l'économie a évolué un peu plus favorablement, mais que leur situation financière s'est très légèrement détériorée en l'espace de trois mois. Quant aux incertitudes liées à l'emploi, elles ont continué à s'atténuer.

Perspectives toujours bien orientées

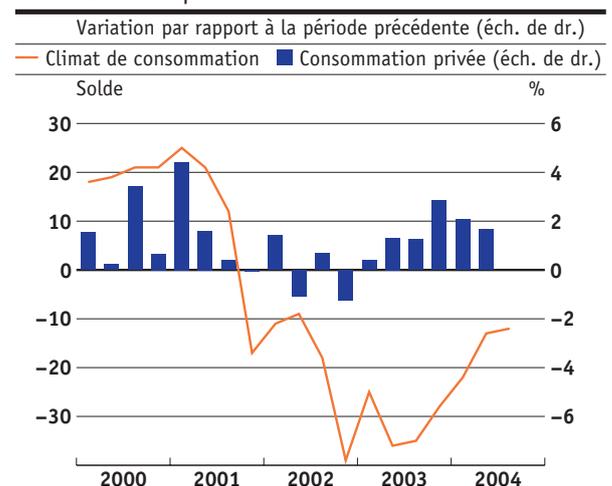
Les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) confirment l'impression d'une croissance robuste de la consommation. En juillet et en août, le commerce de détail a porté une appréciation de plus en plus favorable aussi bien sur la marche des affaires que sur les perspectives pour le semestre à venir. Il ressort de l'enquête menée au deuxième trimestre dans la restauration et l'hébergement que l'hôtellerie s'est montrée plus optimiste au sujet de la demande intérieure, de sorte qu'il faut s'attendre à une poursuite de la reprise dans le tourisme.

Graphique 2.5
Importations



Sources: AFD et seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

La consommation est soutenue actuellement par des achats de rattrapage dans les biens de consommation durables. Cet effet s'atténuera probablement en 2005. En revanche, le climat de consommation devrait profiter de l'amélioration sur le marché de l'emploi. La Banque nationale s'attend à ce que les revenus nominaux des salariés augmentent de 2,6% en 2005 (1,7% en 2004), du fait de cette amélioration.

Soutien venant de la construction de logements

Outre la consommation privée, les investissements en constructions ont eux aussi contribué à l'évolution positive de l'économie au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, ils ont progressé de 4,9%. Comme précédemment, les impulsions ont toutefois découlé presque exclusivement de la construction de logements. Le nombre des logements en construction dépassait, au deuxième trimestre, de 13% le niveau de la période correspondante de 2003. Selon l'enquête trimestrielle de la Société suisse des entrepreneurs, les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services se sont stabilisées après deux années très peu soutenues, alors que le génie civil a continué son mouvement de recul.

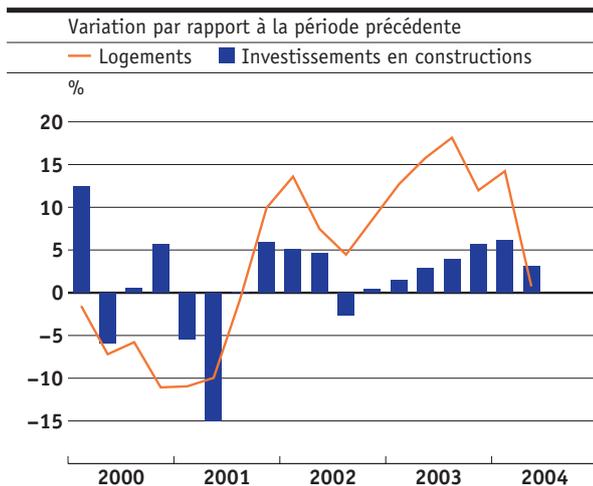
Bénéficiant de conditions d'intérêt favorables, la construction de logements a connu une forte expansion depuis début 2003. Selon la statistique publiée en août par l'Office fédéral de la statistique (OFS), les investissements dans la construction de logements se sont accrus de 16,6% en 2003. La réserve de travail étant élevée dans ce segment, on peut s'attendre à ce que l'activité reste vigoureuse jusqu'à la

fin de l'année. La construction de logements devrait toutefois perdre de son dynamisme en 2005, en raison de l'offre de logements qui s'est éteinte dans l'intervalle et du chiffre en hausse des logements locatifs vacants¹. La progression de l'emploi dans les services a tendance à stimuler les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Mais les investissements dans ce compartiment subiront cependant un coup de frein à cause du taux de vacance qui s'élève toujours à près de 10%.

Reprise tardant à venir dans les investissements en biens d'équipement

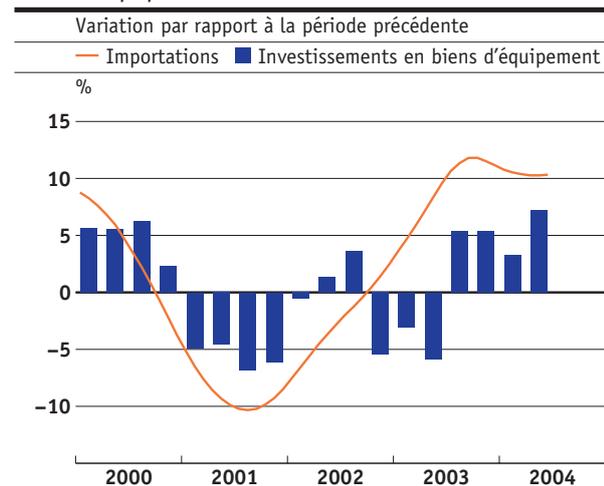
Après avoir progressé faiblement au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement ont augmenté, au deuxième trimestre, de 7,2% en taux annualisé; ils dépassaient ainsi de 13,6% leur niveau de la période correspondante de 2003. L'accroissement s'explique, pour l'essentiel, par des achats d'avions en hausse. Abstraction faite de cette catégorie, les investissements des entreprises ont été nettement plus modérés qu'au cours des précédentes phases de reprises conjoncturelles. Cela est dû en partie à l'évolution des investissements des années 2001 à 2003, qui, selon les données révisées des comptes nationaux, n'ont diminué que dans une faible mesure. Il s'avère que le potentiel de rattrapage est plus faible que ce qui était supposé jusque-là. On peut cependant escompter une reprise des investissements en biens d'équipement vers la fin de l'année. En effet, des impulsions positives proviennent de l'augmentation du taux d'utilisation des capacités techniques, de l'amélioration de la situation bénéficiaire et du bas niveau des taux d'intérêt.

Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS et seco

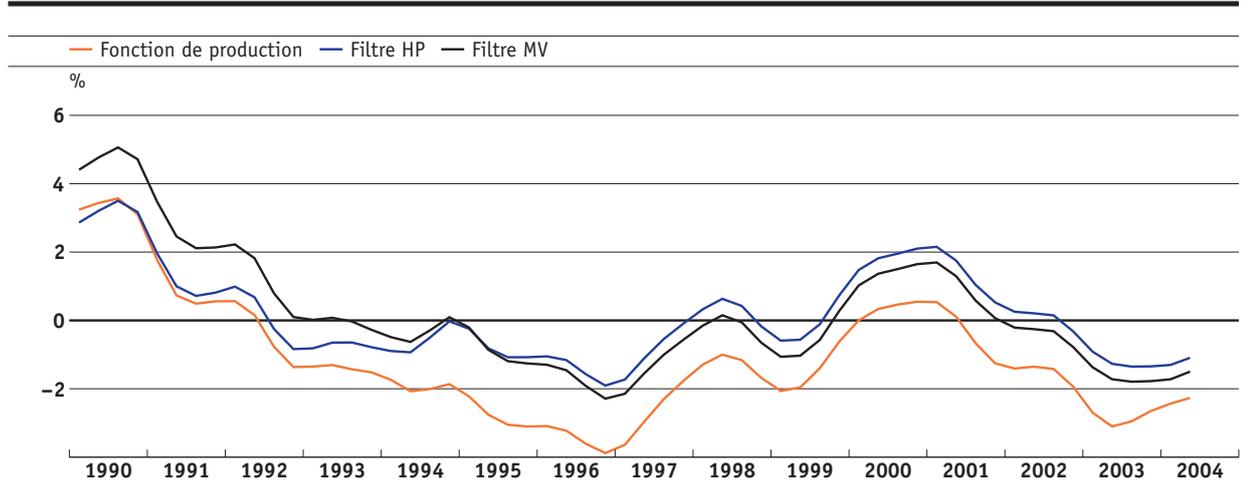
Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

1 Source: Wüest & Partner

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Toujours pas de revirement de tendance sur le marché du travail

Sur le marché du travail, le revirement de tendance a continué à se faire attendre. Après une stabilisation au semestre d'hiver 2003/2004, le nombre des personnes occupées a diminué de 0,4%, en taux annualisé, du premier au deuxième trimestre; il s'établissait ainsi à son niveau du deuxième trimestre de 2003.

L'évolution de l'emploi a varié d'un secteur à l'autre. Dans les services, la légère croissance de l'emploi, depuis quatre trimestres, s'est poursuivie à un rythme d'environ 1% en taux annualisé. Par contre, le recul s'est accentué dans l'industrie (-2% en taux annualisé). L'emploi a fléchi encore plus fortement dans la construction (-4,6%). La production ayant augmenté dans l'industrie comme dans la construction, ces deux secteurs ont ainsi enregistré de substantiels gains de productivité.

Ces évolutions sectorielles se sont reflétées également dans la ventilation de l'emploi selon le taux d'occupation. Le nombre des emplois à plein temps – la proportion d'emplois à plein temps est forte dans l'industrie et la construction – a fléchi sensiblement au deuxième trimestre. Le travail à temps partiel, répandu principalement dans le secteur des services, a quant à lui progressé. Au total, le volume de travail, mesuré en heures, a diminué de 0,7%, en taux annualisé, du premier au deuxième trimestre.

Chômage inchangé

Après avoir régressé au début de l'année, le nombre des chômeurs a augmenté de nouveau légèrement. Le taux de chômage a ainsi passé de 3,6% en juin à 3,7% en août (avril: 3,9%). En données corrigées des variations saisonnières, il est resté stable à 3,9%, et le taux des demandeurs d'emploi a stagné à 5,6%.

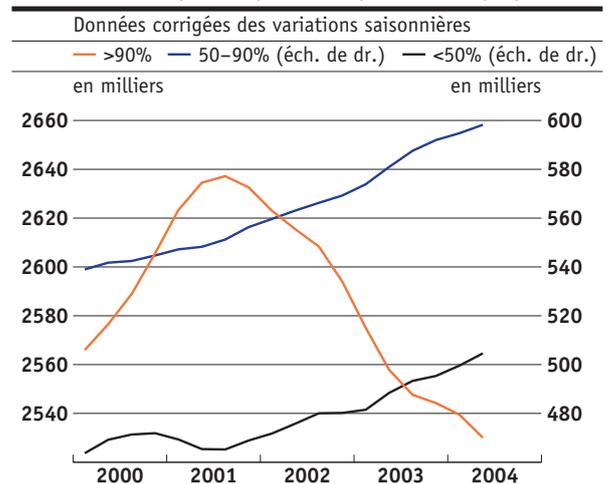
Dans les trois grandes régions de la Suisse, le chômage a évolué de manière inégale. Au Tessin et en Suisse romande, le taux de chômage a continué à augmenter pour atteindre respectivement 4,6% et 5,2%. En Suisse alémanique, il est resté stable à 3,5%.

Perspectives peu prometteuses

Après une légère amélioration au début de l'année, les perspectives en matière d'emploi ont évolué dans un sens décevant au deuxième trimestre. L'indice Manpower – il mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux – a stagné. Au deuxième trimestre, l'indice des places vacantes, établi par l'OFS, n'a progressé que légèrement. En outre, selon les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), les entreprises du commerce de détail et de l'industrie estimaient que leurs effectifs étaient toujours trop élevés. La situation a évolué plus favorablement dans la construction ainsi que dans la restauration et l'hébergement, qui ont annoncé un besoin accru de main-d'œuvre.

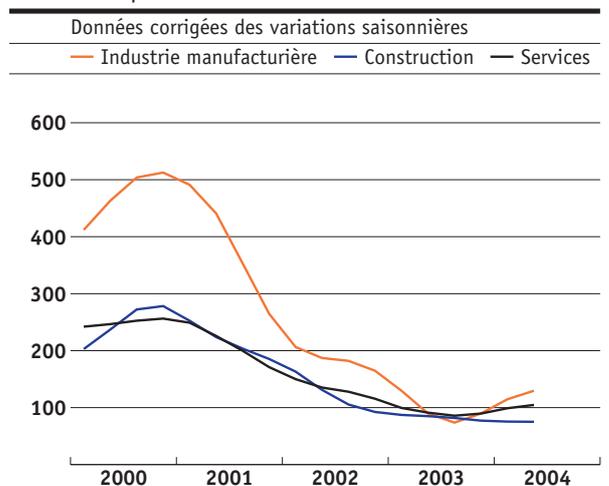
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



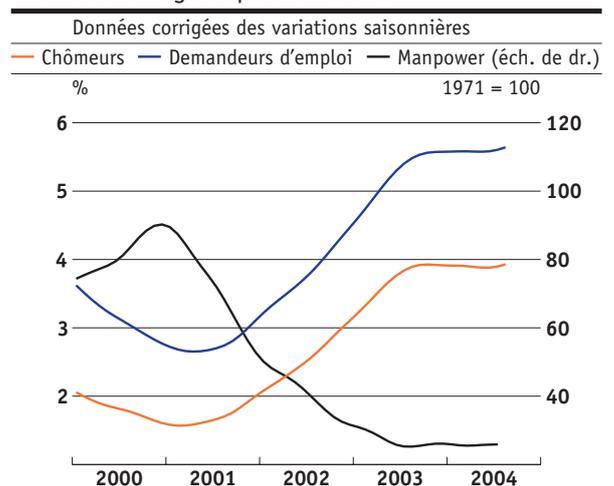
Graphique 2.12

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 des biens

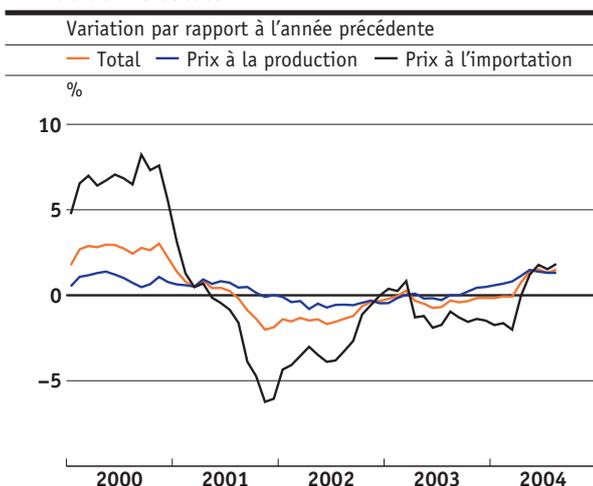
Légère hausse des prix à la production et à l'importation

Entre mai et août, 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, ne se sont que légèrement renforcées. La baisse des prix des produits importés a pris fin en avril, puis le taux annuel de renchérissement de ces produits a augmenté pour s'inscrire à 1,8% en août. Des hausses de prix particulièrement fortes ont été observées pour les produits pétroliers et les produits métallurgiques. En revanche, le recul des prix des biens d'équipement importés s'est poursuivi, mais à un rythme plus lent. De plus, le taux annuel de renchérissement au niveau des prix à la production a faibli de 0,1 point, entre mai et août, pour s'établir à 1,3%. Une nouvelle fois, la hausse des prix a été plus forte du côté des biens destinés au marché intérieur que de celui des biens devant être exportés.

Prix à la consommation – Renchérissement stable

Comme la BNS l'avait prévu en juin 2004, le renchérissement annuel, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, a fluctué autour de 1% entre mai et août. Il s'établissait à 1% en août, contre 0,9% en mai. Alors que le renchérissement des marchandises et services d'origine suisse n'a guère varié, la hausse des prix des biens de consommation importés a fluctué considérablement du fait des fortes variations des prix des produits pétroliers.

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



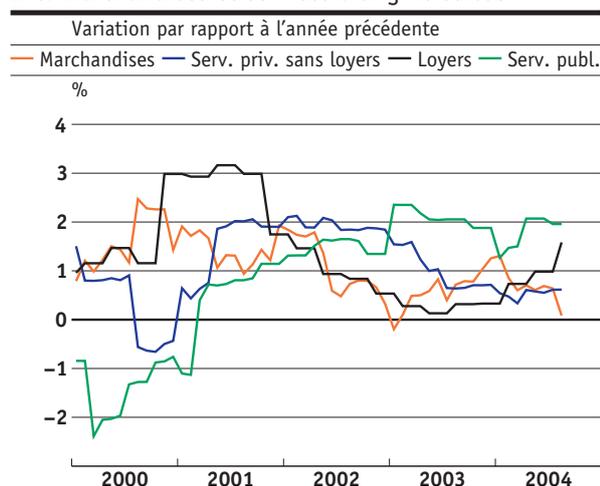
Source: OFS

Renchérissement intérieur presque inchangé

De mai à août, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse a augmenté de 0,1 point, passant à 0,9%. Cette légère hausse s'explique principalement par la forte augmentation des loyers des logements, lesquels constituent environ le quart du panier des biens suisses. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, s'est accru de 0,9% entre mai et août. Ainsi, le renchérissement annuel des loyers s'est accéléré de 0,6 point pour atteindre 1,6%. L'OFS estime toutefois que la hausse des loyers est due pour moitié environ à l'actualisation de l'échantillonnage pour l'enquête sur les loyers. L'enquête a porté sur un nombre accru de logements plus récents, dont les loyers sont souvent plus élevés. Comme l'échantillon est renouvelé d'un huitième chaque trimestre, il faut s'attendre à des répercussions qui seront encore sensibles ces deux prochains trimestres, puis faibliront progressivement.

Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement annuel est resté inchangé à 0,6% entre mai et août. En outre, la hausse en un an des prix des services publics s'est repliée légèrement, passant à 2%. Le renchérissement des marchandises d'origine suisse a en revanche diminué sensiblement pour s'établir à 0,1%. De substantielles baisses de prix pour plusieurs denrées alimentaires, en particulier pour des produits frais, ont joué un rôle déterminant dans cette évolution.

Graphique 2.15
IPC: marchandises et services d'origine suisse



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

Prix à l'importation – Hausse due aux produits pétroliers

Du fait de la vive hausse des prix des produits pétroliers (carburants et mazout), le renchérissement annuel des biens de consommation importés s'est accru. Il atteignait 1,4% en août, contre -0,2% en avril. En comparaison annuelle, les produits pétroliers ont renchéri d'environ 14% en moyenne des mois de mai à août. La baisse des prix des autres marchandises importées s'est en revanche accélérée (-0,9% en août, contre -0,5% en mai). Des baisses de prix supérieures à la moyenne ont été observées une nouvelle fois dans le domaine de l'électronique domestique, comme les appareils photographiques et les caméras (-11,5%), les téléviseurs et les magnétoscopes (-7,6%) ainsi que le matériel informatique (-7,3). Les prix ont en outre diminué dans le groupe «Habillement et chaussures» (août: -2,9%), groupe qui est constitué à raison d'environ 85% de produits importés.

Légère hausse des inflations sous-jacentes calculées par la BNS...

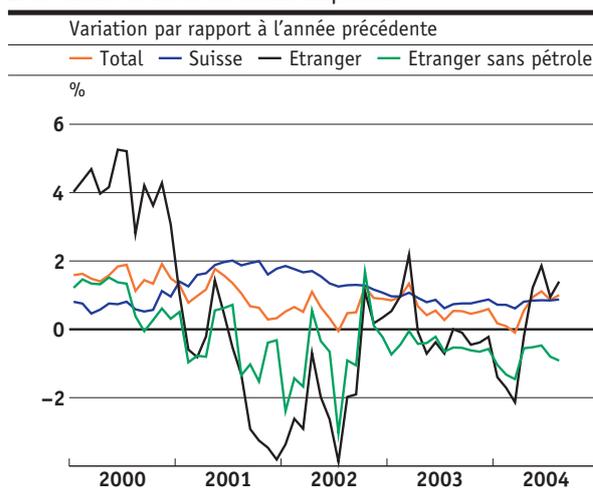
Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la percep-

tion de la tendance générale, à long terme, 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, à chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. Entre mai et août, l'inflation sous-jacente ainsi calculée a augmenté de 0,1 point pour s'établir à 0,9%, son niveau le plus élevé depuis environ un an et demi. Depuis mai, elle indique un léger renforcement de la tendance générale au renchérissement, tendance qui reste cependant modérée.

... et par l'OFS

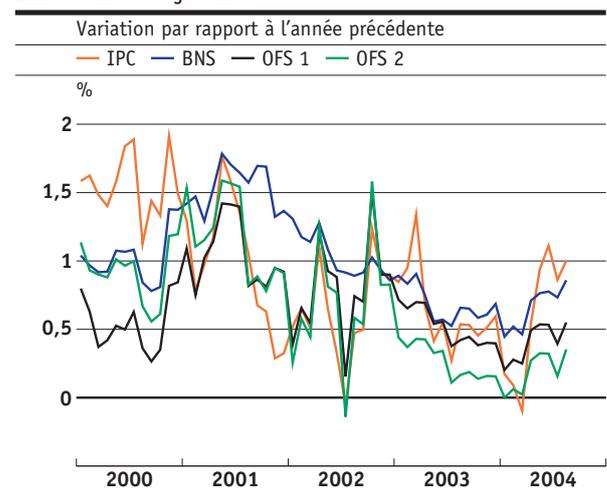
Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Entre mai et août, les inflations sous-jacentes publiées par l'OFS ont toutes deux augmenté de 0,1 point. L'inflation sous-jacente 1 s'établissait ainsi à 0,6%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,4%.

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 et composantes
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2002	2003	2004					
		4e trim.	1er trim.	2e trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
IPC, indice général	0,6	0,5	0,1	0,9	0,9	1,1	0,9	1,0
Marchandises et services du pays	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Marchandises	0,6	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	0,1
Services	0,9	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2
Services privés, sans loyers	1,0	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Loyers	0,3	0,3	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,6
Services publics	2,1	1,9	1,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Marchandises et services de l'étranger	0,0	-0,4	-1,8	0,9	1,2	1,9	0,9	1,4
Sans produits pétroliers	-0,5	-0,6	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,9
Produits pétroliers	3,2	1,0	-4,5	10,3	12,5	17,1	11,8	15,1

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

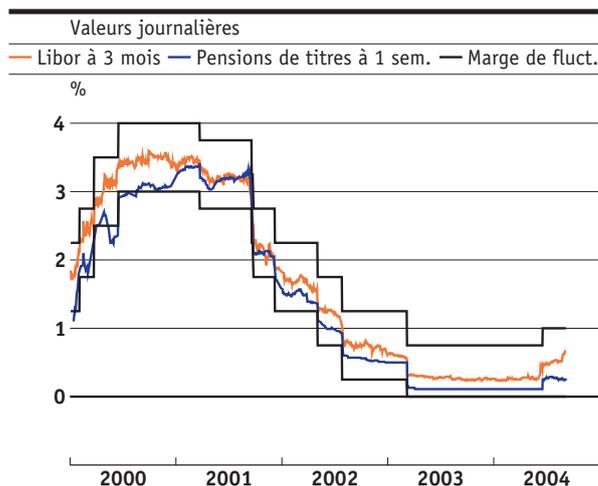
Hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire

Le 17 juin, la BNS a relevé de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'a ainsi portée à 0%–1%. Depuis, la marge de fluctuation a retrouvé son ancienne largeur, soit 100 points de base. Le 17 juin, la BNS a également annoncé son intention de maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation, en d'autres termes autour de 0,5%. Les taux appliqués aux pensions de titres, qui étaient proches de 0,11% avant le 17 juin, ont ensuite fluctué entre 0,24% et 0,30%.

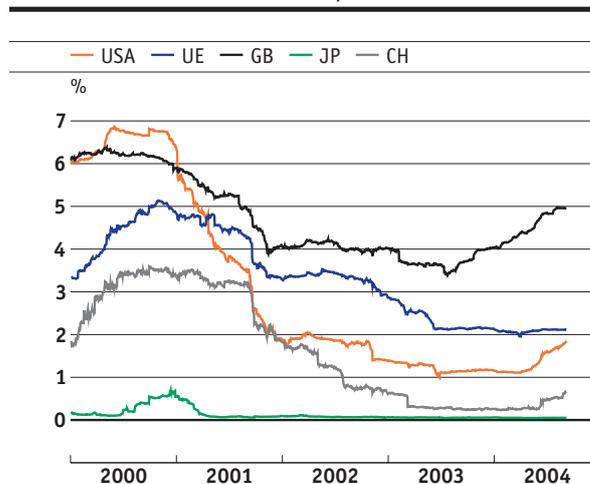
En dépit de la hausse des rémunérations à court terme sur le franc, les écarts par rapport aux taux d'intérêt sur le dollar, plus élevés, se sont creusés. Mesuré aux rémunérations des dépôts à trois mois, l'écart a en effet augmenté, passant en moyenne de 100 points de base en mai à 120 points de base en août. Dans la même période, l'écart entre les rémunérations à trois mois sur l'euro et le franc a diminué; il était de 160 points de base en août, contre 180 points de base en mai. Ces variations sont liées aux politiques monétaires des banques centrales concernées. La Banque centrale européenne a maintenu inchangés ses taux de référence, alors que la Réserve fédérale des Etats-Unis a relevé son taux directeur de 0,5 point au total en deux étapes, l'une à fin juin et l'autre début août.

Les marchés s'attendent à une légère hausse des taux d'intérêt. Le graphique 3.3 montre, pour le Libor à trois mois, les anticipations sur le marché des contrats («futures») échéant peu avant le 16 septembre, soit la date retenue pour l'appréciation de la situation économique et monétaire. Après avoir attendu un niveau allant jusqu'à 0,9% en juin et en juillet, les marchés tablaient à fin août sur un taux proche de 0,7%, donc un écart d'environ 20 points de base par rapport au niveau médian de la marge de fluctuation du Libor à trois mois que la BNS a fixée le 17 juin.

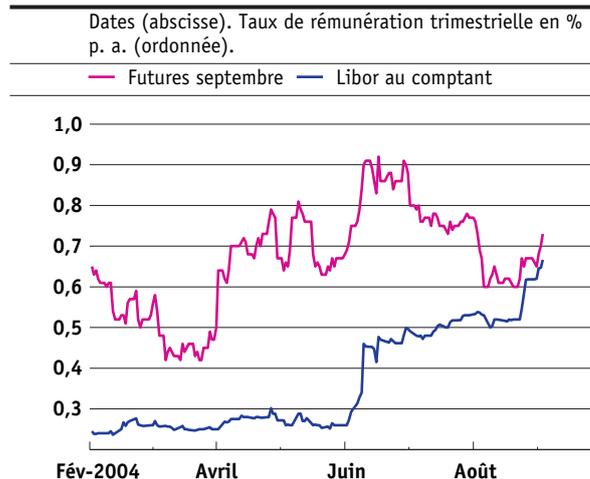
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



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

Les marchés escomptent, pour le reste de l'année également, un relèvement modeste des rémunérations à court terme (voir graphique 3.4). Les «futures» échéant le 13 décembre – peu avant la dernière appréciation de la situation économique et monétaire de l'année – et le taux à terme qui, pour cette date, peut être déduit de la structure des Libor s'établissaient à 0,79% à la mi-août. Les calculs de la BNS, fondés sur une estimation empirique d'un modèle de structure de taux, aboutissaient à la mi-août à un Libor à trois mois de 0,65% pour la mi-décembre. Ainsi, selon ce modèle, les marchés s'attendaient à la mi-août à une hausse des taux d'intérêt de 15 points de base d'ici la mi-décembre.

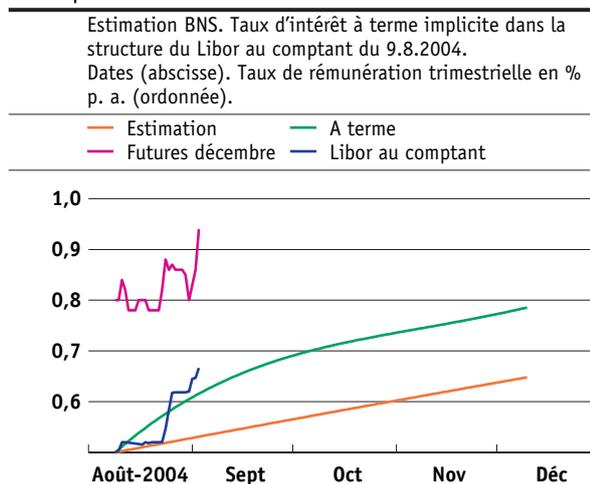
Légère hausse, en termes réels, du taux à un an

L'évolution du taux d'intérêt, en termes réels, sur les fonds à un an fait l'objet du graphique 3.5. Le taux d'intérêt réel est obtenu en déduisant l'inflation attendue pour les douze prochains mois du taux d'intérêt nominal sur les fonds à un an. Le taux d'inflation correspond à la moyenne des attentes de quatorze prévisionnistes², moyenne qui est publiée chaque trimestre dans le «Consensus Forecast».

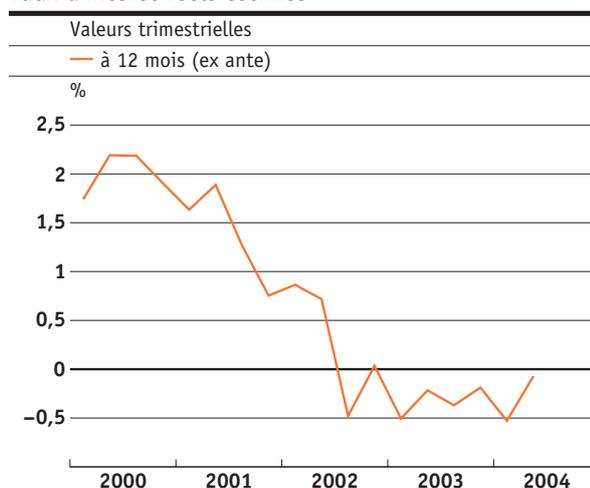
Au deuxième trimestre, deux facteurs aux effets opposés ont influé sur le taux réel à douze mois. D'une part, le Libor à trois mois a été relevé de 25 points de base en juin. D'autre part, les anticipations inflationnistes ont augmenté légèrement dans le sillage de la hausse du prix du pétrole. La plupart des participants au «Consensus Forecast» partent cependant de l'hypothèse d'un effet purement temporaire. Au total, le taux d'intérêt réel à un an a augmenté, passant de -0,5% au premier trimestre à -0,1% au deuxième trimestre. En termes réels, les conditions de financement en Suisse étaient, au deuxième trimestre, proches de leur niveau de l'année précédente et, ainsi, toujours favorables sous l'angle historique.

2 JP Morgan, Pictet & Cie, Goldman Sachs, UBS, Banque Vontobel, Banque Cantonale de Zurich, Bank Julius Bär, Economist Intelligence Unit, HSBC, ING Financial Markets, BAK Recherches économiques Bâle SA, Crédit Suisse, Créa, Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

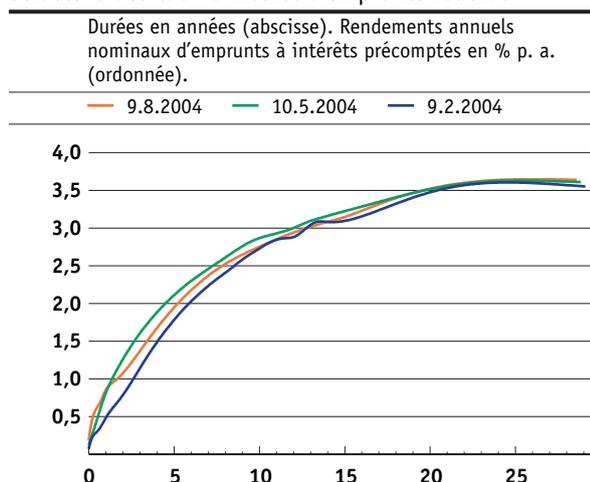
Graphique 3.4
Anticipations du taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.5
Taux d'intérêt réels estimés



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



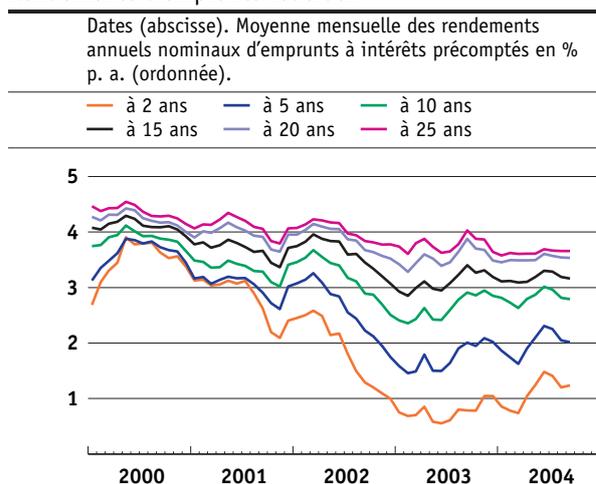
Source pour graphiques 3.4, 3.5 et 3.6: BNS

Repli des rendements sur le marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les perspectives économiques plus ternes entre mi-juin et fin août ont engendré un repli généralisé des rendements. La baisse a été particulièrement marquée aux Etats-Unis. En effet, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans y a reculé, passant de 4,9% à 4,1% entre mi-juin et fin août. En Allemagne, il s'établissait à moins de 4% à fin août, contre 4,4% à mi-juin (voir graphique 3.8). La baisse a été relativement faible en Suisse. Le rendement des obligations fédérales d'une durée de dix ans a diminué d'environ 0,2 point pour s'inscrire à 2,8%. Les rendements des obligations fédérales de plus longues durées ont été beaucoup moins touchés par ce mouvement (voir graphique 3.7).

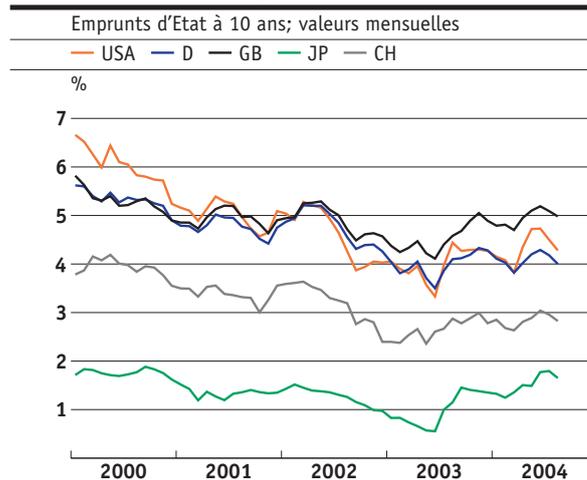
Le recul des rendements sur les marchés des capitaux a coïncidé avec la hausse sensible du prix du pétrole. On peut en déduire que les opérateurs sur les marchés attendent, du fait de l'évolution du prix du pétrole, un ralentissement de la conjoncture et, en conséquence, un resserrement moins marqué des rênes monétaires.

Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.7 et 3.8: BNS

Graphique 3.8
Taux d'intérêt à l'étranger

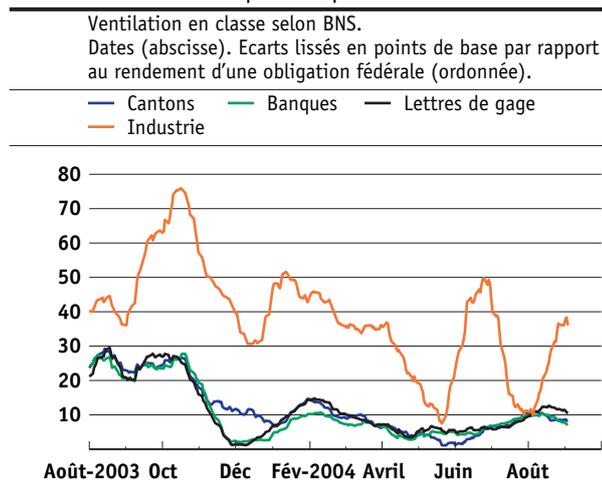


Volatilité accrue des écarts entre les rendements obligataires

L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires de diverses qualités peut être illustrée au moyen des écarts entre rendements. Les graphiques 3.9 et 3.10 montrent ces écarts pour les emprunts à intérêts précomptés d'une durée de deux ans de quatre (graphique 3.9) et de trois (graphique 3.10) catégories de débiteurs. Les cantons, les banques, les centrales de lettres de gage et l'industrie constituent les catégories de débiteurs ainsi retenues. Le graphique 3.9 porte sur des emprunts de premier ordre, tandis que le graphique 3.10 a trait à des titres de deuxième ordre. Tous les écarts sont mesurés par rapport au rendement d'un emprunt correspondant de la Confédération suisse (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel n° 1/2004, p. 33).

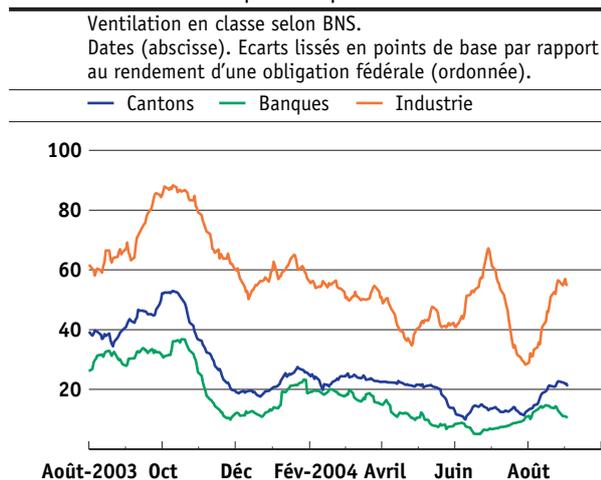
Il ressort de ces deux graphiques que la tendance à la diminution des écarts, observée à partir du début de l'année, a fait place, ces trois derniers mois, à un mouvement inverse. En outre, la volatilité des écarts s'est accrue. On peut en déduire une plus grande incertitude des investisseurs quant à la qualité des débiteurs obligataires. Les écarts ne sont plus que légèrement inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant.

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



Source pour graphiques 3.9 et 3.10: BNS

Graphique 3.10
Écarts de rendements pour empr. à 2 ans de 2^e classe



3.2 Cours de change

Franc suisse presque inchangé

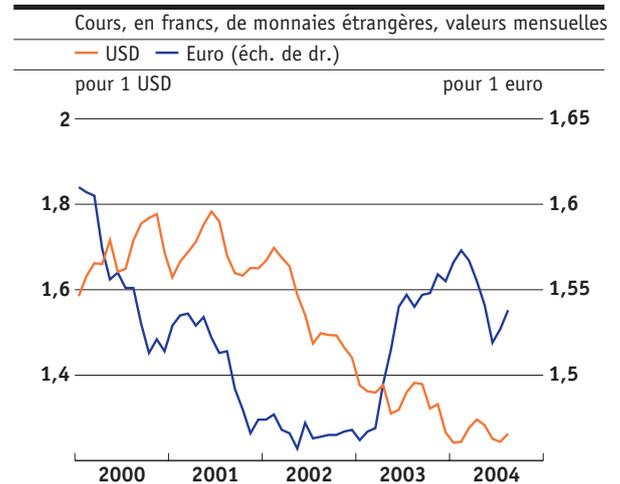
L'euro a faibli, passant de 1,54 franc à fin mai à moins de 1,51 peu avant la décision de la BNS de relever, en juin, le Libor à trois mois. Après cette décision, le franc a cependant cédé le terrain ainsi gagné. A fin août, l'euro valait de nouveau 1,54 franc. Ces derniers mois, le dollar a fluctué sans marquer de tendance claire. Après une hausse en juillet, il a fléchi nettement à la suite de la publication d'un déficit record de la balance commerciale des Etats-Unis et de données mauvaises et inattendues sur le marché du travail. Le dollar s'est ensuite raffermi sensiblement pour s'établir à 1,28 franc à fin août.

En termes réels, le franc s'est replié au total de 1,8% aux mois de juillet et d'août, après avoir augmenté de 3,6% entre les mois de mars et de juin. En août, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations vers 24 partenaires commerciaux, dépassait de 0,8%, en termes réels, le niveau observé un an auparavant. En termes réels, le franc s'est revalorisé de 7,1% face aux monnaies des partenaires commerciaux nord-américains (Etats-Unis et Canada), mais a diminué de 1% par rapport à celles des partenaires commerciaux européens.

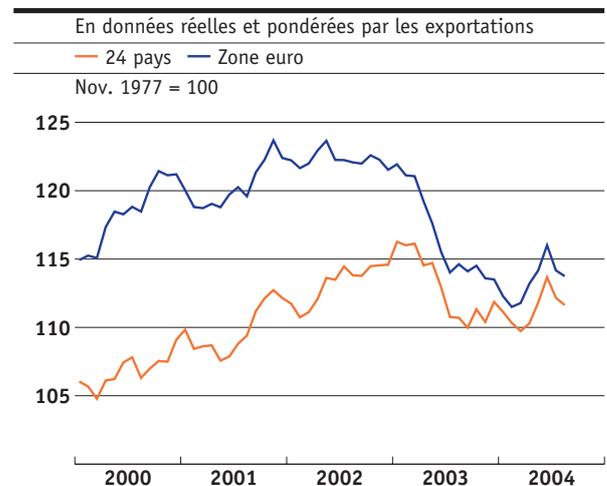
ICM

Les conditions monétaires peuvent avoir un caractère expansionniste ou restrictif pour l'économie suisse; cela dépend non seulement des taux d'intérêt, mais aussi du cours du franc. L'indice des conditions monétaires (ICM) groupe ces deux facteurs en un seul indicateur, avec des pondérations de 5 pour 1 et de 3 pour 1 (voir encadré «Indice des conditions monétaires (ICM)», Bulletin trimestriel n° 1/2004, p. 27). Entre mars et juin, il a augmenté nettement, ce qui équivaut à un durcissement sensible des conditions monétaires. Peu après le relèvement du Libor à trois mois auquel la BNS a procédé en juin, l'ICM a atteint un niveau qui n'avait plus été observé depuis mai 2003. L'affaiblissement du franc à partir de juin a fait diminuer l'ICM de 30 à 60 points de base jusqu'à fin août. Ainsi, les conditions monétaires ont été de nouveau quelque peu expansionnistes, ces derniers temps, en dépit de la hausse du Libor à trois mois. Début septembre, le taux d'intérêt à trois mois a augmenté à la suite d'anticipations, d'où une hausse de l'ICM.

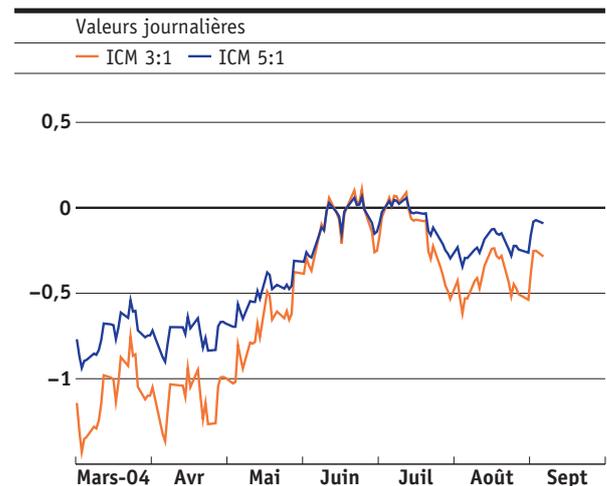
Graphique 3.11
Cours de change



Graphique 3.12
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.13
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.11, 3.12 et 3.13: BNS

3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

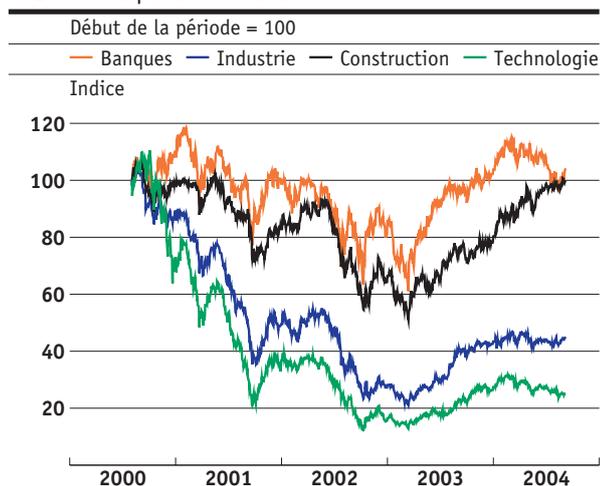
Baisse des indices boursiers

Les cours des actions ont fléchi sur le plan mondial entre juin et août. Le SPI s'établissait à 4037 points à fin août et était ainsi inférieur de 7% environ à son niveau maximal de l'année, soit aux 4330 points qu'il avait atteints en mai. Ce recul est dû aux valeurs bancaires et technologiques, qui ont particulièrement souffert de la détérioration du climat sur les marchés financiers internationaux. Peu soumis à des influences étrangères, les titres des entreprises actives dans la construction sont restés à l'abri de cette tendance à la baisse et ont même progressé encore, une évolution qui est conforme aux perspectives favorables caractérisant la conjoncture intérieure. Quant aux valeurs de l'industrie, elles sont restées approximativement inchangées.

Poursuite des tendances observées pour les loyers et les prix de l'immobilier

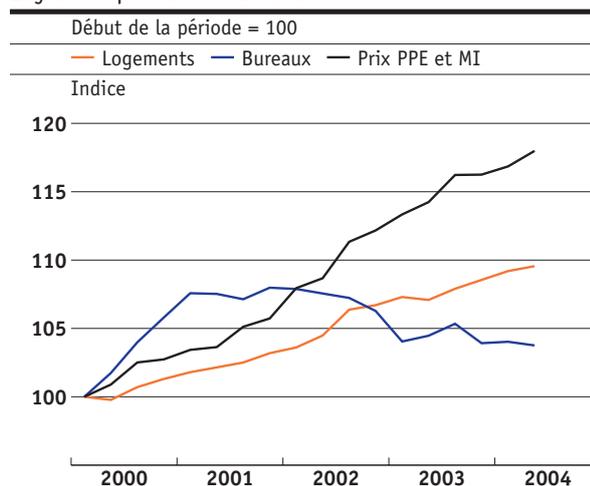
Dans le domaine de l'immobilier, les tendances observées depuis un certain temps déjà se sont poursuivies. Du premier au deuxième trimestre, l'indice des prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage ainsi que les loyers des appartements ont continué à augmenter, tandis que les loyers des surfaces de bureau ont stagné. Entre le deuxième trimestre de 2003 et la période correspondante de 2004, les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage se sont accrus de 3,3%, tandis que les loyers des appartements ont marqué une hausse de 2,3%. Par contre, les loyers des surfaces de bureau ont reculé de 0,7%.

Graphique 3.14
SPI – Principales branches



Source: Swiss Exchange (SWX)

Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier



Source: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

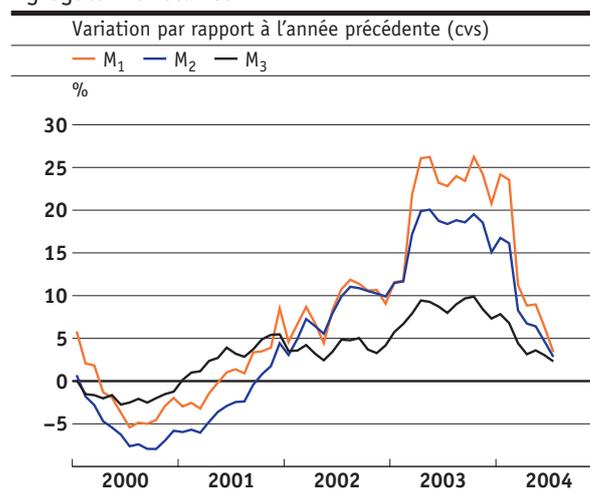
Légère diminution des liquidités excédentaires

D'un mois à l'autre, les trois agrégats monétaires se sont repliés en juillet. La masse monétaire M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était inférieure de 15,4%, en taux annualisé, à son niveau du mois de juin. Cette diminution est due à un fort recul des dépôts à vue, le numéraire en circulation et les comptes de transactions ayant encore augmenté quelque peu. Bien que les dépôts d'épargne (sans les fonds de la prévoyance liée) aient progressé, M_2 (M_1 et les fonds d'épargne) a fléchi de 7,6%. Après avoir reculé entre le milieu de l'année 2001 et le mois d'avril 2004, les dépôts à terme ont repris le chemin de la croissance. Néanmoins, l'agrégat M_3 (M_2 et les dépôts à terme) a lui aussi diminué, son repli étant de 4,4%. Une contraction des trois agrégats n'avait plus été observée depuis le mois de mars 2004. En comparaison annuelle, les trois agrégats ont cependant augmenté à des taux compris entre 3% et 4% environ.

Les besoins de liquidités des ménages et des entreprises dépendent du volume des transactions et des coûts d'opportunité dus à la détention de monnaie. Dans les analyses macroéconomiques, le volume des transactions est estimé généralement en partant du PIB nominal. Les coûts d'opportunité dus à la

détention de M_3 – les intérêts qui auraient pu être tirés de placements – sont mesurés habituellement à l'aide des taux à long terme. Le coefficient de détention de liquidités, soit le rapport entre la masse monétaire M_3 et le PIB nominal, devrait par conséquent évoluer inversement aux taux d'intérêt à long terme. Le graphique 3.17 montre que cela est généralement le cas. Ainsi, l'augmentation que le coefficient de détention de liquidités a enregistrée depuis le début des années nonante s'explique par la baisse des taux d'intérêt à long terme.

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2002	2003	2003			2004				
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	Mai	Juin	Juillet
Monnaie centrale²	38,4	40,4	39,9	41,0	41,5	42,2	41,7	41,4	41,7	42,0
<i>Variation³</i>	5,7	5,3	4,6	8,6	7,4	7,7	4,5	4,1	3,7	2,2
$M_1$²	224,4	273,7	273,0	279,0	293,6	298,9	296,6	299,1	291,8	285,1
<i>Variation³</i>	8,7	22,0	25,2	23,5	23,9	20,0	8,6	9,6	7,0	4,0
$M_2$²	404,8	475,6	475,0	482,5	500,0	511,0	509,1	512,0	503,2	496,1
<i>Variation³</i>	8,1	17,5	19,6	18,6	18,1	14,9	7,2	7,6	5,9	4,1
$M_3$²	503,0	545,3	545,2	547,4	558,6	568,6	567,9	569,2	565,4	559,8
<i>Variation³</i>	3,8	8,4	9,1	8,9	8,9	7,3	4,2	4,5	4,0	3,2

1 Définition 1995

2 Niveau en milliards de francs

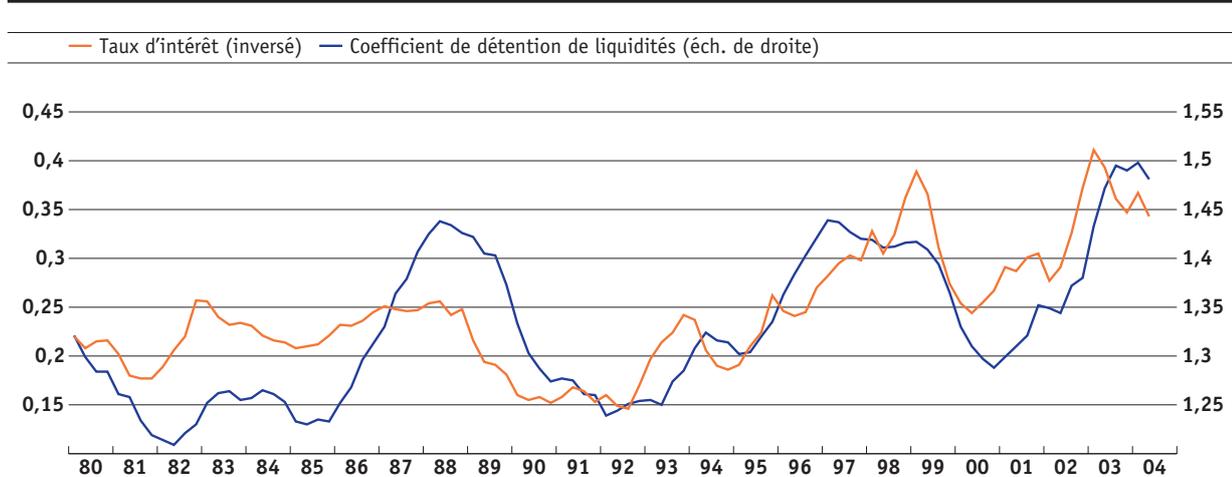
3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

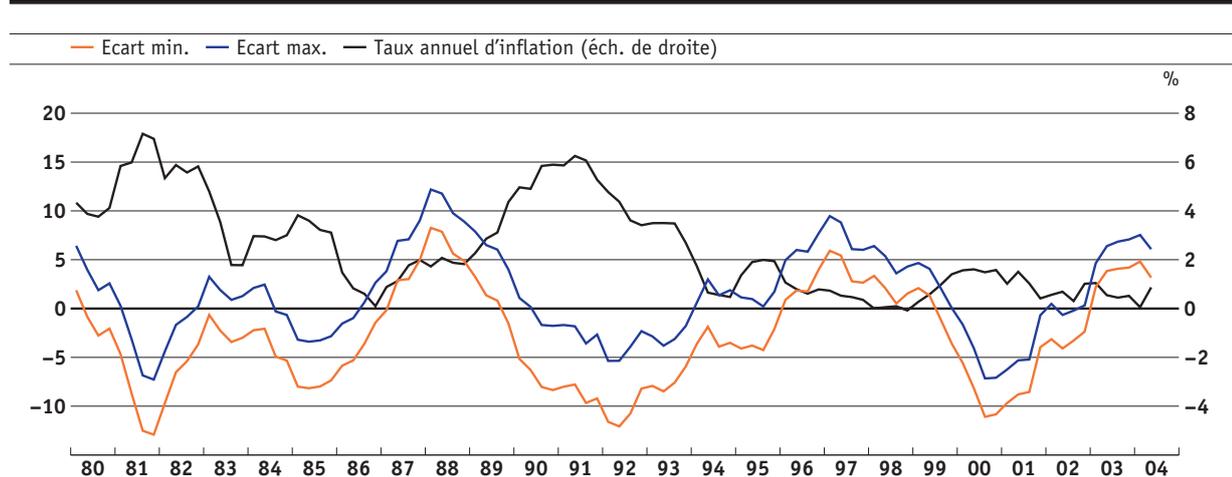
On peut aussi déterminer une masse monétaire d'équilibre en partant du volume des transactions et des coûts d'opportunité dus à la détention de monnaie. La masse monétaire réellement à disposition au sein de l'économie s'écarte généralement plus ou moins fortement de celle d'équilibre. On a un excédent d'approvisionnement lorsque la masse monétaire est supérieure à son niveau d'équilibre et un déficit dans le cas contraire. Le graphique 3.18 met en parallèle, depuis 1980, le taux annuel d'inflation et deux estimations des écarts entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre («money gap»), écarts qui sont exprimés en pour-cent. Dans le calcul, les fonds fiduciaires d'origine suisse ont été ajoutés à la masse monétaire M_3 , étant donné qu'ils repré-

sentent un étroit substitut des dépôts à terme. Le graphique met en lumière un lien empirique entre l'excédent ou le déficit d'approvisionnement et l'inflation. On observe généralement une accélération de l'inflation après un excédent dans l'approvisionnement en monnaie et un ralentissement de la hausse des prix après un déficit dans l'approvisionnement. On constate un excédent dans l'approvisionnement en monnaie depuis le début de 2003. Cet excédent s'est cependant réduit au deuxième trimestre de 2004, après avoir atteint son niveau maximal au trimestre précédent. Ainsi, le potentiel d'inflation a diminué légèrement, selon cet indicateur, d'un trimestre à l'autre.

Graphique 3.17
Coefficient de détention de liquidités



Graphique 3.18
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source pour graphiques 3.17 et 3.18: BNS

3.5 Crédits

Croissance plus forte des crédits

En juillet, les crédits bancaires à la clientèle suisse ont continué à progresser en comparaison annuelle. Leur évolution est toujours caractérisée par deux tendances opposées. Les crédits aux ménages, soit les deux tiers environ du total des crédits bancaires, ont poursuivi l'expansion qu'ils ont commencé à marquer en 2003. Par contre, les crédits aux entreprises ont encore diminué et, jusqu'ici, une reprise n'est toujours pas en vue.

Les mêmes tendances ressortent de la répartition en créances hypothécaires et en autres crédits. Les autres crédits, qui sont accordés principalement aux entreprises, ont fléchi ces dernières années. Leur recul a cependant faibli au cours des derniers mois. Les créances hypothécaires représentent près de

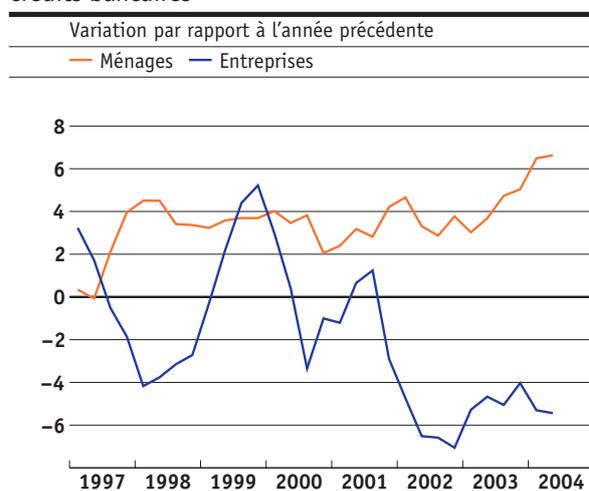
quatre cinquièmes des crédits bancaires et sont détenues principalement sur les ménages. Contrairement aux autres crédits, elles ont clairement tendance à croître.

Au sein des autres crédits, on observe depuis peu un redémarrage des crédits gagés; ceux-ci avaient reculé, comme les crédits en blanc, au cours des deux années précédentes.

A fin juillet, les créances hypothécaires des banques dépassaient de 5,5% le niveau enregistré un an auparavant. Quant aux autres crédits, ils ont diminué de 2,3%, en comparaison annuelle, après des reculs de 3,8% à fin juin et 4,6% à fin mars. Leur fléchissement est dû aux crédits en blanc. Au premier semestre, ceux-ci étaient inférieurs de 7,5% à leur niveau de la période correspondante de 2003; en revanche, les autres crédits gagés se sont accrus de 5,7% dans la même période.

Au total, les crédits bancaires ont progressé de 3,8% entre fin juillet 2003 et fin juillet 2004. Il s'agit du plus fort taux annuel de croissance de ces trois dernières années. Dans l'ensemble, l'évolution des crédits laisse penser que la situation économique va en s'améliorant.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

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

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

4 La prévision d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. On estime qu'il faut attendre trois ans environ pour que les impulsions venant de la politique monétaire exercent pleinement leurs effets en Suisse. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. Ainsi, elle contribue également à la stabilisation de l'emploi et de la production. La prévision d'inflation constitue donc un élément important de la stratégie de politique monétaire de la BNS (voir encadré ci-après «La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire»).

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

L'économie suisse étant fortement imbriquée dans l'économie mondiale, la prévision d'inflation de la BNS s'inscrit dans un scénario englobant la conjoncture internationale. Le scénario adopté pour ce qui a trait à l'économie mondiale correspond à l'évolution que la BNS juge la plus probable au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes – des moyennes annuelles – qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de juin et de septembre.

D'une prévision à l'autre, les hypothèses sur l'économie mondiale ont changé sensiblement sur un

point. Contrairement à ce qui avait été retenu en juin, le prix du pétrole a encore augmenté, ce qui a engendré une nette poussée de renchérissement dans les pays industrialisés. La BNS table toujours sur une baisse de ce prix dans la période de trois ans sur laquelle porte sa prévision. Mais les facteurs ayant conduit à un renchérissement du pétrole ne s'estomperont guère rapidement de sorte que la BNS est partie d'un prix supérieur d'environ 4 dollars à celui qui était entré dans la prévision de juin. A moyen terme, on s'attend à ce que le prix du pétrole diminue lentement pour s'établir à environ 30 dollars.

Compte tenu de ces hypothèses, l'inflation dans la zone euro s'accélénera jusqu'au début de 2005, puis fléchira dans le sillage de la baisse du prix du pétrole pour s'inscrire de nouveau légèrement au-dessous de 2% en 2006. En dépit du renchérissement du pétrole, l'économie mondiale, soutenue par une politique monétaire qui ne sera que très prudemment durcie, continuera sur la voie d'une reprise modérée. Après un ralentissement temporaire, la croissance devrait retrouver, dans la seconde moitié de 2004, un rythme d'un peu plus de 4% aux Etats-Unis et de près de 2,5% en Europe. Il faut s'attendre à des taux de croissance légèrement inférieurs dans la phase ultérieure. Ces taux n'étant que peu supérieurs à la croissance potentielle, les écarts de production, aujourd'hui encore nettement négatifs, se réduiront très lentement aux Etats-Unis comme en Europe. Aussi les tensions inflationnistes resteront-elles modérées. La relation de change entre l'euro et le dollar a été maintenue constante, au sens d'une hypothèse technique, à 1,20 dollar pour 1 euro, comme dans la prévision de juin.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2004	2005	2006
Prévision de septembre 2004			
PIB USA ¹	4,4	3,8	3,5
PIB UE (15) ¹	2,2	2,3	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,21	1,20	1,20
Prix du baril de pétrole en dollars ²	36,9	35,6	31,4
Prévision 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

1 Variation en %

2 Niveau

Encadré: La prévision d'inflation, un 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 pour la période allant du 3^e trimestre de 2004 au 2^e trimestre de 2007

La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les résultats sont présentés dans le graphique 4.1. Ce dernier montre la prédiction de septembre 2004, prédiction qui repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,75% au cours des trois prochaines années. Ce taux correspond au niveau médian de la marge de fluctuation qui, depuis le 16 septembre, est de 0,25%–1,25%. Les deux précédentes prévisions d'inflation, soit celles de juin et de mars 2004, y figurent également. Contrairement à la prédiction de septembre, celle de juin a été faite sur la base d'un taux à trois mois de 0,5% (marge de fluctuation de 0%–1%). Quant à la prédiction de mars, elle a reposé sur un taux à trois mois maintenu à 0,25%, soit le niveau que visait la BNS tant que la marge de fluctuation était de 0%–0,75%.

Il ressort du graphique 4.1 que l'inflation fluctue, selon la prédiction de septembre, entre 0,8% et 1,2% jusqu'à fin 2005. Elle est légèrement supérieure aux courbes reflétant les deux précédentes prévisions en dépit du fait qu'elle repose sur un Libor à trois mois qui a été relevé de 25 points de base ou de 50 points de base. La hausse sensible du prix du pétrole explique cet écart. La politique monétaire ne peut rien, à court terme, contre cette poussée de renchérissement. Comme précédemment, la BNS table sur un prix du pétrole qui ne se repliera que lentement. Par conséquent, les prix des produits pétroliers qui

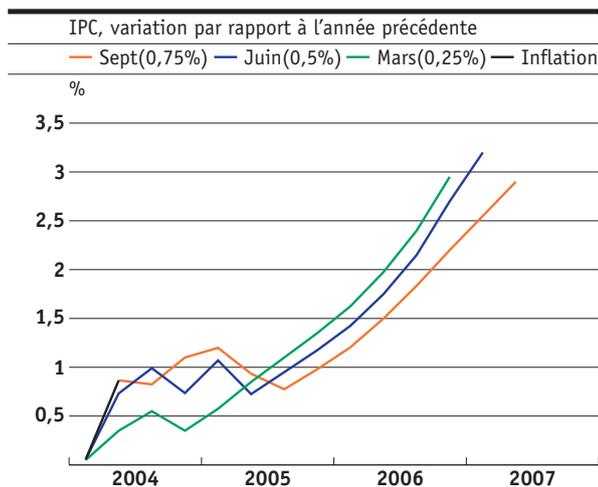
entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation (carburants et mazout) resteront, ces prochains mois encore, nettement au-dessus des niveaux qu'ils avaient un an auparavant. En revanche, des effets toujours modérateurs sur le renchérissement devraient continuer à découler des autres biens de consommation importés (légère baisse, en un an, des prix de ces biens). Du côté des biens d'origine suisse, les tensions inflationnistes resteront probablement faibles, étant donné que de nombreuses capacités de production sont encore inutilisées. Il faut par contre s'attendre à des hausses de prix du côté des services, en particulier des loyers des logements. Le renchérissement annuel moyen qui ressort de la prédiction de septembre est de 0,7% pour 2004 et de 1% pour l'année suivante.

Tel qu'il est prévu, le taux annuel de renchérissement augmente sans cesse à partir du milieu de 2005. A moyen terme, soit à un horizon d'un à deux ans, l'évolution de l'inflation dépend de manière décisive des perspectives économiques. Quand bien même la hausse sensible du prix du pétrole devrait quelque peu modérer le dynamisme de l'économie, on peut s'attendre, compte tenu des perspectives économiques, à ce que l'écart de production soit comblé, en Suisse, à fin 2005. L'expérience montre que, dans une telle situation, les entreprises peuvent plus facilement appliquer des majorations de prix et que, du côté des travailleurs, des hausses de salaires réels sont plus aisées à obtenir.

A plus long terme, des facteurs monétaires jouent un rôle déterminant dans l'évolution des prix. Au deuxième trimestre, l'excédent dans l'approvisionnement en monnaie a diminué quelque peu (voir à ce sujet le chapitre 3.4), de sorte que les risques inflationnistes découlant de l'évolution des liquidités n'ont plus augmenté. Mais l'excédent qui caractérise encore l'approvisionnement en monnaie fait toujours peser des risques à moyen ou long terme sur la stabilité des prix. C'est pourquoi l'inflation qui ressort de la prédiction faite en juin, avec un Libor à trois mois de 0,5%, franchit la barre des 2%, donc sort de la zone assimilée à la stabilité des prix, dans la seconde moitié de 2006 et atteint 3,2% au premier trimestre de 2007. Le relèvement de 25 points de base, en septembre, du taux à trois mois contribue à réduire l'excédent de monnaie. Il en résulte une accélération moins rapide de l'inflation.

Comme les prévisions de mars et de juin, la prédiction de septembre indique qu'un Libor à trois mois de 0,75% reste trop expansionniste à moyen ou long terme. Il est donc probable que le Libor à trois mois doive être encore relevé 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 septembre 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 juin à août 2004, sont résumés ci-après.

Résumé

Il ressort des entretiens menés avec près de 150 entreprises que la conjoncture, au creux de la vague il y a un an, était jugée avec plus d'optimisme cet été. La reprise économique a continué à se consolider au cours des derniers mois. Les entreprises estiment cependant qu'elle n'a pas gagné en vigueur et qu'elle reste modérée.

La propension à investir n'a que peu augmenté globalement. Les entreprises se sont limitées, en règle générale, aux investissements de remplacement devenus nécessaires; seules les entreprises ayant enregistré un net accroissement des entrées de commandes ont effectué des investissements visant à étendre leurs capacités de production. Beaucoup d'entreprises disposent toujours de capacités suffisantes. D'un autre côté, la pression constante sur les coûts entrave vraisemblablement la propension à investir.

Les perspectives conjoncturelles se sont encore améliorées pour les mois à venir. En ce qui concerne l'évolution à plus long terme, il semble toutefois que les incertitudes se sont plutôt renforcées. La hausse massive du prix du pétrole et la concurrence sensiblement plus vive exercée par l'étranger ont notamment nourri cette tendance.

1 Production

Industrie

La plupart des entreprises industrielles interrogées ont pu utiliser davantage leurs capacités de production ces derniers mois et estimaient que leurs réserves de travail étaient garanties pour la période à venir. Les impulsions principales sont encore venues de l'étranger, notamment d'Asie (Chine, Inde), tandis que l'appréciation de la demande émanant des Etats-Unis et d'Europe (Allemagne et Italie) divergeait selon la branche.

Nombre d'entreprises actives dans le domaine des génériques et de la biotechnologie ont signalé une excellente marche des affaires. Des entreprises axées sur l'industrie des semi-conducteurs ont également ressenti une nette progression de la demande. Cependant, la forte dépendance de cette industrie a aussi été qualifiée de problématique, les entreprises de ce secteur risquant d'être délocalisées de l'Europe vers l'Asie dans un proche avenir. L'industrie électrique a fait part d'une situation généralement positive; les entreprises s'occupant de l'infrastructure des bâtiments notamment s'attendent à des commandes accrues. La branche de la construction de machines donne une image contrastée. L'évolution est restée modérée dans l'ensemble. Les producteurs de machines pour l'industrie textile ont continué à bénéficier d'une bonne marche des affaires. Parmi les entreprises produisant des biens de consommation, celles de l'industrie textile ont profité de la reprise dans les domaines des textiles d'intérieur et des textiles industriels, reprise découlant de l'activité vigoureuse dans la construction de logements en Suisse et de la demande accrue émanant du secteur des transports. Grâce à la persistance d'une forte demande de l'étranger, l'industrie horlogère a pu ramener ses stocks de biens intermédiaires à un niveau normal; ces stocks avaient en effet beaucoup augmenté ces dernières années.

Services

Du fait de la demande plus vive de l'étranger, la situation de la restauration et de l'hôtellerie s'est améliorée ces derniers mois. Il convient de mentionner en particulier le retour des touristes asiatiques et américains, qui ont visité notamment la Suisse centrale (Lucerne). Les séjours d'hôtes en provenance d'Europe ont par contre continué à progresser à un rythme modéré. Au Tessin, la situation s'est stabilisée après deux années très difficiles, mais l'évolution, marquée par une faible demande en provenance d'Allemagne,

est restée en deçà des attentes. Dans les centres urbains, la restauration et l'hôtellerie ont bénéficié de la bonne orientation du tourisme culturel et du tourisme d'affaires. Compte tenu notamment de la demande intérieure peu soutenue, les régions touristiques de l'arc alpin n'ont pu atteindre l'excellent résultat enregistré l'année passée, résultat qui avait été influencé par le temps très favorable. La branche de la restauration et de l'hôtellerie envisage néanmoins les mois à venir avec un optimisme prudent.

La marche des affaires semble également s'améliorer peu à peu dans le domaine très hétérogène des services aux entreprises. La demande de services TIC (technologies de l'information et de la communication) émanant du commerce de détail et des banques s'est renforcée. Les projets d'envergure étaient cependant rares et les prix ont encore subi de fortes pressions à la baisse. D'autres domaines tels le nettoyage ou l'entretien n'ont ressenti que faiblement les effets de l'amélioration de la conjoncture.

Dans l'ensemble, les banques ont enregistré une bonne marche des affaires, quand bien même la dynamique issue d'un début d'année fulgurant s'est estompée quelque peu. Les banques interrogées, actives au niveau régional, ont réussi à accroître les fonds de la clientèle ainsi que les prêts. Elles ont attiré l'attention sur la lutte toujours plus âpre pour les bons risques de crédit. L'évolution des crédits aux entreprises est restée très modérée. La demande de nouveaux crédits a été faible et des amortissements anticipés ont été opérés dans plusieurs cas. La gestion de fortune a également connu une marche des affaires médiocre; elle a souffert de l'apathie de la bourse et du maigre afflux de fonds étrangers. Dans ce domaine aussi, la concurrence est qualifiée de rude.

Le commerce de détail a encore évolué à un rythme modéré, même si la demande de biens de consommation durables (meubles, électronique) s'est animée à la suite de l'activité vigoureuse dans le secteur de la construction de logements. Au Tessin et dans le bassin lémanique, le commerce de détail a en outre profité du fait que les zones commerciales sur sol italien et français, proches de nos frontières, ont perdu de leur attrait en termes de prix. Le nord du pays est toujours exposé à la vive concurrence de l'Allemagne et de l'Autriche voisines. En général, les clients sont restés sélectifs et très attentifs aux prix. Les grands distributeurs ont certes pu maintenir leurs chiffres d'affaires grâce à une politique de prix agressive, mais leurs marges ont subi de fortes pressions à la baisse. De leur côté, les petits commerces de détail ont encore connu une situation difficile; pour le moment, ils n'ont guère ressenti les effets de la reprise de la conjoncture.

Construction

Les entreprises du secteur principal de la construction et nombre d'entreprises proches de la construction ont bénéficié, ces derniers mois, de la croissance vigoureuse dans le domaine du logement. Des prix légèrement en hausse caractérisent d'ailleurs cette branche.

Dans la construction destinée à l'industrie, à l'artisanat et aux services, une stabilisation a été observée du fait notamment de la vive activité de construction dans le commerce de détail. Quant aux entreprises des autres branches, elles ne sont toujours pas prêtes à investir dans de nouvelles constructions. Le génie civil continue à subir les conséquences des efforts d'économie exigés des collectivités publiques; seuls les grands projets routiers et ferroviaires (NLFA et Rail 2000) font exception.

2 Marché du travail

Plusieurs entreprises interrogées, notamment des entreprises de l'industrie chimique et pharmaceutique, de la métallurgie et du secteur des services, ont augmenté les effectifs de leur personnel ces derniers mois. Dans l'ensemble toutefois, les entreprises se sont montrées réservées en ce qui concerne l'engagement de collaborateurs supplémentaires, même si les carnets de commandes étaient bien garnis. Une surcharge passagère de la production était souvent surmontée avec l'aide de partenaires externes ou de collaborateurs temporaires, ou au moyen d'heures supplémentaires. Les entreprises expliquaient leur réticence à embaucher du personnel par l'incertitude quant à la pérennité de la reprise, mais aussi par la délocalisation de la production vers l'étranger.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La demande plus soutenue et l'accroissement de la productivité ont permis à un certain nombre d'entreprises d'améliorer leurs marges. Dans maintes branches, il n'était guère possible de relever les prix de vente ou de répercuter les coûts plus élevés sur les prix. Cette constatation s'appliquait non seulement au secteur de l'industrie, mais aussi à celui des services, notamment au commerce de détail. Pour expliquer cette situation, les entreprises ont surtout fait valoir la forte concurrence exercée par l'étranger au niveau des prix et l'évolution modérée de la demande. Aussi le renchérissement sensible des matières premières a-t-il souvent provoqué une compression des marges. De nombreux interlocuteurs s'attendent à ce que les coûts subissent une nouvelle majoration au début de 2005 à la suite de la hausse de la RPLP, majoration qui ne pourra probablement pas être amortie par une augmentation des prix.

L'industrie d'exportation et le tourisme sont satisfaits du cours de l'euro. Ces secteurs considèrent généralement un cours de change de fr. 1,50 pour 1 euro comme seuil critique. Quant au cours du dollar américain, il rend les exportations vers les Etats-Unis et l'Asie plus difficiles et force parfois les entreprises à accorder des rabais. Toutefois, une revalorisation du dollar des Etats-Unis aurait des conséquences négatives pour certaines branches, car elle renchérirait les coûts de matériel.

Le marché monétaire en francs: instruments et participants

Antoine Veyrassat, Asset Management, Banque nationale suisse, Zurich

Introduction

Sur le marché monétaire en francs, des placements à court terme sont effectués et des crédits sont pris. En règle générale, ce marché se limite à des transactions d'une durée égale ou inférieure à 12 mois. Les participants principaux étant les banques commerciales, le marché monétaire est avant tout un marché interbancaire. La Banque nationale suisse (BNS), qui met en œuvre sa politique monétaire en effectuant des transactions avec les banques sur ce marché, joue un rôle particulièrement important sur

le marché des pensions de titres (repos). Les clients des banques, qui concluent avec celles-ci des dépôts à terme et des placements fiduciaires, participent également au marché monétaire. Ce marché a beaucoup évolué ces dernières années, l'utilisation de pensions de titres et de produits dérivés ayant notamment considérablement augmenté. Le présent article donne un bref aperçu du marché monétaire en francs. Dans un premier temps, nous décrivons les instruments négociés et leur développement, puis, dans une seconde étape, nous passons en revue les divers participants à ce marché.

1 Instruments du marché monétaire en francs

Les instruments considérés ici sont les swaps de change, les opérations de dépôt, les pensions de titres, les dépôts à terme de la clientèle bancaire, les placements fiduciaires, les créances comptables à court terme, les swaps sur indice «tom-next», les «forward rate agreements» et les futures sur taux d'intérêt.

Il est recouru aux swaps de change, opérations de dépôt et pensions de titres aussi bien dans la gestion à court terme de liquidités que dans la couver-

ture de risques et la spéculation. Les autres instruments servent essentiellement à l'une de ces deux fonctions, c'est-à-dire à la gestion à court terme de liquidités (dépôts à terme, placements fiduciaires, créances comptables à court terme) ou à la couverture de risques et à la spéculation (swaps sur indice «tom-next», «forward rate agreements», futures sur taux d'intérêt).

Le tableau 1 donne un aperçu des divers instruments du marché monétaire en francs et de leur volume. Comme ces indications résultent de sources diverses, les montants reportés ne peuvent pas être comparés directement.

Instruments du marché monétaire en francs

Tableau 1

Instrument	Volume (CHF milliards)	Description
Swaps de change USD/CHF	899	Montant en cours; jusqu'à 1 an; moyenne avril 2001. Source: propre estimation, Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2002).
Opérations de dépôt	environ 100 ¹	Montant en cours. Source: propre estimation.
Pensions de titres (marché interbancaire)	22,6	Montant en cours; moyenne décembre 2003. Source: Eurex Repo.
Dépôts à terme de la clientèle bancaire	46,1	Montant en cours; durée résiduelle jusqu'à 1 an; avoirs au jour le jour (call money) compris; fin 2003. Source: BNS.
Placements fiduciaires	14,8	Montant en cours; fin 2003. Source: BNS.
Créances comptables à court terme	10,7	Montant en cours; fin 2003. Source: BNS.
Swaps sur indice «tom-next»	490,6	Volume comptable moyen en cours de 16 «market makers»; 2001. Source: Trauth (2002, p. 36).
«Forward rate agreements»	261,1	Volume comptable en cours; fin juin 2001. Source: BRI (2002).
Futures sur taux d'intérêt	277,5	Volume comptable en cours (open interest); fin janvier 2004. Source: Reuters.

1 Il n'existe malheureusement aucune donnée fiable à propos des opérations de dépôt.

1.1 Swaps de change

Lors d'un swap de change, des devises sont achetées (ou vendues) au comptant et vendues (ou achetées) simultanément à terme. Le taux swap (écart négatif ou positif par rapport au cours comptant) se calcule à l'aide de la différence entre les taux d'intérêt appliqués aux deux monnaies pendant la durée correspondante. Les risques liés aux swaps de change sont le risque de crédit (risque de perte de la créance), le risque du marché (risque de perte de valeur de la créance) et le risque de règlement.²

Sur le marché interbancaire, le volume des swaps de change l'emporte aussi bien sur celui des opérations de dépôt que sur celui des pensions de titres. On recourt surtout aux swaps USD/CHF dans la gestion à court terme de liquidités. Les banques concluent leurs opérations principalement au moyen de la plateforme électronique Reuters Dealing, au moyen de Reuters Matching et de Voice Broker, plus rarement par téléphone. En avril 2001, le montant en cours était estimé à CHF 899 milliards et le volume journalier moyen à CHF 59 milliards, dont 75% avaient une durée inférieure ou égale à 7 jours.³

2 Le risque de règlement réside dans le danger qu'un des cocontractants ne devienne insolvable lors d'une transaction et ne puisse faire face à ses obligations bien que l'autre cocontractant ait déjà effectué la prestation convenue. Ce risque peut être éliminé par l'exécution simultanée des paiements des deux cocontractants.

3 Voir BRI (2002).

4 Les opérations au jour le jour «overnight» (ON), «tom-next» (TN) et «spot-next» (SN) ont toutes une durée d'un jour bancaire. Le règlement d'une opération ON a lieu au jour de la conclusion T, celui d'une opération TN à T+1 et celui d'une opération SN à T+2.

1.2 Opérations de dépôt

Les opérations de dépôt sont des placements ou des crédits interbancaires en blanc. Dans la gestion à court terme de liquidités, elles sont le deuxième instrument quant au volume du marché. Le montant en cours se chiffre à quelque CHF 100 milliards. Le volume d'une durée «tom-next» dépasse celui des autres durées.⁴ L'impôt anticipé ne s'applique pas aux opérations interbancaires d'une durée inférieure ou égale à 12 mois. Les placements et les crédits en blanc sont également conclus entre banques et non banques sur le marché monétaire.

Les banques s'efforcent de plus en plus de réduire leur risque de crédit. Elles le font, par exemple, en fixant une limite maximale au montant d'une créance en fonction de sa durée. Comme la créance continue cependant d'être en blanc, ces limites n'éliminent pas totalement le risque de crédit, mais restreignent la perte potentielle maximale à la limite fixée. Les banques décident si une limite est accordée aux cocontractants en devenant ou ne l'est pas. Celle-ci est normalement inversement proportionnelle à la durée de l'opération. A partir d'une durée d'environ 1 mois, la liquidité du marché interbancaire des dépôts diminue considérablement.

En fonction de la solvabilité et du «rating»,⁵ des agios différents, par rapport au LIBOR⁶ de la durée correspondante, sont généralement exigés. Conformément aux prescriptions en matière de fonds propres de l'art. 12 de l'Ordonnance sur les banques, les agios requis d'établissements non bancaires doivent être supérieurs à ceux exigés des banques, dans la mesure où il est tenu compte dans la fixation du prix des coûts de fonds propres engendrés par l'opération de dépôt.

En raison de l'abaissement général des limites et de l'activité croissante du marché des pensions de titres, les opérations de dépôt ont tendance à diminuer. L'utilisation grandissante de produits dérivés sur le marché monétaire à des fins de couverture contribue également à ce recul.

Le marché interbancaire des opérations de dépôt est beaucoup moins transparent que celui des pensions de titres. Alors que les opérations de dépôt sont souvent proposées par des courtiers et conclues par téléphone ou par Reuters Dealing, les cocontractants se font normalement directement face dans les pensions de titres négociées électroniquement.

5 La solvabilité indique la qualité d'un débiteur quant à sa capacité à prendre un crédit et à le rembourser. Les «ratings» sont des classements de solvabilité effectués par des agences spécialisées indépendantes.

6 Le LIBOR (London interbank offered rate) est le taux d'intérêt qu'un débiteur de premier ordre devrait payer pour un crédit en blanc sur le marché monétaire. Il est fixé quotidiennement pour les monnaies principales par la British Bankers' Association

(BBA). Sa base de calcul est le taux de dépôt (cours d'offre) des banques participant à la détermination du LIBOR. La BBA choisit ces banques en fonction de leur réputation, de leur expérience dans la monnaie concernée et de leur solvabilité. La fixation du LIBOR en CHF se fonde sur les taux d'intérêt de 12 banques, dont les trois taux les plus élevés et les trois taux les plus bas sont exclus de la moyenne (voir www.bba.org.uk).

1.3 Pensions de titres

Economiquement, une pension de titres est un prêt couvert par des papiers-valeurs. Le preneur de liquidités vend des titres au bailleur de fonds et convient de les racheter à une date ultérieure. Il paie à son cocontractant un intérêt correspondant à la durée de la pension.

Le marché interbancaire des pensions de titres en CHF est récent par rapport à ceux en EUR et en USD. Les pensions de titres en CHF ont été conclues pour la première fois en 1999 sur la plateforme électronique Eurex Repo. La renonciation de l'Administration fédérale des contributions à prélever un droit de timbre sur les pensions de titres a contribué de manière décisive au lancement de ce marché en Suisse. La BNS a joué également un rôle important en utilisant les pensions de titres comme instrument de politique monétaire à partir de 1998 déjà.

Les pensions de titres se divisent, suivant leur fonction, en pension générale («general collateral» ou GC) et en pension spéciale. Si le placement ou la collecte à court terme de fonds sont les motifs de l'opération, comme dans le cas des swaps de change et des opérations de dépôt, il s'agit d'une pension générale de titres (opération sur le marché monétaire). Dans ce type d'affaire, les cocontractants ne conviennent normalement que de la catégorie, de la qualité et de la dénomination de la garantie. Quatre paniers de titres sont actuellement à disposition pour les pensions en CHF.⁷

En revanche, lorsqu'une pension de titres se rapporte à un titre déterminé, on parle alors de pension spéciale (opération sur le marché des capitaux). Les pensions de titres spéciales, qui ne jouent qu'un rôle secondaire sur le marché monétaire en francs, permettent de financer des positions longues et de couvrir des positions courtes.⁸ De plus, le rendement d'un portefeuille de titres peut être accru par la conclusion de pensions spéciales.⁹

Le risque de crédit peut être maîtrisé non seulement par des limites maximales lors d'opérations de dépôt, mais aussi par la prise en pension de titres. Le recours à des garanties dans les pensions de titres

permet de réduire nettement le risque de crédit. L'évaluation quotidienne des «collaterals» et le déclenchement automatique d'appels de marges contribuent également à une plus forte sécurité. Dans la mesure où le preneur de liquidités livre des garanties, sa solvabilité joue un moindre rôle aux yeux du bailleur de fonds. Les garanties à disposition permettent à tout moment au preneur de liquidités d'avoir accès à la manne du marché. Le risque d'un manquement inopiné de liquidités (risque de liquidité) est donc réduit par le rôle des garanties collatérales en tant que succédané d'argent.

Ce sont notamment les taux d'intérêt correspondants qui déterminent si un bailleur de fonds place ses liquidités dans des opérations de dépôt ou prend des titres en pension. Plus grand est l'écart (spread) entre le taux des opérations de dépôt et celui des pensions de titres, plus attrayante est l'opération de dépôt par rapport à la pension de titres.

L'écart entre les deux instruments s'explique par le coût lié aux garanties lors de pensions de titres et par la prime de risque. Le taux d'intérêt d'une pension de titres est inférieur à celui d'une opération de dépôt, car le preneur de liquidités met des garanties en pension. Les frais dus à l'approvisionnement en garanties pourraient se chiffrer à quelque 10 points de base (pb).¹⁰ Dans son calcul de la prime de risque de crédit, le bailleur de fonds se fonde sur la probabilité de défaut du cocontractant. De 1920 à 2003, le taux annuel moyen des défections s'est inscrit à 0,15% dans la catégorie des émetteurs de titres ayant qualité de placement (investment grade).¹¹ De plus, contrairement à une pension de titres, une opération de dépôt entraîne des frais de fonds propres. Lorsque les créances à court terme des banques (dont le siège principal se trouve dans un pays de l'OCDE) ne sont pas couvertes et que le rendement des fonds propres est de l'ordre de 10%, les exigences en matière de fonds propres posées par l'art. 12 de l'Ordonnance sur les banques entraînent un coût de fonds propres de 20 pb. En tenant compte de ces frais, l'écart entre les taux d'intérêt des dépôts et des pensions devrait atteindre au moins 20 pb.

7 Un panier contient une ou plusieurs catégories de titres mobilisables comme garanties de valeur égale. Un «rating» minimal ou un volume d'émission minimal limitent l'ensemble des papiers-valeurs d'un même panier. Les paniers suivants se trouvent sur le marché interbancaire des pensions de titres en CHF: le CHF GC Basket (reconnaisances de dette libellées en CHF de la Confédération, des cantons, des banques étrangères, d'Etats étrangers ainsi que lettres de gage), l'Euro GC Basket (emprunts d'Etat allemands et autrichiens libellés en EUR d'un volume d'au moins EUR 1 milliard), le German Jumbo Pfandbriefe GC

Basket (lettres de gage allemandes libellées en EUR d'un volume d'au moins EUR 1 milliard) et le SMI GC Basket (toutes les actions de l'indice SMI). Les titres pris en pension par la BNS sont regroupés en un seul panier, le SNB GC Basket, qui comprend le CHF GC Basket, l'Euro GC Basket et le German Jumbo Pfandbriefe GC Basket.

8 Une position longue est une position découlant de l'achat d'un titre. Une position courte résulte de la vente d'un titre qui n'a pas été acheté (vente à découvert). Une position longue profite de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours, une position courte de la hausse

des taux d'intérêt et de la baisse des cours.

9 Voir Veyrassat (2003).

10 100 pb correspondent à un point de pourcentage.

11 Voir Moody's (2004).

Le graphique 1 indique l'évolution des écarts (moyenne annuelle) entre les taux des dépôts cotés et des pensions négociées sur le marché interbancaire pour des fonds d'une durée de 1 semaine et de 3 mois. De 2000 à 2003, les écarts sont passés de 9–11 à 5–8 pb.

Il résulte des explications antérieures que le prix de l'assurance, ou disagio, des pensions de titres par rapport aux placements en blanc peut être considéré comme faible pour le bailleur de fonds. La diminution des écarts depuis 2000 s'explique aussi par l'abaissement du coût lié aux garanties, car il a été recouru de plus en plus à des titres disponibles mais encore non mobilisés, par exemple, par le Securities Lending and Borrowing (SLB) et par des systèmes de gestion efficaces des «collaterals».

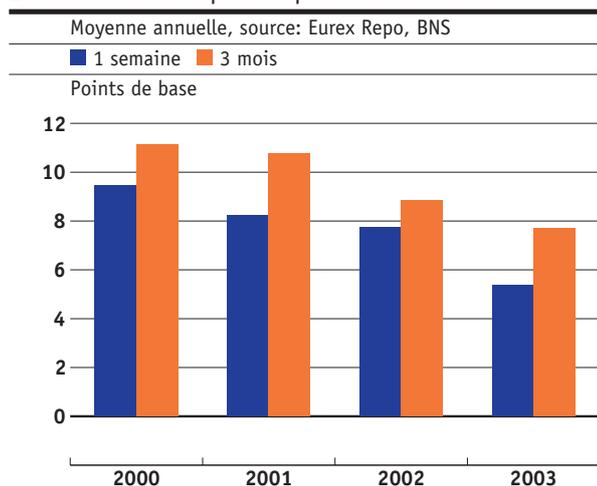
Dans ces circonstances, le preneur de liquidités est prêt à payer un taux des pensions de titres plus élevé puisque ses coûts collatéraux pour un taux d'intérêt des dépôts donné ont diminué. De plus, l'adoption par la BNS d'une politique de taux d'intérêt proche de zéro pour un taux appliqué aux pensions de titres donné, au mois de mars 2003, a contribué au renforcement de la baisse des écarts de taux entre les pensions de titres et les dépôts à terme d'une durée d'une semaine, passant en moyenne de 8 pb en 2002 à 5 pb en 2003. Durant la seconde moitié de 2003, les taux d'offre appliqués aux dépôts en blanc de 1 semaine ont été cotés à 10 pb en moyenne, ce qui correspond à peu près au coût des garanties dans les pensions de titres.

Le négoce des pensions de titres a lieu sur la plateforme électronique Eurex Repo. Plus de 100

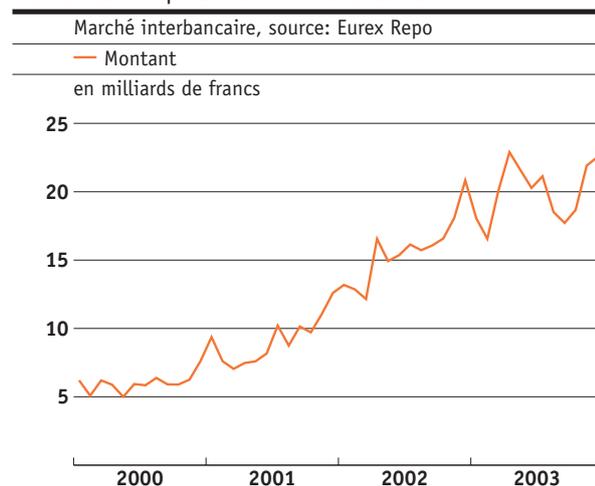
banques ont déjà signé le contrat-cadre suisse administrant les pensions de titres.¹² L'UBS Investment Bank, le Credit Suisse et l'Union Suisse des Banques Raiffeisen opèrent régulièrement comme «market maker», fixant les cours d'achat et d'offre (bailleur de fonds) et les cours de vente et de demande (preneur de liquidités) pour des durées jusqu'à 6 mois en règle générale.¹³ La plateforme électronique assure une forte transparence. Le système indique les prix et volumes de toutes les opérations conclues ainsi que le nom des banques fixant des cours. Les pensions de titres sont traitées par l'intermédiaire des compagnies SIS SegInterSettle AG (SIS) et Swiss Interbank Clearing AG (SIC). Les conditions d'accès au marché des pensions de titres dépendent donc de celles d'Eurex Repo, du SIS, du SIC et de la BNS. Les prestations du SIS sont essentiellement de trois sortes. Elles permettent le traitement automatique des opérations, l'évaluation quotidienne des créances et des engagements ainsi que le déclenchement automatique des appels de marges et des compensations.¹⁴

Il ressort du graphique 2 que le montant en cours du marché interbancaire se chiffrait à CHF 6,2 milliards (moyenne mensuelle) en janvier 2000 et s'élevait à CHF 22,6 milliards en décembre 2003. Durant la même période, le volume mensuel est passé de CHF 24,5 à 63,4 milliards. En 2003, la croissance du marché des pensions a été interrompue, les taux du marché monétaire proches de zéro réduisant généralement les activités sur ce marché. Les coûts d'opportunité de la conservation de liquidités étant bas, leur optimisation est aussi devenue moins attrayante.

Graphique 1
Écarts entre les dépôts et pensions de titres



Graphique 2
Montants des pensions de titres en cours



12 Le contrat-cadre suisse des pensions de titres régit les rapports juridiques entre preneur et bailleur de liquidités.

13 Un «buy» ou «bid quote» est un cours d'achat (cours de demande), un «sell» ou «ask quote» un cours de vente (cours d'offre). Le cours d'achat est toujours inférieur au cours de vente.

La différence entre les deux cours est le « bid-ask-spread ».

14 Les compensations concernent les distributions relatives aux garanties telles que les paiements de coupons en dépôt chez le bailleur de liquidités pendant la durée de la pension, qui sont crédités au preneur de liquidités.

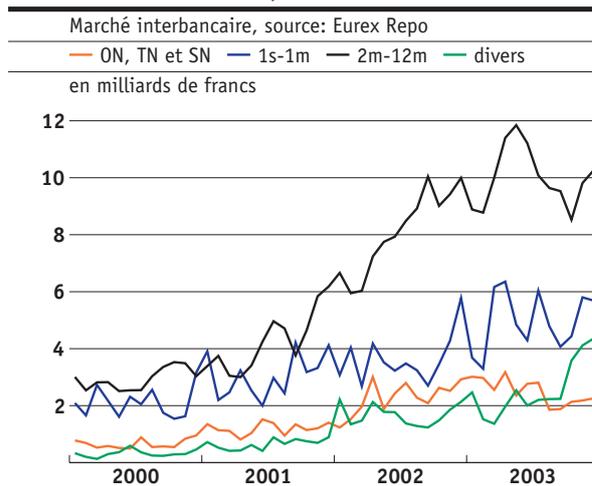
Les montants en cours et les volumes mensuels sur le marché interbancaire des pensions de titres, ventilés en fonction des diverses durées, figurent dans les graphiques 3 et 4. En décembre 2003, les pensions d'une durée de 2 à 12 mois formaient 45% du montant en cours, mais 4% seulement du volume mensuel. On recourt surtout aux pensions de titres dans la gestion à court terme de liquidités. Les pensions au jour le jour (ON, TN et SN), dont la durée est de 1 jour bancaire, constituaient 74% du volume, mais seulement 10% du montant en cours en décembre 2003. Il faut attribuer la réduction du volume mensuel des pensions au jour le jour à l'assouplissement de la politique monétaire que la BNS a effectué au milieu 2003. En 2003, 57 transactions par jour ont été conclues en moyenne. De janvier 2000 à décembre 2003, la durée résiduelle moyenne de tous les contrats de pension est passée de 28 à 47 jours.

Le graphique 5 indique les ventes et rachats mensuels de titres effectués l'an passé lors de pensions de titres (marché interbancaire et BNS). La majeure partie des transactions a été exécutée au

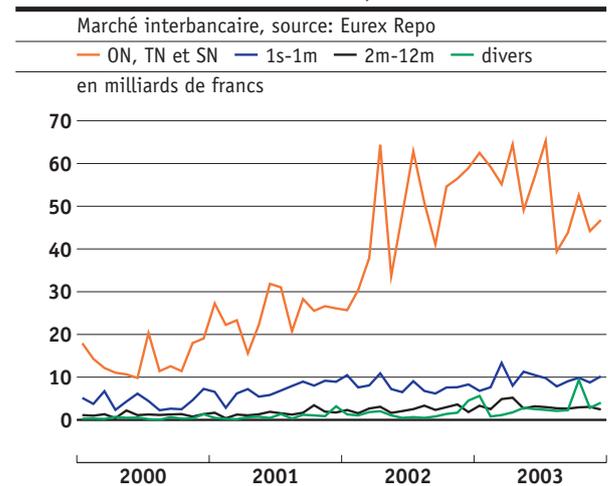
jour ordinaire d'exécution. Il ressort du graphique 6 que seules de rares opérations n'ont été effectuées qu'un jour bancaire après la date ordinaire d'exécution (retard). Vu le faible nombre de transactions dans lesquelles le paiement ou la livraison ont été effectués en retard, on peut affirmer que les banques gèrent leurs liquidités et leurs garanties de manière consciencieuse. Un retard dans le paiement ou la livraison entraîne des frais de gestion et, de plus, la réputation de la partie fautive en souffre.

Le marché interbancaire des pensions de titres pourrait continuer à progresser et réduire ainsi celui des opérations de dépôt. Il faut se féliciter d'un remplacement étendu des dépôts par les pensions de titres. Se substituant à l'assurance mise dans les limites accordées aux cocontractants, la pension de titres contribue, grâce à la réduction des risques de crédit, de liquidité et de règlement, à accroître la confiance dans le fonctionnement du système financier et, partant, à réduire les risques systémiques sur la place financière suisse.

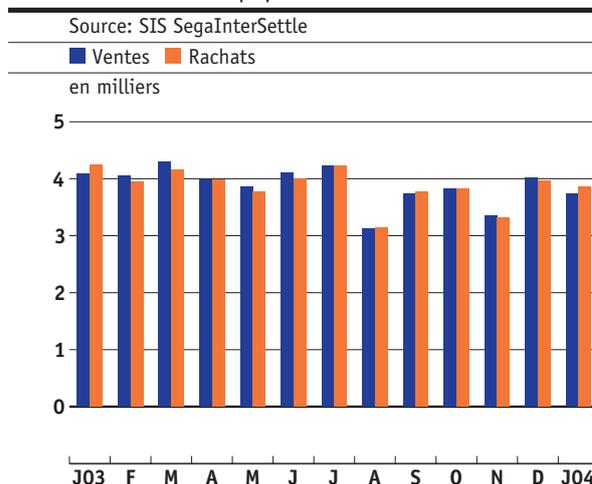
Graphique 3
Montants et durées des pensions de titres en cours



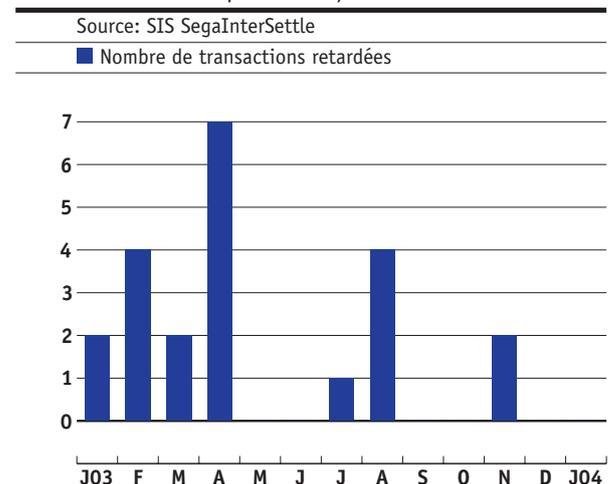
Graphique 4
Chiffres d'affaires mensuels des pensions de titres



Graphique 5
Ventes et rachats de papiers-valeurs



Graphique 6
Pensions de titres: paiements/livraisons en retard



1.4 Dépôts à terme et placements fiduciaires

Les dépôts à terme, qui font partie de la masse monétaire M_3 , sont des placements d'une durée fixe de 1 à 12 mois, que les clients effectuent auprès de leurs banques. A fin 2003, les dépôts à terme dans les banques en Suisse (avoirs au jour le jour compris),¹⁵ toutes monnaies confondues, se chiffraient à CHF 71 milliards. La part du CHF atteignait 65%, l'EUR et l'USD s'inscrivaient respectivement à 17 et à 14%.

Les placements fiduciaires sont des dépôts à terme qu'une banque investit en son propre nom, mais pour le compte et au risque du client. Contrairement aux dépôts à terme, ils ne figurent pas au bilan des banques et ne sont donc pas inclus dans l'agrégat monétaire M_3 . En règle générale, ils sont placés dans des banques tierces à l'étranger, notamment dans des succursales de banques suisses.

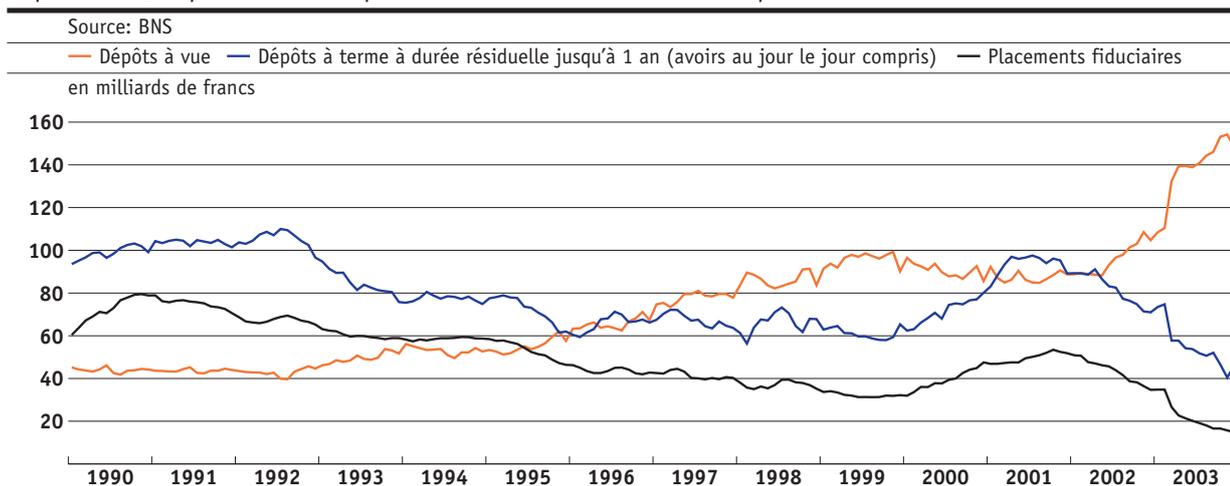
L'attrait des placements fiduciaires réside dans le fait que leur revenu est exempt d'impôt anticipé. L'exonération a pour conditions que l'argent soit placé dans une banque à l'étranger, que la banque en Suisse n'assume aucun risque et qu'il y ait un contrat écrit entre le client et la banque en question. La commission fiduciaire que le client verse peut aller jusqu'à 50 pb. Les clients ne déterminent que partiellement dans quelle banque à l'étranger l'argent sera placé. Par la fixation d'une limite, le risque de crédit qu'encourt le client peut être restreint.

A fin 2003, les placements fiduciaires en cours de banques en Suisse, toutes monnaies confondues, se chiffraient à CHF 408,4 milliards. Environ 80% de ces fonds provenaient de l'étranger. Quelques 90% des placements fiduciaires étaient investis en USD, EUR et CHF. La part du CHF était de 3,6% à fin 2003, celle de l'EUR de 33,1% et celle de l'USD de 52,3%. A fin 1990, la part du CHF était à son apogée, dépassant alors 20%.

Les dépôts à terme et les placements fiduciaires sont soumis à de fortes fluctuations dues à l'évolution des taux d'intérêt. Le graphique 7 démontre que l'adoption par la BNS d'une politique de taux d'intérêt proche de zéro, au mois de mars 2003, a fait massivement diminuer les dépôts à terme et les placements fiduciaires. A fin décembre 2003, le taux d'intérêt appliqué aux dépôts à terme d'une durée de 3 mois est tombé à 10 pb. De fin 2002 à fin 2003, les dépôts à terme (avoirs au jour le jour compris) fléchissaient de 35% pour s'inscrire à CHF 46,1 milliards. Durant la même période, les placements fiduciaires en CHF diminuaient de 57% à CHF 14,8 milliards. A fin 1990, ils s'élevaient encore à près de CHF 80 milliards. Les coûts d'opportunité de la conservation de liquidités étant bas, les clients ont détenu leurs fonds surtout à vue. De fin 2002 à fin 2003, ceux-ci ont augmenté de 41% et se sont chiffrés à CHF 148 milliards.

Graphique 7

Dépôts à vue, dépôts à terme et placements fiduciaires dans les banques en Suisse



15 Les avoirs au jour le jour ou «call money» sont des placements sans durée fixe. En règle générale, le délai de résiliation (pour le montant total ou partiel) est de 48 heures. Le taux est adapté constamment à celui du marché. Ainsi, cette forme de placement est indiquée lorsqu'on prévoit des hausses de taux.

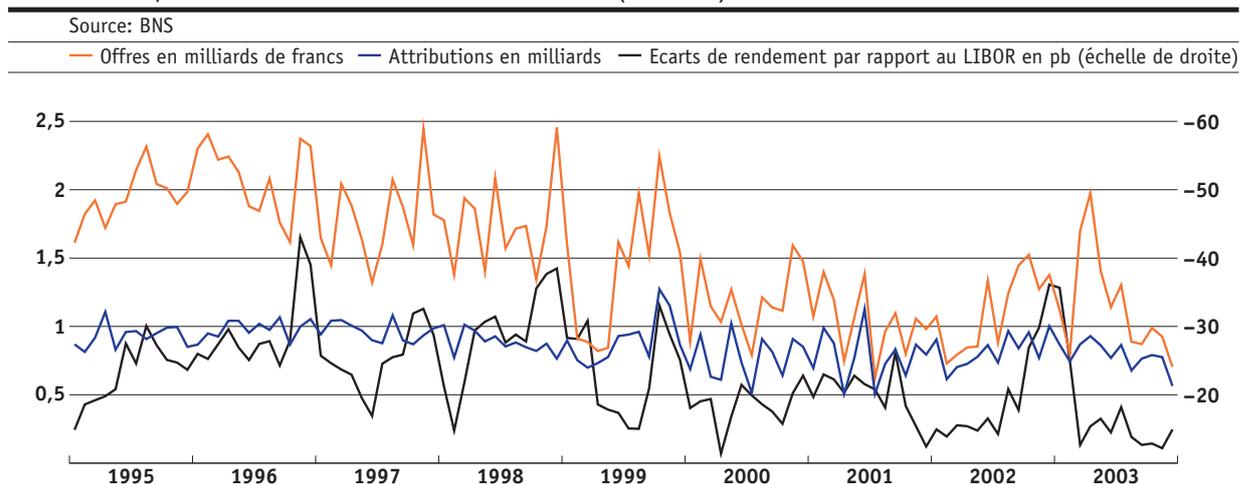
1.5 Créances comptables à court terme de la Confédération

Pour son refinancement à court terme, la Confédération participe au marché monétaire en émettant des créances comptables à court terme (CCCT). Il s'agit de créances comptables négociables au moyen d'un escompte et inscrites dans un registre. La plus petite dénomination se monte à CHF 50 000.-.

Par vente aux enchères, l'émission a lieu une fois par semaine sur la plateforme électronique Eurex Repo. La durée des CCCT est normalement de 3 mois, plus rarement de 6, voire de 12 mois. A fin 2003, les CCCT en cours se chiffraient à CHF 10,7 milliards. Depuis 1995, ce montant a oscillé entre CHF 10,2 et 17,1 milliards. Il ressort de l'évolution des offres figurant dans le graphique 8 que l'intérêt porté aux CCCT a sensiblement diminué. Les offres, lors d'enchères de CCCT à 3 mois avec libération en décembre 2003, s'inscrivaient en moyenne à CHF 0,7 milliard. La Confédération étant un débiteur de tout premier ordre, la rémunération des CCCT est régulièrement inférieure au LIBOR correspondant, ce qui explique en partie le faible engouement pour ces placements. Durant la période considérée, les attributions effectuées par la Confédération ont aussi eu tendance à diminuer.

Sur le marché monétaire en USD, un commerce abondant de «treasury bills», «commercial papers», «medium-term notes», «bankers acceptances» et «certificates of deposit» a lieu.¹⁶ Il n'y a pas de marché comparable en CHF. La raison a été longtemps le droit de timbre prélevé sur les papiers-valeurs. Bien que la révision en 1998 de la Loi sur les droits de timbre ait abrogé l'impôt sur les titres du marché monétaire, leur négoce ne s'est pas accentué pour autant en Suisse. Avant 1998 déjà, les CCCT n'étaient pas soumises au droit de timbre, puisqu'elles ne sont pas émises sous forme de papiers-valeurs.

Graphique 8
Créances comptables à court terme de la Confédération (à 3 mois)



16 Voir Fabozzi, Mann et Choudhry (2002, p. 1).

1.6 Produits dérivés

Les swaps sur indice «tom-next», les «forward rate agreements» et les futures sur taux d'intérêt ainsi que leurs options font partie des produits dérivés auxquels recourent les courtiers du marché monétaire. Leur actif sous-jacent est un taux d'intérêt.

Swaps «tom-next» sur indice

Le swap sur indice «tom-next» (TOIS) est un produit dérivé de taux d'intérêt au marché très liquide, auquel participent outre des banques sises en Suisse des banques internationales domiciliées à l'étranger.¹⁷ Les TOIS complètent les swaps de durées à plus court terme non couvertes par les swaps de taux d'intérêt.¹⁸ Par rapport aux instruments correspondants libellés dans d'autres monnaies, le TOIS est un instrument du marché monétaire en francs relativement récent.¹⁹

Le TOIS est une opération de gré à gré (over the counter).²⁰ L'acheteur paie à l'échéance un intérêt fixe et reçoit un intérêt variable pour la durée convenue. Dans ce cas, seule la partie qui a une créance nette sur son cocontractant reçoit la différence entre le paiement d'intérêts fixes et variables. Le paiement d'intérêts variables est lié à un indice «tom-next», dénommé aussi «TOIS fixing». L'indice «tom-next» se calcule quotidiennement à partir de la moyenne des taux de demande pour crédits interbancaires «tom-next» en blanc de 30 banques. Les trois taux d'intérêt les plus élevés et les trois les plus bas sont exclus de la moyenne. Contrairement aux swaps de taux d'intérêt, le paiement d'intérêts variables se calcule d'après les intérêts courus réinvestis quotidiennement dans l'indice «tom-next». Les taux d'offre et de demande sur lesquels se fonde le paiement d'intérêts fixes sont déterminés par les «market makers» pour différentes durées. Les TOIS peuvent être également conclus à terme.

Comme aucuns capitaux ne sont échangés, le risque de crédit ne porte que sur la créance nette ou l'engagement net. Les durées s'étendent de 1 semaine à 2 ans. Les gestionnaires de liquidités désireux de s'assurer contre les fluctuations de taux à court terme disposent là d'un instrument intéressant. Les pensions de titres et opérations de dépôt ainsi que les différences d'échéance entre l'actif et le passif peuvent être couvertes par des TOIS. En achetant par exemple un TOIS, un preneur de crédit assurera, pour la durée du TOIS correspondante, un crédit au jour le jour refinancé quotidiennement contre une hausse de taux. Les TOIS servent aussi à la spéculation.

Le commerce de TOIS a commencé en 1998. Quant à son volume comptable, le TOIS est le produit dérivé sur taux d'intérêt le plus liquide du marché monétaire en francs. En 2001, le volume comptable en cours de 16 «market makers» se chiffrait en moyenne à CHF 490,6 milliards.²¹ Le négoce s'effectue par téléphone ou sur des plateformes électroniques telles que Reuters Dealing. Aussi bien les banques que les courtiers fixent régulièrement les taux d'offre et de demande applicables aux TOIS. L'écart entre ces taux est d'environ 3 à 4 pb.

«Forward rate agreements»

Un «forward rate agreement» (FRA) est une opération de gré à gré, c'est-à-dire que ses modalités sont négociées par les parties concernées.²² La durée du contrat débute à la date d'exécution, à savoir à une date future convenue par les parties lors de la conclusion du FRA. Dans le cas, par exemple, d'un FRA de 3 sur 6 mois, la durée du contrat est de 3 mois et commencera dans 3 mois. L'acheteur recevra, au jour d'exécution, la différence actualisée, par rapport au montant nominal, entre le taux de référence et le taux FRA convenu au jour de conclusion. Le taux de référence (le LIBOR en règle générale) sera fixé au jour de fixation, à savoir normalement 2 jours de négoce avant le jour d'exécution. Le paiement compensatoire est actualisé, car il est fait au début de la période du contrat. Les modalités de négoce sur le marché des FRA sont fixées par la BBA.

L'achat (la vente) d'un FRA permet d'assurer un crédit futur (un placement futur) contre la hausse (la baisse) des taux d'intérêt. L'achat d'un FRA, c'est-à-dire la constitution d'une position longue en FRA, donne la possibilité d'effectuer des spéculations sur la hausse de taux d'intérêt (lorsqu'un courtier est d'avis que le taux de référence au jour de fixation sera supérieur au taux à terme en vigueur aujourd'hui). Les crédits et les placements peuvent également être couverts par des options d'achat ou de vente de FRA.

Le marché des FRA libellés en CHF est liquide. D'après les enquêtes effectuées par la BRI, le volume comptable en cours est cependant passé de CHF 483,8 à 261,1 milliards entre fin juin 1998 et fin juin 2001. Durant la même période, la valeur marchande a diminué de CHF 758 à 521 millions.²³ Les banques et courtiers fixent les taux FRA. Comme les TOIS, les FRA sont négociés par téléphone ou sur des plateformes électroniques telles que Reuters Dealing. L'écart entre les taux d'offre et de demande se chiffre entre 2 et 4 pb.

17 Voir Trauth (2002).

18 Un swap de taux d'intérêt est un instrument du marché des capitaux. En règle générale, les taux variables se fondent sur le LIBOR.

19 Sur les marchés étrangers, les swaps sur indice «overnight» («ON index swaps» ou OIS) com-

plètent les swaps de durées à plus court terme non couvertes par les swaps de taux d'intérêt. L'instrument correspondant sur le marché monétaire en EUR se fonde sur l'EONIA («euro ON index average»). Ce taux d'intérêt est un indice ON pondéré d'après les transactions en blanc

sur le marché interbancaire. Quelque 50 banques participent à la fixation de l'EONIA calculé par la Banque centrale européenne.

20 Les caractéristiques d'une opération de gré à gré sont les suivantes: pas de date standard d'échéance, pas de négoce en

bourse et pas de contrepartie centrale.

21 Voir Trauth (2002, p. 36).

22 Voir Fabozzi, Mann et Choudhry (2002, pp. 221-228).

23 Voir BRI (1999 et 2002).

Futures sur taux d'intérêt

Un future sur taux d'intérêt est également une opération à terme, à vrai dire une version standardisée de FRA. Il peut servir à la couverture de risques ou à la spéculation. L'assurance contre la hausse (la baisse) de taux d'intérêt s'effectue par la vente (l'achat) de futures sur taux d'intérêt.

Les futures sur taux d'intérêt en CHF et les options correspondantes sont négociés sur le marché anonyme de la Bourse londonienne Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange) qui fait partie du groupe Euronext. Le commerce des futures a lieu donc sur la plateforme électronique Liffe Connect.²⁴ La standardisation accroît la liquidité du marché et la transparence des prix. Contrepartie centrale, la London Clearing House (LCH) garantit tous les contrats. Elle effectue également tous les règlements et les ordres sont consignés dans un registre central. La conclusion s'effectue par «matching» automatique. Les positions des cocontractants sont réévaluées quotidiennement (mark-to-market). Chaque jour, les gains sont crédités et les pertes débitées des comptes de marges (variation margin). La marge initiale (initial margin) versée par chaque membre de la chambre de compensation préserve la LCH de pertes résultant des défections des cocontractants. Lorsque le montant du compte est inférieur au niveau de dépôt requis, c'est-à-dire à la garantie minimale à maintenir à tout moment (maintenance margin), la différence doit être versée. En raison de la compensation multilatérale, les appels de marges peuvent être réduits. En règle générale, les futures sur taux d'intérêt arrivent à échéance à chaque fin de trimestre, soit en mars, juin, septembre et décembre.

De 2001 à fin janvier 2004, le volume comptable en cours a augmenté continuellement pour s'inscrire à CHF 277,5 milliards.

2 Participants au marché monétaire en francs

2.1 La BNS

Quasiment quotidiennement, la BNS procure des liquidités aux banques par l'intermédiaire de pensions de titres. Celles-ci se concluent normalement le matin lors d'enchères ou en cours de journée bilatéralement. Les banques se voient alors créditer les liquidités sur leur compte de virements non rémunéré qu'elles détiennent auprès de la BNS. Les besoins des banques en comptes de virements en fin de journée résultent surtout des modalités afférentes aux réserves minimales que fixe la Loi sur la Banque nationale. Selon ces dispositions, les banques doivent couvrir leurs engagements à court terme à l'aide de leurs encaisses en pièces de monnaie et billets de banque et de leur compte de virements auprès de la BNS.

Comme la BNS, en règle générale, ne met des liquidités à disposition que par des pensions de 1 nuit (ON) à 3 semaines, la demande émanant des banques se renouvelle sans cesse. Une autre partie de la demande provient du trafic des paiements et des mesures de précaution. Depuis 1999, la BNS offre également des liquidités par pensions de titres dans le cadre de crédits intrajournaliers (intraday repos). Ces liquidités couvrent la plus grande partie de la demande d'avoirs en comptes de virements découlant du trafic des paiements.

Les liquidités que la BNS met à disposition font l'objet d'un négoce sur le marché interbancaire. Leur prix et leur volume influencent les taux d'intérêt en vigueur sur ce marché. La demande de liquidités, leur répartition, la durée, les anticipations de taux d'intérêt, les «collaterals» livrés et la solvabilité des participants déterminent également les taux d'intérêt. Le taux d'intérêt sur le marché monétaire en francs qui joue un rôle essentiel dans la politique monétaire est le LIBOR à 3 mois, pour lequel la BNS assigne une marge de fluctuation. Elle influence ainsi indirectement le LIBOR en fixant les taux des pensions de titres et les montants des comptes de virements.²⁵ Comme le marché monétaire transmet les impulsions monétaires, la BNS s'efforce de compenser les déséquilibres indésirables qui se manifestent sur ce marché. Son but est l'obtention d'un marché des pensions de titres fonctionnant sans friction.

Depuis l'an 2000, la BNS ne contrôle l'évolution du LIBOR que par pensions de titres, alors que le principal instrument de politique monétaire utilisé antérieurement était les swaps de change, notamment USD/CHF.

24 Voir www.liffe.com.

25 Voir Veyrassat (2001) pour plus de détails au sujet de l'influence de la BNS sur le LIBOR à 3 mois.

2.2 Banques commerciales

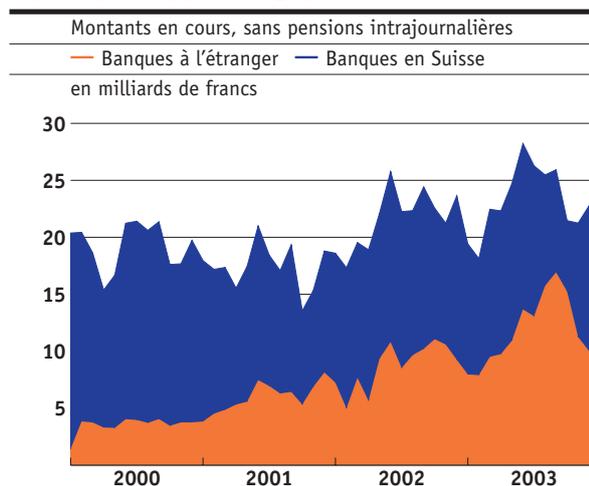
Les banques domiciliées en Suisse et à l'étranger forment la catégorie la plus importante des participants au marché monétaire. La plus grande partie des mouvements visant à équilibrer les paiements sur le marché interbancaire est effectuée à très court terme, notamment par des opérations «overnight» et «tom-next». Les grandes banques suisses, les principales banques cantonales et nombre de grandes banques européennes dominent le négoce quotidien en CHF. Seules les banques ayant une solvabilité minimale requise ainsi qu'une bonne réputation ont accès au marché monétaire en blanc comme cocontractant. En revanche, les participants au marché monétaire dont le «rating» est bas, les banques peu connues et les établissements qui ne jouissent pas de la confiance d'autres participants, n'ont accès en règle générale qu'au marché des pensions de titres. Pour les prêts en blanc, les banques doivent payer dans la majorité des cas un taux d'intérêt correspondant au LIBOR. Par contre, le refinancement par pensions de titres s'effectue à des taux inférieurs au LIBOR.

Les banques domiciliées non seulement en Suisse, mais aussi à l'étranger, ont besoin régulièrement de liquidités en CHF. L'accès aux liquidités de la BNS leur est accordé, qu'elles soient sises en Suisse ou à l'étranger. Depuis 1999, la BNS accepte également, mais à certaines conditions seulement, des garanties libellées en EUR.²⁶ Les participants à l'Eurex Repo peuvent faire des offres lors d'enchères de pensions de titres, conclure des pensions intrajournalières et recourir à des crédits lorsqu'ils sont confrontés à des besoins urgents de liquidités.²⁷

En 2003, 66 banques ont conclu des transactions interbancaires sur la plateforme électronique Eurex Repo. Parmi ces établissements, 12 étaient sis à l'étranger et ont réalisé 21% du montant en cours moyen du marché interbancaire des pensions de titres en CHF. Durant la même année, la part des banques domiciliées à l'étranger dans les pensions de titres de la BNS, à l'exclusion des pensions intrajournalières, a même atteint 51%, soit beaucoup plus que sur le marché interbancaire. Le graphique 9 montre la part croissante des banques sises à l'étranger dans le montant en cours des pensions de titres effectuées par la BNS (à l'exclusion toujours des pensions intrajournalières).

Toutefois, le refinancement en CHF des banques à l'étranger a lieu surtout par des swaps de change USD/CHF et par des opérations de dépôt. Les banques à l'étranger participent notamment aux enchères de la BNS des pensions de titres, lorsqu'il y a possibilité d'arbitrage par rapport au marché monétaire en EUR. Les montants en CHF sont alors échangés dans la monnaie correspondante au moyen de swaps de change. Un financement accru par des pensions de titres à la BNS peut contribuer à diminuer la dépendance des banques à l'étranger de leurs banques correspondantes en Suisse. En outre, le risque de liquidité des banques sises à l'étranger peut être réduit par des garanties admises lors de pensions de titres à la BNS. Finalement, une gestion autonome des liquidités en CHF à laquelle procéderaient les banques à l'étranger permettrait de réduire le risque de crédit des banques correspondantes suisses.

Graphique 9
Pensions de titres de la BNS



26 Voir section 1.3.

27 En cas de besoins urgents de liquidités, les banques recourent soit aux avances sur nantissement (crédits lombard traditionnels), soit aux pensions de titres à un taux particulier. D'ici fin

2005, ces pensions remplaceront intégralement les avances sur nantissement. Le taux particulier dépasse de 200 pb celui de l'argent au jour le jour (voir www.snb.ch).

2.3 Courtiers, clients commerciaux des banques et Administration fédérale des finances

Les courtiers ou «brokers» servent d'intermédiaires, sans occuper eux-mêmes de positions, entre les parties offrant et demandant des liquidités et des opérations liées aux taux d'intérêt. La tendance à réduire les limites dans les placements en blanc sur le marché monétaire oblige les courtiers à fournir davantage de produits dérivés. Comme les courtiers courent également le risque d'être évincés du marché monétaire en raison de l'emploi croissant de plateformes électroniques, ils recherchent de nouveaux champs d'exploitation tels que la mise en place de transactions financières plus complexes. Ils s'efforcent aussi d'acquérir de nouveaux clients non bancaires.

Les clients commerciaux des banques opèrent sur le marché monétaire pour gérer leurs propres liquidités. Sur ce marché, les entreprises industrielles et les investisseurs institutionnels placent leurs liquidités excédentaires ou se refinancent à court terme. Les instruments du marché monétaire utilisés sont les swaps de change, les opérations de dépôt, les pensions de titres et les produits dérivés. Concernant le nombre d'opérations, l'instrument le plus utilisé est le swap de change suivi par les opérations de dépôt. Lors de prêts en blanc, les clients commerciaux des banques doivent normalement payer une prime par rapport au LIBOR en fonction de leur «rating».

Finalement, l'Administration fédérale des finances participe aussi au marché monétaire. Contrairement à PostFinance, elle n'opère toutefois pas directement, car la BNS a le mandat de le faire à sa place. D'une part, l'institut d'émission procure ainsi à la Confédération des crédits provenant du marché monétaire permettant de couvrir les positions courtes résultant de la gestion de ses liquidités, puis, d'autre part, la Confédération effectue auprès de la BNS des placements sur le marché monétaire. La BNS les rémunère aux taux en vigueur sur le marché pour les périodes correspondantes. Jusqu'à un montant de CHF 600 millions, les avoirs de la Confédération auprès de la BNS sont rémunérés au taux de l'argent au jour le jour. Finalement, la BNS procède aux enchères des CCCT de la Confédération ainsi qu'aux émissions d'emprunts par l'intermédiaire de la plateforme électronique du marché des pensions de titres.

3 Conclusions

Les taux d'intérêt particulièrement bas en vigueur l'an passé ont modéré l'activité du marché monétaire en francs. En revanche, diverses nouveautés ont enrichi celui-ci ces dernières années. On constate actuellement une augmentation des transactions gagées dans la gestion à court terme de liquidités et une diminution correspondante sur le marché des opérations de dépôt. Les banques recourent ainsi de plus en plus à des garanties pour s'assurer contre les risques de crédit et de liquidité. Les prix du marché en vigueur semblent ne pas toujours couvrir intégralement les risques liés aux opérations de dépôt et les frais de fonds propres qui en résultent. Néanmoins, les swaps de change et les opérations de dépôt prévalent encore dans la gestion à court terme de liquidités.

Une nouvelle augmentation du nombre de pensions de titres dépend d'une meilleure prise en compte des risques de crédit et de liquidité, d'un recours accru à des systèmes de gestion des garanties et de la collaboration étroite, au sein des banques, entre les services des marchés financiers et des marchés monétaires. Cette collaboration permet de mobiliser des garanties encore non utilisées pour se procurer des liquidités. La pension de collatéraux donne en effet la possibilité de se refinancer à tout moment sur le marché interbancaire ou auprès de la BNS.

Grâce à la plateforme électronique Eurex Repo, aux prestations du SIS et du SIC, le marché monétaire en francs dispose d'une infrastructure moderne qui permet un négoce efficace des pensions de titres. En raison de l'importance internationale du CHF, les banques domiciliées à l'étranger, déjà actives dans les produits dérivés du marché monétaire, participeront ainsi davantage au marché interbancaire des pensions de titres.

4 Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux. 2002. *Triennial Central Bank Survey – Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*.

Banque des Règlements Internationaux. 1999. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*.

Banque des Règlements Internationaux. 1996. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*.

Fabozzi, Frank J., Steven V. Mann et Moorad Choudhry. 2002. *The Global Money Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Moody's. 2004. *Default & Recovery Rates of Corporate Bond Issuers*.

Trauth, Thomas. 2002. Tom-Next Index Swaps (TOIS). The Swiss Fixed Income Market. Credit Suisse First Boston: 36–38.

Veyrassat, Antoine. 2001. Steuerung der Geldmarktsätze durch die Schweizerische Nationalbank. *Financial Markets and Portfolio Management* 15: 344–362.

Veyrassat, Antoine. 2003. Der Repo-Markt in Franken gewinnt an Bedeutung. *ClearIT* 16: 8–9.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 16 septembre 2004, 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 ainsi portée à 0,25%–1,25%. 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 0,75%.

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,
case postale, CH-8022 Zurich. Fax: +41 44 631 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>

