

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



Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Décembre 4/2004 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	Chronique monétaire
44	Table des matières, 22^e année, 2004

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Depuis le milieu de 2004, la croissance de l'économie mondiale s'est légèrement ralentie. Cette évolution s'explique principalement par la forte hausse du prix du pétrole, mais aussi par le ralentissement de la conjoncture en Asie, notamment en Chine. L'affaiblissement du dollar a pesé également sur l'évolution dans les pays de l'UE et, dans une moindre mesure, au Japon. En revanche, la croissance économique est restée robuste aux Etats-Unis. Ces derniers mois, les perspectives conjoncturelles se sont quelque peu assombries. La faiblesse du dollar et le prix élevé du pétrole devraient freiner la conjoncture à court terme. Les conditions propices à une croissance durable de l'économie mondiale restent cependant intactes. En effet, la reprise économique repose sur une large assise, et les conditions-cadres monétaires sont toujours favorables.

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au second semestre. Au troisième trimestre, le PIB réel a cependant augmenté de 1,4%, soit à un rythme légèrement inférieur à celui de la période précédente. De plus, la croissance a reposé sur des bases différentes. La demande intérieure a perdu de sa vigueur à la suite de la stagnation de la consommation privée, tandis que les exportations se sont accélérées, après un tassement au deuxième trimestre. Selon les résultats des enquêtes effectuées, la marche des affaires dans l'industrie était toujours favorable, au début du quatrième trimestre, quand bien même la progression des commandes avait faibli. En octobre, les entreprises s'attendaient toujours à une évolution positive de la conjoncture. Sur le marché du travail, on n'a toutefois guère observé de signes d'amélioration. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a stagné au troisième trimestre. Après un léger repli en octobre, le taux de chômage s'est maintenu à 3,8% en novembre. Quant au taux des demandeurs d'emploi, il était toujours de 5,6% en novembre.

Après avoir resserré légèrement les rênes monétaires en juin et en septembre, la Banque nationale a décidé, le 16 décembre 2004, de maintenir à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Elle a ainsi tenu compte de la revalorisation du franc sur les marchés des changes, revalorisation qui a conduit à un durcissement des conditions-cadres monétaires ces derniers mois. Selon la prévision établie par la Banque nationale, les tensions inflationnistes faibliront quelque peu, à moyen terme, à la suite du ralentissement de la dynamique de croissance et de la diminution des liquidités excédentaires.

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

Il ressort des entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale durant les mois de septembre à novembre avec des entreprises de diverses branches que la conjoncture a dans l'ensemble peu changé. Les interlocuteurs estimaient que l'économie était toujours en croissance. Le rythme de la croissance a cependant faibli. Les exportations ont évolué favorablement jusqu'en novembre, mais la demande intérieure, contrairement aux espoirs, ne s'est pas ranimée sensiblement. L'année 2005 était envisagée généralement avec confiance. De nombreuses entreprises s'attendaient à une croissance moindre de leurs chiffres d'affaires. Cependant, le climat est resté fondamentalement positif, en dépit de la faiblesse du dollar et de la forte hausse du prix du pétrole.

L'évolution des investissements directs La position extérieure nette de la Suisse

Ces deux rapports, qui paraissaient auparavant dans le Bulletin trimestriel (no 4), font désormais l'objet d'une publication séparée. «L'évolution des investissements directs en 2003» et «La position extérieure nette de la Suisse en 2003» sont disponibles sur Internet, sous [www.snb.ch/Publications/Balance des paiements et position extérieure nette de la Suisse](http://www.snb.ch/Publications/Balance%20des%20paiements%20et%20position%20ext%C3%A9rieure%20nette%20de%20la%20Suisse).

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-décembre 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 décembre 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
21	2.3 Marché du travail
22	2.4 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt
29	3.2 Cours de change
30	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
31	3.4 Agrégats monétaires
33	3.5 Crédits
34	4 La prévision d'inflation de la BNS
34	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
36	4.2 Prévision d'inflation pour la période allant du 4 ^e trimestre de 2004 au 3 ^e trimestre de 2007
35	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 décembre 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 décembre 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

Depuis le milieu de 2004, la croissance de l'économie mondiale s'est légèrement ralentie. Ce tassement est dû à la forte hausse du prix du pétrole, mais aussi au ralentissement de la conjoncture en Asie, notamment en Chine. L'affaiblissement du dollar a pesé également sur l'évolution dans les pays de l'UE et, dans une moindre mesure, au Japon. En revanche, la croissance économique est restée robuste aux Etats-Unis.

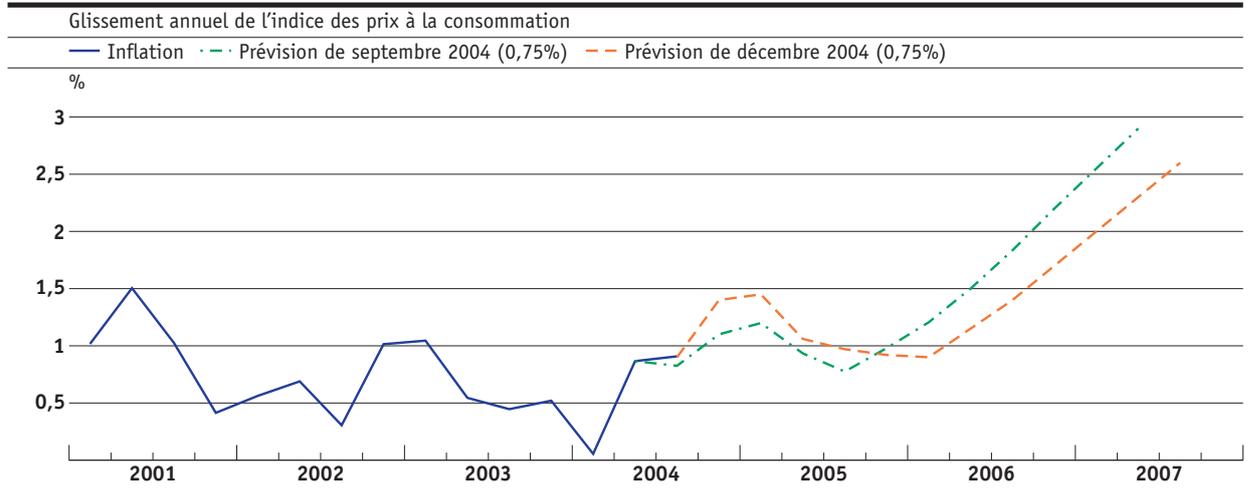
Ces derniers mois, les perspectives conjoncturelles se sont quelque peu assombries. La faiblesse du dollar et le prix élevé du pétrole devraient freiner la conjoncture à court terme. Les conditions propices à une croissance durable de l'économie mondiale restent cependant intactes. En effet, la reprise économique repose sur une large assise, et les conditions-cadres monétaires sont toujours favorables.

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au second semestre. Au troisième trimestre, le PIB réel a cependant augmenté de 1,4%, soit à un rythme légèrement inférieur à celui de la période précédente. De plus, la croissance a reposé sur des bases différentes. La demande intérieure a perdu de sa vigueur à la suite de la stagnation de la consommation privée, tandis que les exportations se sont accélérées, après un tassement au deuxième trimestre. Selon les résultats des enquêtes effectuées, la marche des affaires dans l'industrie était toujours favorable, au début du quatrième trimestre, mais la progression des commandes a faibli. Sur le marché du travail, on n'a toutefois guère observé de signes d'amélioration. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a stagné au troisième trimestre. Après un léger repli en octobre, le taux de chômage s'est maintenu à 3,8% en novembre. Quant au taux des demandeurs d'emploi, il était toujours de 5,6% en novembre.

Pour 2004, la BNS s'attend à une croissance moyenne du PIB de près de 2%. Elle table sur une poursuite de la reprise économique en 2005. Les perspectives conjoncturelles s'étant légèrement assombries sur le plan international, la croissance ne devrait pas gagner en vigueur, et le PIB réel augmentera probablement à un rythme compris entre 1,5% et 2%. Par conséquent, des capacités de production resteront plus longtemps inutilisées, et un retournement de tendance ne devrait être observé sur le marché du travail que dans la seconde moitié de 2005. Ces deux évolutions modèrent les tensions inflationnistes à moyen terme. C'est pourquoi la BNS a décidé, le 16 décembre 2004, de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et de maintenir ce dernier dans la zone médiane de la marge, soit autour de 0,75%.

Selon la prévision de décembre 2004, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation s'inscrira à 1,1% en 2005 et à 1,3% en 2006. La prévision de décembre diffère de celle de septembre sur trois points. En 2005, l'inflation sera – première différence – plus élevée que prévu, du fait de la hausse des prix des produits pétroliers. La tendance à l'accélération de l'inflation – deuxième différence – commence six mois plus tard. Enfin, et c'est là la troisième différence, les tensions inflationnistes sont moins fortes à plus long terme. Toutefois, avec un taux à trois mois inchangé à 0,75%, il faut s'attendre à une accélération sensible de l'inflation. On peut en déduire que la BNS devra durcir sa politique monétaire, au cours des trois prochaines années, pour assurer la stabilité des prix à moyen ou long terme.

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



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

	2004	2005	2006
Inflation annuelle moyenne en %	0,8	1,1	1,3

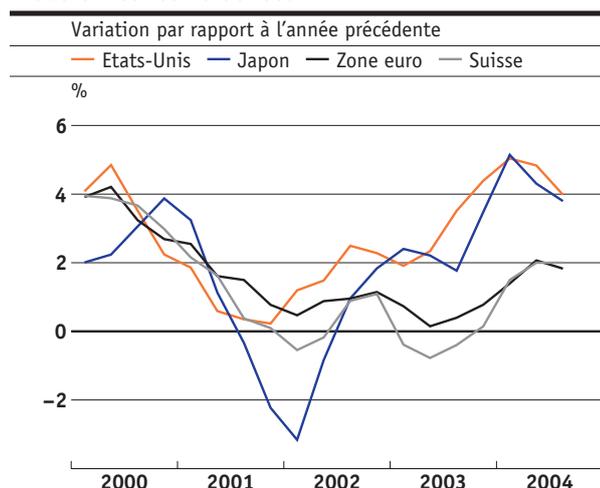
1 Environnement international

Depuis le milieu de 2004, la croissance de l'économie mondiale s'est légèrement ralentie. Ce tassement est dû principalement à la forte hausse du prix du pétrole, mais aussi au ralentissement de la conjoncture en Asie, notamment en Chine. L'affaiblissement du dollar a pesé également sur l'évolution dans les pays de l'UE et, dans une moindre mesure, au Japon. En revanche, la croissance économique est restée robuste aux Etats-Unis.

Croissance robuste aux Etats-Unis

Au troisième trimestre, la croissance du PIB réel des Etats-Unis a augmenté de 3,9%, soit à un rythme supérieur à celui du trimestre précédent. D'importantes impulsions ont découlé de la consommation privée, qui s'est accrue sensiblement après une stagnation au deuxième trimestre. Selon les indicateurs disponibles, la reprise devrait se poursuivre au quatrième trimestre et reposer sur une large assise. Jusqu'en novembre, les indices des directeurs d'achats (PMI) – ils reflètent la marche des affaires dans l'industrie et les services – ont continué à évoluer dans la zone indiquant une expansion. Vers la fin de l'année, la progression de l'emploi s'est elle aussi renforcée, ce qui devrait stimuler la consommation privée. Etant donné les bénéfices élevés des entreprises et le bas niveau des taux d'intérêt, on peut en outre continuer à tabler sur une vigoureuse croissance des investissements des entreprises. Enfin, la forte baisse du dollar devrait favoriser les exportations.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

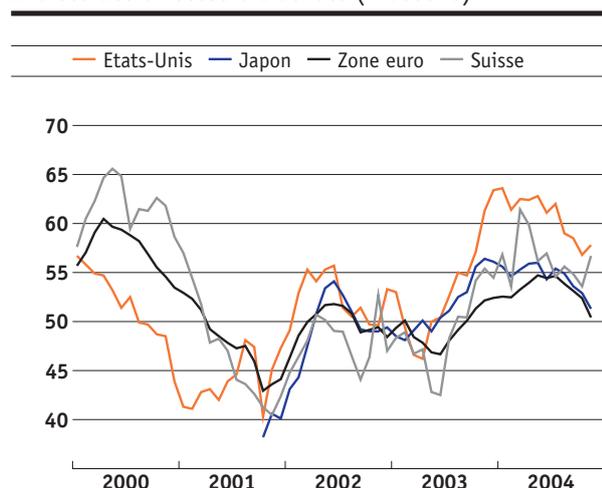
Ralentissement de la conjoncture en Europe ...

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel a fléchi, passant de 1,9% au deuxième trimestre à 1,2% au trimestre suivant. La demande intérieure a augmenté, mais les exportations ont perdu de leur vigueur. Les investissements, fait réjouissant, se sont redressés. Par contre, la consommation privée n'a donné aucun signe de reprise, ce qui s'explique notamment par le chômage élevé et persistant dans la zone euro. Au troisième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 8,9%. En France et en Allemagne, la croissance économique n'a pas correspondu aux attentes au troisième trimestre. L'Italie et de nombreux petits pays ont en revanche enregistré une croissance robuste.

Au quatrième trimestre, la baisse toujours massive du dollar face à l'euro a été une source d'inquiétudes. Dans les enquêtes les plus récentes, les producteurs se sont montrés moins optimistes, sans toutefois craindre une récession.

Au Royaume-Uni également, les éléments moteurs de la conjoncture ont faibli sensiblement au troisième trimestre. D'un trimestre à l'autre, le PIB réel a augmenté de 1,8%, après 3,7% au deuxième trimestre. Comme on s'y attendait, le resserrement de la politique monétaire, amorcé un an auparavant, a atténué la surchauffe régnant sur le marché des maisons d'habitation. Les perspectives économiques sont restées favorables, en dépit d'indices sensibles de ralentissement. L'emploi continue à progresser, soutenant ainsi la consommation privée. En outre, la compétitivité-prix de l'économie britannique s'est améliorée ces derniers mois du fait de l'affaiblissement de la livre sterling.

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Datastream

... et au Japon

Après une forte augmentation au début de 2004, le PIB réel du Japon a stagné aux deuxième et troisième trimestres. Cette stagnation est due principalement à la demande plus faible de la Chine et des Etats-Unis, des impulsions ayant continué à découler de la demande intérieure. Il ressort des enquêtes les plus récentes menées auprès des entreprises et des consommateurs que le climat était néanmoins toujours empreint de confiance, si bien qu'on peut tabler sur la poursuite du rétablissement de la conjoncture.

Accélération du renchérissement du fait de la hausse du prix du pétrole

Au troisième trimestre également, la hausse des prix des produits pétroliers a influé fortement sur l'évolution du renchérissement dans les pays industrialisés. En octobre, le prix du baril de brut (brent) a atteint par moments plus de 50 dollars; il a ensuite diminué pour s'établir de nouveau à moins de 40 dollars en décembre.

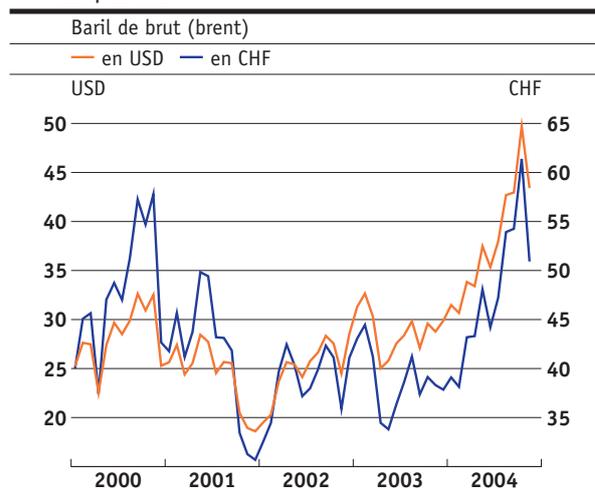
Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel – mesuré aux prix à la consommation – a augmenté, passant de 2,5% en septembre à 3,2% en octobre. Dans la zone euro, il atteignait 2,4% en octobre, après s'être maintenu à un peu plus de 2% à partir d'avril. Abstraction faite des prix de l'énergie, le renchérissement a toutefois reculé légèrement au cours des derniers mois. Au troisième trimestre, la tendance déflationniste s'est poursuivie au Japon; en octobre, le renchérissement était de nouveau dans la zone positive (0,5%) à la suite d'une hausse subite des prix des denrées alimentaires.

Resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

Au second semestre, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque d'Angleterre ont poursuivi leur stratégie consistant à relever graduellement leurs taux directeurs afin de contrer des dangers inflationnistes à moyen terme. En décembre, la Réserve fédérale a porté de 2% à 2,25% le taux de l'argent au jour le jour. Il s'agissait de la cinquième hausse consécutive depuis fin juin. La Banque d'Angleterre, qui avait commencé à resserrer les rênes monétaires en novembre 2003 déjà, a elle aussi relevé son taux directeur de 0,25 point, début août, pour le fixer à 4,75%. Un tassement de la conjoncture s'étant dessiné au troisième trimestre, elle n'a procédé à aucune autre hausse de taux d'intérêt jusqu'à la fin de l'année.

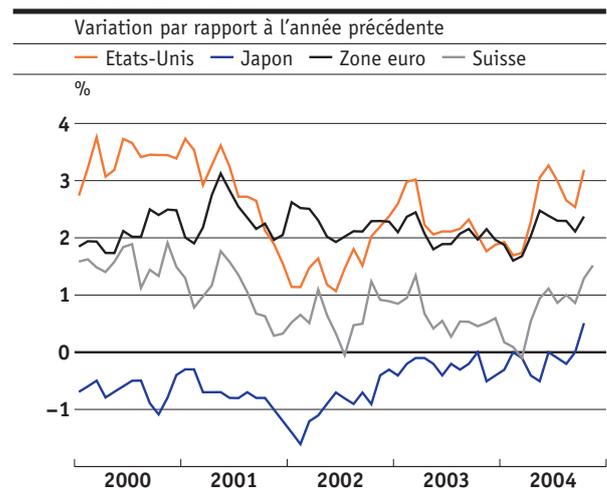
Après avoir réduit de 0,25 point son taux principal de refinancement en juin 2003, la Banque centrale européenne (BCE) l'a laissé inchangé à 2%. Elle s'est montrée de plus en plus préoccupée par le ralentissement de la conjoncture dans la zone euro ainsi que par le raffermissement de l'euro. Quant à la Banque centrale du Japon, elle a elle aussi poursuivi sa politique monétaire expansionniste, laissant son taux directeur proche de zéro.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Source: BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



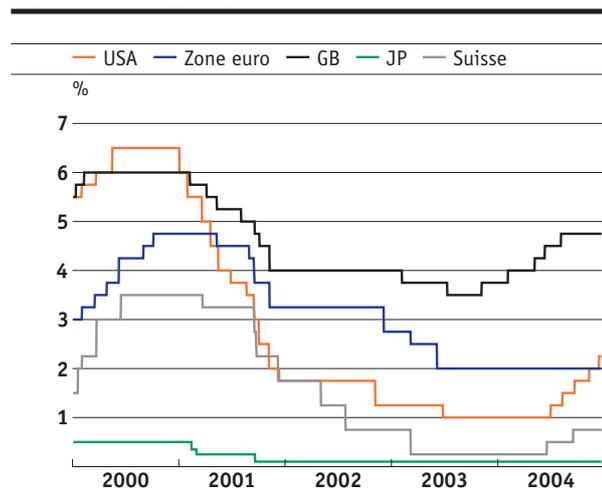
Source: BRI

Légère dégradation des perspectives conjoncturelles

Sur le plan mondial, les perspectives conjoncturelles se sont légèrement assombries au cours des derniers mois, comme en attestent notamment les indicateurs avancés de l'OCDE. Le prix élevé du pétrole et la forte glissade du dollar ont accru l'incertitude. A court terme, ces deux facteurs devraient freiner l'économie mondiale. Les conditions propices à une croissance durable de l'économie mondiale restent cependant intactes. En effet, la reprise économique repose sur une large assise, et les conditions-cadres monétaires sont toujours favorables. On peut donc tabler sur une amélioration de la conjoncture mondiale au cours de l'année 2005, en particulier si le prix du pétrole diminue sensiblement.

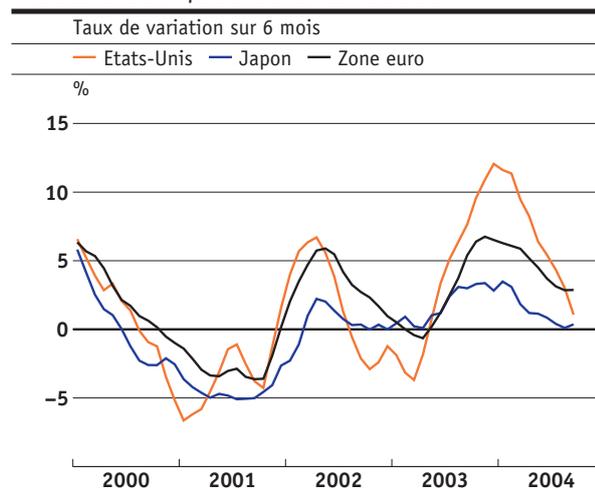
Selon les prévisions publiées en novembre par «Consensus Economics Inc.», la reprise de la conjoncture se poursuivra en 2005. Dans la plupart des grands pays industrialisés, la croissance du PIB réel marquera toutefois un ralentissement par rapport à l'année 2004. Selon l'enquête, il fléchira de 2,5 points au Japon (passant à 1,8%), de 1 point aux Etats-Unis (3,4%), de 0,6% point au Royaume-Uni (2,6%) et de 0,4% en Allemagne (1,5%). Dans la zone euro, la croissance restera inchangée à 1,9%, étant donné que la conjoncture devrait gagner en dynamisme en Italie et aux Pays-Bas notamment. Les prévisions de l'OCDE pour 2005 sont très proches de celles du «Consensus». Pour ce qui a trait à l'évolution économique à l'étranger, les hypothèses que la BNS a retenues dans sa prévision d'inflation de décembre (voir chap. 4) sont en grande partie conformes à ces prévisions.

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: BRI et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

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: OCDE: Perspectives économiques (décembre 2004); prévisions consensuelles: Survey de novembre 2004

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Croissance économique plus lente mais toujours robuste

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au troisième trimestre de 2004. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4% d'un trimestre à l'autre, soit à un rythme légèrement inférieur à celui du deuxième trimestre. En comparaison annuelle, la croissance économique s'est inscrite à 2%, ce qui correspond à celle du deuxième trimestre.

Les composantes de la croissance se sont modifiées d'un trimestre à l'autre. La demande intérieure (sans les stocks) a perdu de sa vigueur, tandis que les exportations se sont accélérées. La croissance moindre de la demande intérieure s'explique par la consommation privée presque stagnante. En revanche, les investissements ont continué à croître. La demande globale s'est accrue de près de 4% par rapport au deuxième trimestre, soit à un rythme quelque peu inférieur à celui de la période précédente. Les importations de biens et de services ont néanmoins augmenté plus fortement. En particulier, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ainsi que de produits énergétiques ont marqué une vive hausse.

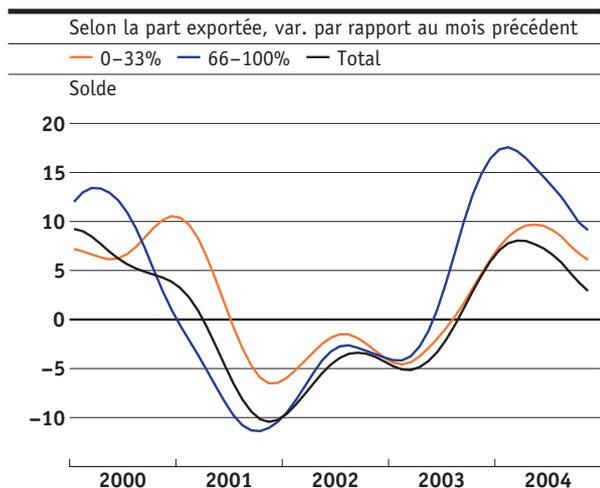
Poursuite de la reprise dans l'industrie

Dans l'industrie manufacturière, la reprise s'est poursuivie au troisième trimestre de 2004. La production industrielle a progressé de 0,9%, en taux annualisé, par rapport au deuxième trimestre et, ainsi, dépassait de 3,8% le niveau enregistré un an auparavant; au deuxième trimestre, sa croissance annuelle était de 5,5%.

Selon les résultats des enquêtes effectuées, la marche des affaires dans l'industrie était toujours favorable au début du quatrième trimestre. En octobre, les entrées de commandes ont continué à progresser et les carnets de commandes se sont étoffés. Tant l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que l'indice des directeurs d'achats laissent toutefois présager un ralentissement de la croissance des carnets de commandes et une progression plus faible de la production industrielle.

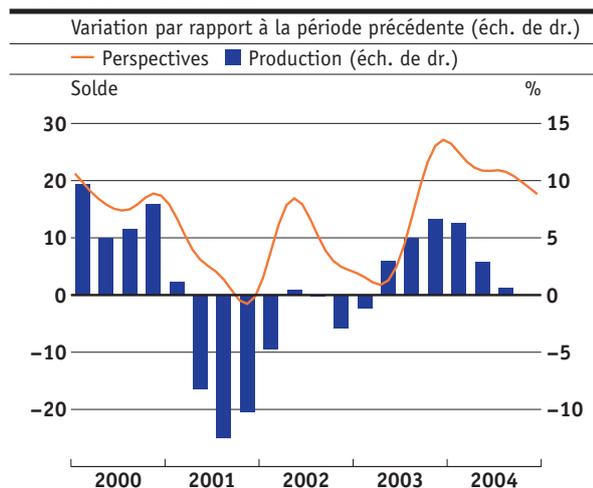
Les attentes des entrepreneurs, qui s'étaient nettement améliorées au second semestre de 2003, se sont quelque peu détériorées depuis le début de 2004. Elles se sont cependant situées jusqu'en octobre dans une zone qui annonce une évolution positive de la conjoncture. Comme au troisième trimestre, les entreprises axées sur le marché intérieur ont fait part d'un léger regain de confiance, alors que l'industrie d'exportation jugeait les perspectives de manière un peu plus prudente.

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 la période précédente

	2000	2001	2002	2003	2002				2003				2004		
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.			
Consommation privée	2,3	2,0	0,3	0,5	-1,2	0,4	1,3	1,3	2,9	2,1	1,4	0,4			
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,6	4,2	3,2	1,4	-0,2	0,7	1,9	1,4	1,6	1,7	0,2	-0,2			
Formation de capital fixe	4,3	-3,1	0,3	-0,3	-6,7	4,3	-11,7	8,7	11,3	4,3	5,7	4,5			
- Construction	2,7	-3,4	2,2	1,8	0,4	1,4	2,9	3,9	5,7	4,0	3,3	3,5			
- Biens d'équipement	5,5	-2,9	-1,1	-2,0	-5,4	-3,1	-5,9	5,4	5,4	4,6	7,6	5,3			
Demande intérieure finale	2,8	1,0	0,7	0,4	-3,0	1,6	-1,8	3,0	4,7	2,5	2,2	1,2			
Demande intérieure¹	2,1	2,3	-0,8	0,2	-3,1	7,5	-9,7	5,9	3,8	-3,5	5,5	4,4			
Exportations totales ¹	12,2	0,2	-0,2	0,0	0,7	-17,6	8,4	9,9	13,1	8,0	2,3	2,6			
- Marchandises ²	11,9	3,7	0,3	0,7	-2,8	-11,3	5,9	9,2	12,9	9,3	3,7	6,4			
- Services	13,6	-2,8	-3,8	0,6	-0,2	-9,6	6,8	13,7	6,8	-4,1	1,2	-1,6			
Demande globale	5,2	1,7	-0,6	0,1	-2,5	-0,4	-2,9	5,3	5,8	0,1	4,5	3,8			
Importations totales ¹	9,6	3,2	-2,8	1,4	-5,7	5,6	-6,4	11,3	15,5	0,7	6,4	10,6			
- Marchandises ²	9,7	1,6	-2,2	2,7	-7,9	21,3	-19,8	24,3	18,2	-1,3	2,5	13,5			
- Services	5,9	11,2	-1,7	-1,4	2,3	-3,1	-0,9	-4,2	-0,7	17,7	-1,4	10,6			
PIB	3,6	1,0	0,3	-0,4	0,2	-4,3	0,3	2,2	2,1	1,8	1,7	1,4			

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

2 Sans les MPPAA

Source: seco

Conjoncture assez constante selon les entreprises

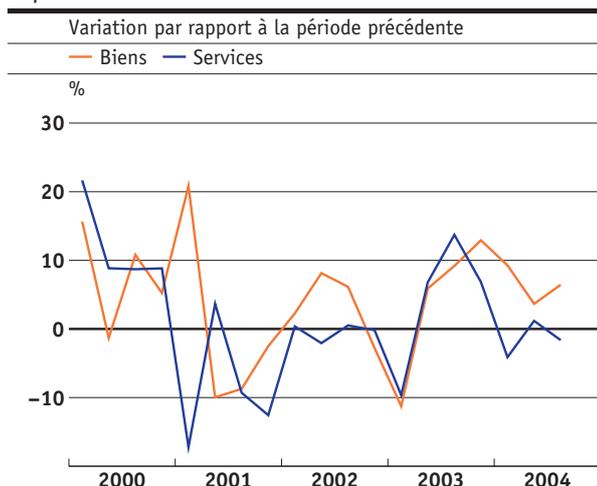
Des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés cet automne avec des entreprises de diverses branches, il ressort que la conjoncture a peu changé dans l'ensemble. Les interlocuteurs des délégués estimaient que l'économie était toujours en croissance. Mais le rythme de cette dernière a faibli, de sorte que les écarts entre les marches des affaires de certaines branches se sont de nouveau accentués. Malgré le prix élevé du pétrole et la faiblesse du dollar, les perspectives pour 2005 inspirent confiance à la majorité des acteurs économiques.

Légère accélération de la croissance des exportations

En volume, les exportations ont marqué une accélération au troisième trimestre, après un ralentissement abrupt au deuxième trimestre. La plus forte croissance s'explique par l'évolution des exportations de biens, les exportations de services ayant par contre diminué légèrement. En comparaison annuelle, les exportations ont progressé de 5,5% au total.

Les ventes à l'étranger de médicaments et de produits chimiques, qui représentent environ 30% du total des exportations de biens, se sont de nouveau accrues dans une mesure supérieure à la moyenne. Les exportations de produits semi-finis ont elles aussi évolué favorablement. De leur côté, les exportations de biens d'équipement ont marqué un recul, tout en s'inscrivant encore au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 2003. La croissance des exportations de biens a fléchi sensiblement en octobre, mais gagné en dynamisme en novembre.

Graphique 2.3
Exportations

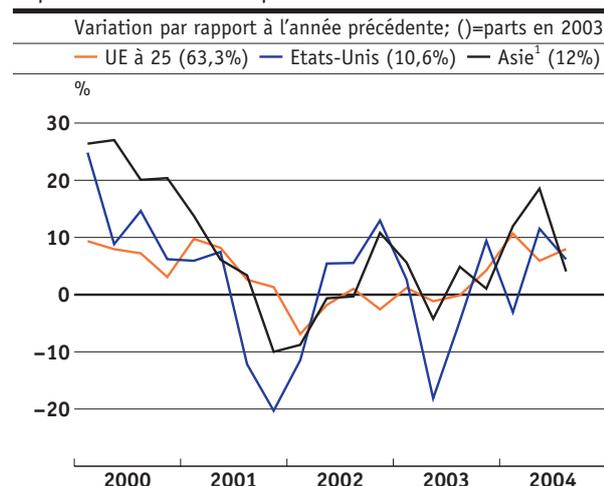


Source: seco

La répartition géographique des exportations s'est modifiée. Les exportations vers les Etats-Unis et la zone asiatique, qui s'étaient accrues vigoureusement jusqu'au milieu de l'année, ont reculé par rapport au deuxième trimestre, alors que celles vers les 25 pays de l'UE ont progressé en valeur, dépassant de 8% le montant de la période correspondante de 2003. Les exportations vers l'UE ont toutefois évolué de manière fortement divergente selon les pays. Les livraisons au Royaume-Uni et aux pays de l'Europe du Sud ont augmenté notablement, mais celles à l'Allemagne et à la France ont stagné. Quant aux exportations vers les nouveaux pays membres de l'UE, elles ont marqué un repli.

Au troisième trimestre, les exportations de services ont diminué quelque peu. Ainsi, elles ne se sont établies que 0,3% au-dessus de leur niveau du trimestre correspondant de 2003. Le repli des recettes des assurances privées et des entreprises de transport ont notamment joué un rôle non négligeable. Si les commissions encaissées par les banques ont stagné, les recettes tirées du tourisme ont continué à progresser.

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie
Sources: Administration fédérale des douanes (AFD) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

Forte hausse des importations

En volume, les importations ont enregistré une accélération de leur croissance au troisième trimestre. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 7,5%. Les importations de biens ont contribué une nouvelle fois le plus fortement à cette évolution; les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ainsi que de produits énergétiques ont marqué une hausse particulièrement vigoureuse. Après le creux du deuxième trimestre, les importations de services ont elles aussi connu une vive progression. Vers la fin du troisième trimestre, mais aussi en octobre et en novembre, la croissance des importations de biens a faibli au total.

Décélération de la consommation

La consommation privée a nettement perdu de son dynamisme au troisième trimestre. Du deuxième au troisième trimestre, elle n'a augmenté que de 0,4% et, partant, sa croissance s'est inscrite pour la première fois depuis le début de 2003 au-dessous du rythme de croisière à long terme, qui est de 1,3%. En comparaison annuelle, la consommation a progressé de 1,5%.

Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont stagné, en termes réels, au troisième trimestre; ils dépassaient encore de 0,6% leur niveau du trimestre correspondant de 2003 (deuxième trimestre: +1,3%). Alors que la demande d'aménagements du logement est restée soutenue, les consommateurs ont fait preuve de retenue – après la forte poussée du premier semestre – dans l'acquisition d'autres biens de consommation durables (en particulier d'appareils ménagers). La consommation modérée a reflété l'évolution des importations de biens de consommation,

qui ont augmenté plus faiblement qu'au deuxième trimestre. Les immatriculations de voitures ont continué leur mouvement de repli; en comparaison annuelle, elles ont diminué de 4,3%.

Selon les résultats de l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée dans la restauration et l'hébergement, la demande intérieure s'est renforcée quelque peu dans le domaine du tourisme. Dans l'hôtellerie, le nombre des nuitées de la clientèle suisse dépassait légèrement celui du troisième trimestre de 2003.

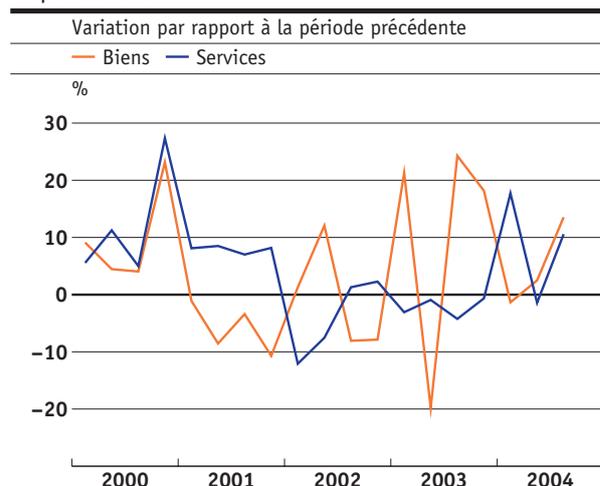
Climat de consommation inchangé

L'indice du climat de consommation n'a guère varié, puisqu'il s'est inscrit à -13 points en octobre, contre -12 points en juillet. La situation économique a été jugée moins bonne que dans l'enquête précédente par les ménages interrogés. De même, la sécurité de l'emploi s'est de nouveau dégradée dans l'opinion des personnes participant à l'enquête. Un léger mieux par rapport à l'estimation de juillet a caractérisé l'appréciation de la propre situation financière des personnes interrogées, situation financière qui joue un rôle particulièrement important, l'expérience le montre, en ce qui concerne la propension à consommer.

Perspectives assez bien orientées

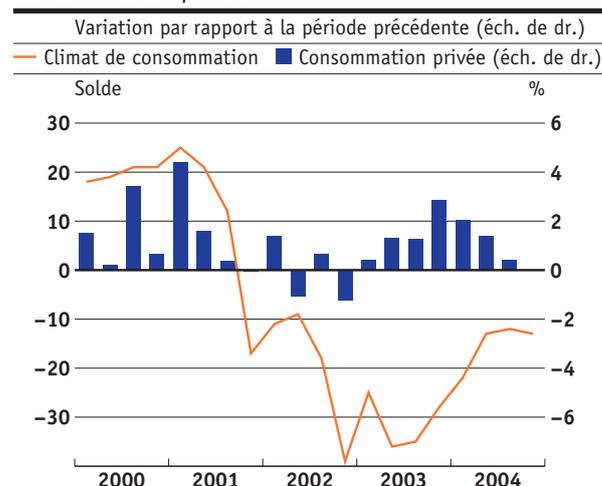
Les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) ne reflètent pas une image homogène. Dans le commerce de détail, la marche des affaires et les ventes sont restées peu soutenues en octobre, mais les perspectives pour le semestre à venir sont toujours optimistes. L'enquête menée au troisième trimestre dans la restauration et l'héberge-

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

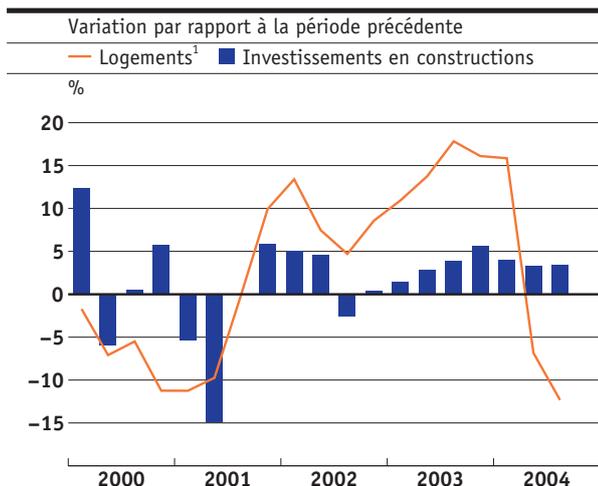
ment incite par contre à penser que la confiance décline dans l'hôtellerie et qu'il faut s'attendre à un début difficile de la saison d'hiver.

La consommation privée a été soutenue au premier semestre de 2004 par un besoin élevé de rattrapage, alors qu'elle n'a reçu que peu d'impulsions de la part des revenus. Dans quelques segments, notamment les articles ménagers, le besoin de rattrapage a commencé à être satisfait. La hausse du revenu disponible est une condition d'une croissance durable de la consommation. La Banque nationale table sur le fait que les revenus des salariés augmenteront de 1,1%, en termes réels, en 2005, à cause des relèvements de traitements attendus; ainsi, leur progression sera légèrement supérieure à celle de 2004 (+0,7%). La consommation privée devrait s'en trouver confortée.

Activité robuste et reposant sur une large assise dans la construction

Les investissements en constructions sont restés un soutien important de la conjoncture. Au troisième trimestre, ils dépassaient de 4% leur niveau de la période correspondante de 2003. L'augmentation toujours sensible du nombre des logements en cours de construction permet de déduire que des impulsions importantes à la croissance ont encore émané de la construction de logements. Selon l'enquête trimestrielle de la Société suisse des entrepreneurs, l'activité dans la construction destinée à l'industrie, à l'artisanat et aux services ainsi que dans le génie civil a elle aussi progressé au cours des deux derniers trimestres. Ainsi, dans la construction, la reprise repose sur une large assise, pour la première fois depuis longtemps.

Graphique 2.7
Constructions



1 Dont la construction a été autorisée

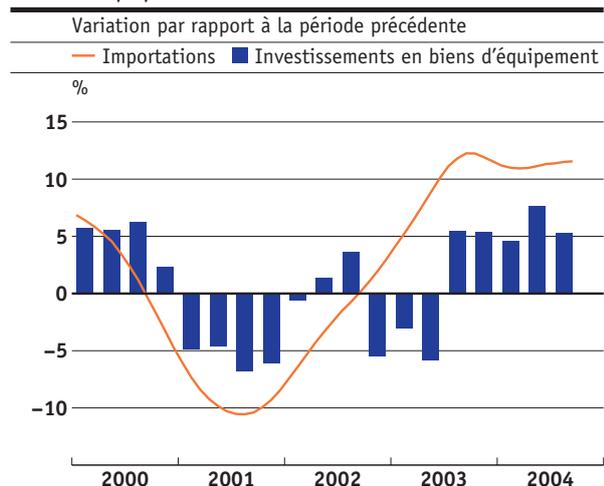
Sources: OFS et seco

Le bas niveau des taux d'intérêt devrait continuer à stimuler la construction de logements ces prochains trimestres. Après deux années caractérisées par une activité très dynamique, il faut toutefois s'attendre à un ralentissement graduel de la croissance dans ce segment. Le nombre de logements vacants s'est encore accru au troisième trimestre². Il en a donc résulté une offre plus étoffée sur le marché du logement, ce qui, à moyen terme, devrait freiner la construction de logements. On en veut pour preuve le nombre d'autorisations de construire accordées dans ce compartiment, nombre qui a reculé au troisième trimestre. Dans la construction destinée à l'industrie, à l'artisanat et aux services, la reprise devrait rester modérée, étant donné la part élevée de surfaces de bureau vacantes.

Croissance mesurée des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont progressé d'environ 5% du deuxième au troisième trimestre; ils s'inscrivaient près de 6% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 2003. Alors que la demande d'instruments de précision est restée robuste, celle de biens de la technologie de l'information s'est renforcée. Les achats de machines industrielles, qui représentent environ 40% des investissements en biens d'équipement, ont par contre marqué un léger repli. Du fait de la hausse du taux d'utilisation des capacités techniques et des attentes toujours optimistes en matière de production, on peut escompter une légère augmentation des investissements en biens d'équipement ces prochains trimestres.

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2 Source: Wüest & Partner

2.2 Utilisation des capacités de production

Écart de production réduit

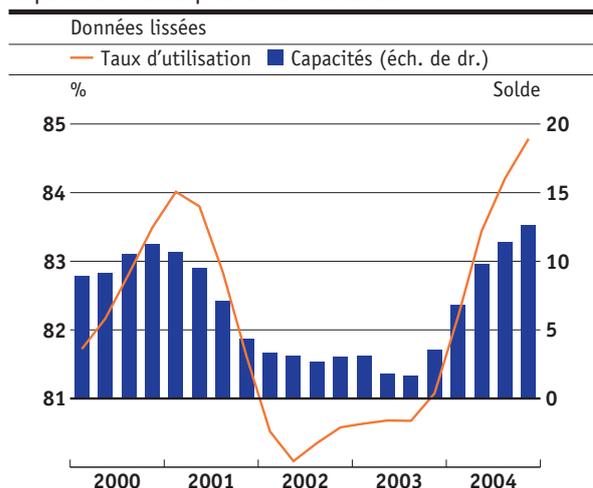
En Suisse, l'évolution de la conjoncture au cours des trois premiers trimestres a généralement correspondu aux attentes. Le PIB réel n'a certes plus augmenté à un rythme annuel supérieur à 2%, comme il l'avait fait au second semestre de 2003. Cependant, affichant un taux moyen de 1,6%, la croissance a été assez forte pour réduire légèrement l'écart de production.

L'écart de production représente la différence, en pour-cent, entre le produit intérieur brut (PIB) tel qu'il est observé et le PIB potentiel. La BNS utilise trois méthodes pour calculer la production potentielle (voir la brève description dans le Bulletin trimestriel 2/2004, p. 21). Le filtre HP, un procédé de lissage technique, indique que l'écart de production s'est réduit sans discontinuer depuis le troisième trimestre de 2003. L'écart reste toutefois négatif, ce qui traduit une utilisation trop faible des facteurs de production (graphique 2.10). Le filtre multivarié, qui tient compte en outre d'informations tirées de la relation entre l'écart de production et l'inflation, montre une évolution très semblable à celle du filtre HP. L'approche basée sur la fonction de production aboutit à un écart plus grand que ce qui ressort des filtres HP et multivarié. Bien que l'écart de production calculé selon cette approche ait commencé, en 2003, à diminuer un peu plus tôt que les autres écarts établis selon les méthodes utilisant des filtres, il reste, au troisième trimestre de 2004, plus élevé que les autres écarts.

Capacités de production bien utilisées dans l'industrie

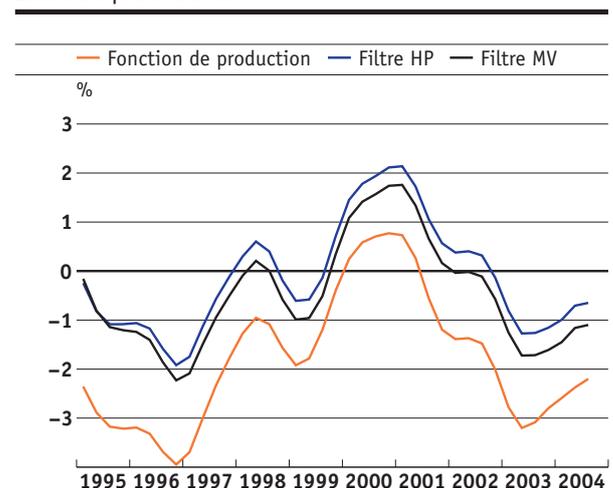
D'autres indicateurs permettent de brosser, en partie, un tableau plus favorable. Ainsi, l'enquête réalisée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) fait apparaître une amélioration rapide du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie depuis le troisième trimestre de 2003, période au cours de laquelle le taux avait enregistré son niveau le plus bas (graphique 2.9). Dans l'intervalle, il dépasse quelque peu la moyenne à long terme, qui est de 84%. Les résultats de l'enquête montrent également que la part des entreprises industrielles estimant que la production est entravée par des capacités techniques insuffisantes s'est encore accrue au troisième trimestre; cette part s'est inscrite nettement au-dessus des niveaux de l'année dernière, soit les plus bas en raison de la récession. En revanche, la part des entreprises déclarant un manque de main-d'œuvre comme frein à la production a diminué du deuxième au troisième trimestre de 2004 et se maintient à peu près au même niveau qu'en 2003. Par conséquent, la main-d'œuvre disponible ne constitue toujours pas un frein à la production.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



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

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Stagnation de l'emploi

Depuis le début de l'année, on n'a guère observé de signes d'amélioration de la situation sur le marché du travail. L'emploi n'a presque pas varié. Au troisième trimestre, il ne dépassait que de 0,2% son niveau de la période correspondante de 2003. Dans l'industrie, son recul d'un trimestre à l'autre s'est accéléré légèrement pour atteindre 1,1%. Du côté des services, l'emploi a cessé de progresser, après la création de 25 000 nouveaux postes depuis le milieu de 2003. Cette évolution s'explique notamment par les suppressions d'emplois dans le commerce de gros et le commerce de détail.

Dans la répartition des emplois selon le taux d'occupation, les tendances n'ont pas changé ces trois dernières années: les emplois à plein temps ont reculé, tandis que le travail à temps partiel s'est développé fortement. Du deuxième au troisième trimestre, le nombre des emplois à plein temps a fléchi de 1,5%, alors que celui des emplois à temps partiel s'est accru de 2,4%. Après conversion des postes à temps partiel en postes à plein temps, l'emploi a diminué de 1%. L'augmentation du PIB réel a donc correspondu à une nette hausse de la productivité du travail.

Taux de chômage approximativement inchangé

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est resté inchangé à 3,9% pendant douze mois, puis s'est replié en octobre pour s'établir à 3,8%; en novembre, le taux s'est maintenu à ce niveau. Quant au taux des demandeurs d'emploi, il était toujours de 5,6% en novembre. L'emploi continuant à stagner, la légère baisse du taux de chômage en octobre ne permet guère de conclure déjà à un retournement de tendance.

L'évolution du chômage a varié d'une région à l'autre. Depuis le début de l'année, le taux de chômage a diminué de 0,3 point en Suisse alémanique pour s'inscrire à 3,3%; par contre, il s'est accru dans les deux autres régions, passant de 4,4% à 5% en Suisse romande et de 4,7% à 5,2% au Tessin.

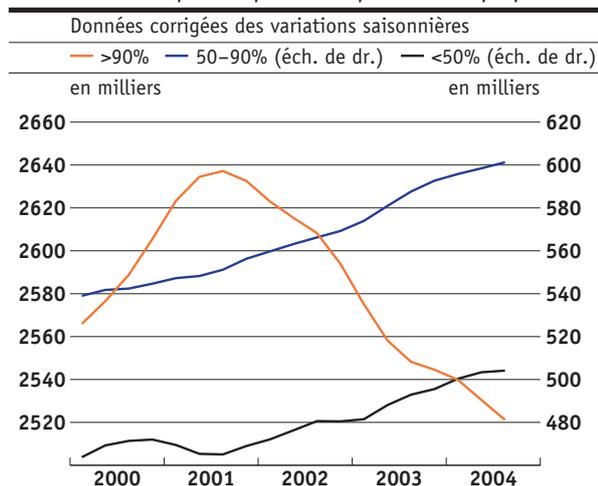
Aucune amélioration rapide en vue

Les indicateurs avancés n'annoncent toujours pas d'amélioration rapide sur le marché du travail. L'indice des places vacantes, établi par l'OFS, a certes progressé quelque peu ces derniers mois, mais il est encore à un niveau incompatible avec un accroissement de l'emploi. La même conclusion peut être tirée de l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux.

On peut cependant tabler sur un redressement progressif du marché du travail en 2005. Comparé à l'évolution du PIB réel, l'emploi a peu diminué dans les années 2002 et 2003. Par conséquent, les entreprises ont été en mesure, dans une première phase, d'augmenter leur production sans renforcer leur personnel. Cette phase devrait toucher à sa fin. Si, en 2005, le PIB réel progresse à un rythme compris entre 1,5% et 2%, il est probable que l'emploi marque un léger accroissement et que le chômage commence à fléchir.

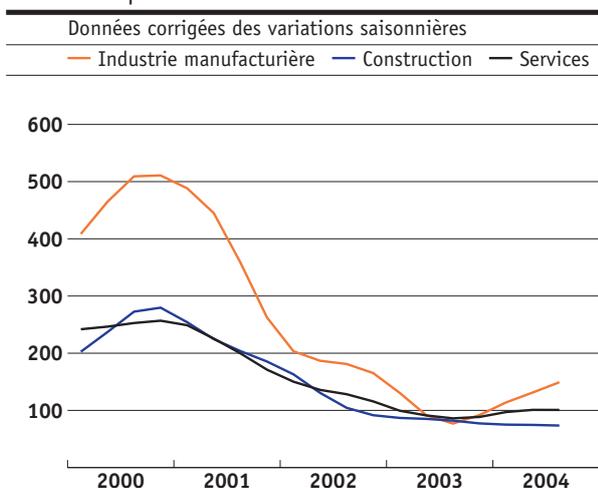
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



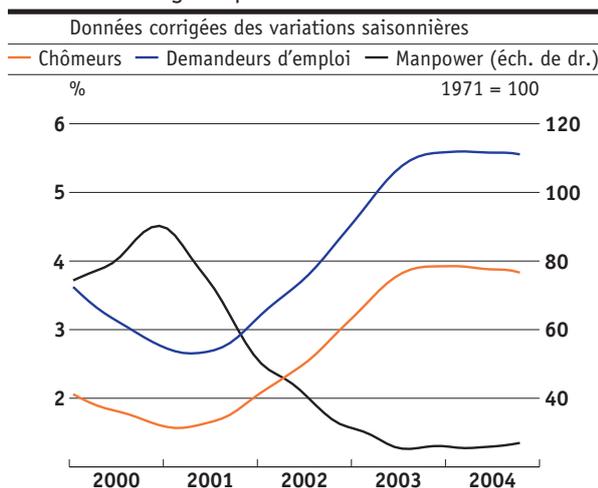
Graphique 2.12

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

Poursuite de la hausse des prix à la production et à l'importation

Les pressions à la hausse que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, se sont encore renforcées entre juillet et octobre. Elles ont toutefois découlé en grande partie de l'évolution des prix des produits pétroliers. En comparaison annuelle, les prix à la production ont augmenté de 1,7% en octobre, contre 1,3% en juillet. Une fois encore, les prix des produits destinés au marché intérieur se sont accrus davantage que ceux des biens devant être exportés. Du côté des prix à l'importation, le renchérissement s'est accéléré, passant de 1,5% en juillet à 2,6% en octobre. Il a été particulièrement important dans le domaine des produits énergétiques et métallurgiques. En revanche, les prix des produits agricoles importés étaient, en moyenne des mois de juillet à octobre, inférieurs de 4,1% au niveau observé un an auparavant. Ceux des biens d'équipement ont eux aussi diminué, mais à un rythme plus faible qu'au premier semestre.

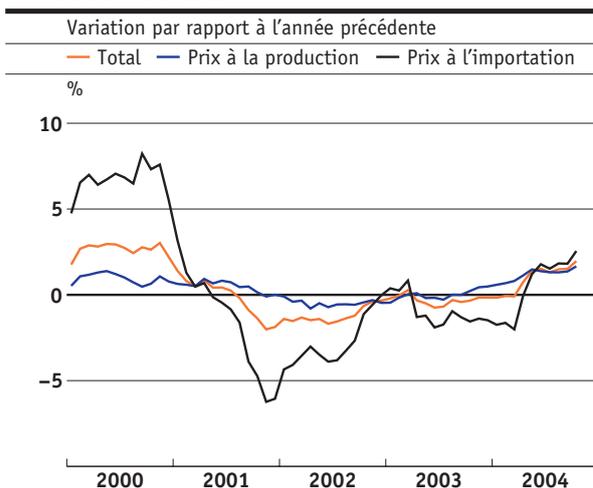
Accélération du renchérissement au niveau de la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel a augmenté, passant de 1% en août à 1,5% en novembre. Il était ainsi légèrement supérieur à ce que la BNS attendait dans sa prévision d'inflation de septembre 2004. Cette accélération est due principalement aux produits pétroliers et aux loyers des logements. Depuis juillet, les inflations sous-jacentes indiquent un léger renforcement de la tendance générale au renchérissement.

Renchérissement intérieur légèrement plus élevé

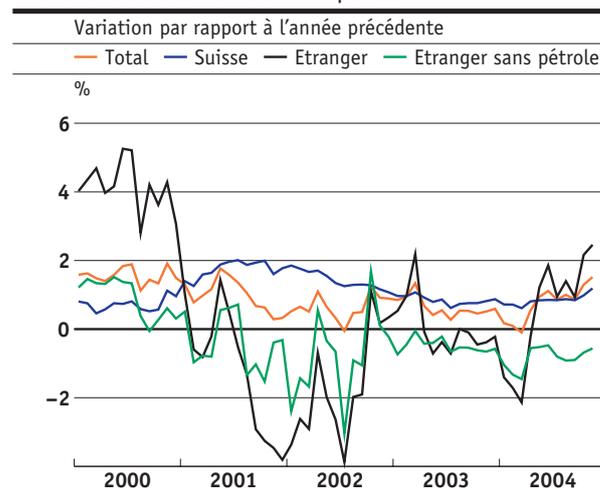
Le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse s'établissait à 1,2% en novembre, contre 0,9% en août. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a marqué une hausse de 0,5% entre août et novembre. Ainsi, le renchérissement annuel des loyers s'est accru de 0,5 point pour atteindre 2,1%. Une fois encore, la progression des loyers est due en partie au fait que l'actualisation de l'échantillonnage avait pris du retard, d'où la prise en considération d'un nombre accru de logements plus récents et plus chers. Des relèvements de prix en rapport avec une amélioration de la qualité entrent donc aussi dans la dernière augmentation des loyers des logements; ces relèvements, qui n'avaient pas été suffisamment pris en considération précédemment, ont influé avec un décalage sur l'indice des loyers.

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



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

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

Tableau 2.2

	2003	2004						
		1er trim.	2e trim.	3e trim.	Août	Septembre	Octobre	Novembre
IPC, indice général	0,6	0,1	0,9	0,9	1,0	0,9	1,3	1,5
Marchandises et services du pays	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,2
Marchandises	0,6	0,9	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2
Services	0,9	0,6	0,9	1,1	1,2	1,1	1,2	1,5
Services privés, sans loyers	1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9
Loyers	0,3	0,6	0,9	1,4	1,6	1,6	1,6	2,1
Services publics	2,1	1,4	2,1	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2
Marchandises et services de l'étranger	0,0	-1,8	0,9	1,1	1,4	0,9	2,2	2,5
Sans produits pétroliers	-0,5	-1,3	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6
Produits pétroliers	3,2	-4,5	10,3	12,7	15,1	11,3	191,1	20,9

Sources: OFS et BNS

Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement annuel s'est accru, passant de 0,6% en août à 0,9% en novembre. Des taux de renchérissement plus élevés ont été observés notamment dans la restauration et l'hébergement et dans les télécommunications. Du côté des services publics, la hausse des prix s'inscrivait à 2,2% en novembre, contre 2% en août. Son accélération a découlé d'adaptations dans les tarifs des prestations hospitalières. En revanche, le renchérissement des biens d'origine suisse est resté faible (novembre: +0,2%), en raison notamment de baisses des prix de denrées alimentaires (légumes, fruits, viande) et de boissons sans alcool. Les boissons alcoolisées et les produits du tabac ont une nouvelle fois renchéri davantage que la moyenne (novembre: +4,1%).

Hausse du renchérissement importé

Du fait de la flambée des prix des produits pétroliers (carburants et mazout), le renchérissement annuel des biens de consommation importés a continué à augmenter. Il s'établissait à 2,5% en novembre et était ainsi supérieur de 1,1 point à son niveau d'août. Un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis décembre 2000. En comparaison annuelle, les produits pétroliers ont renchéri d'environ 17% en moyenne des mois d'août à novembre. En revanche, les prix des autres biens importés ont poursuivi leur repli, mais à un rythme un peu moins soutenu. En comparaison annuelle, ils ont diminué de 0,6% en novembre, contre 0,9% en août. Des baisses de prix substantielles ont été observées une nouvelle fois dans le domaine de l'électronique domestique (appa-

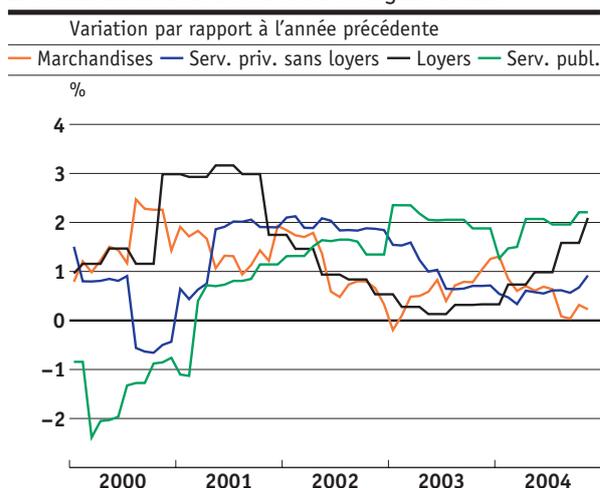
reils photographiques et caméras, ordinateurs, téléviseurs et magnétoscopes), mais aussi dans l'habillement et les chaussures.

Nouvelle accélération des inflations sous-jacentes calculées par la BNS et l'OFS

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale, à long terme, des prix. C'est pourquoi la BNS calcule un taux d'inflation sous-jacente. Elle exclut du panier-type les biens dont les prix, dans chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. L'inflation sous-jacente ainsi calculée s'établissait à 1,1% en novembre, contre 0,9% en août; elle était de 0,4% en début d'année. Cette évolution reflète un léger renforcement de la tendance générale au renchérissement, tendance qui reste cependant modérée.

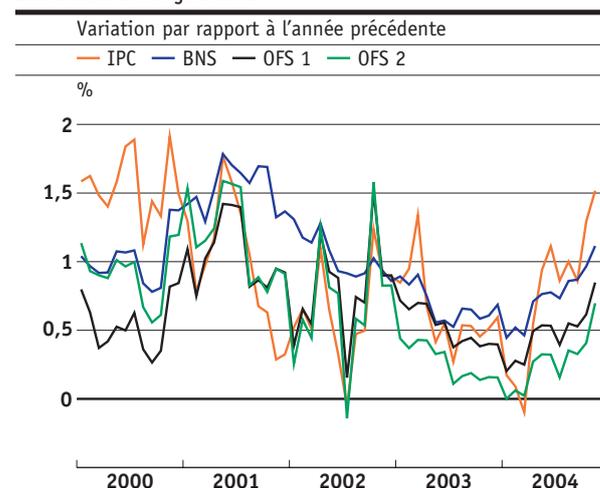
Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Par rapport au mois d'août, les inflations sous-jacentes publiées par l'OFS ont toutes deux augmenté, l'une de 0,2 point et l'autre de 0,3 point. En novembre, l'inflation sous-jacente 1 s'inscrivait à 0,8%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,7%.

Graphique 2.16
IPC: marchandises et services d'origine suisse



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

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire

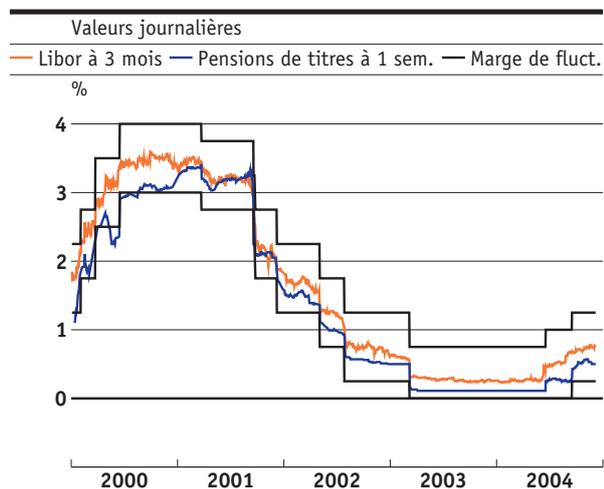
Le 16 septembre, la BNS a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 25 points de base, pour la deuxième fois de l'année. Depuis, la marge de fluctuation est fixée à 0,25%–1,25%. Cette décision n'a pas surpris les marchés. A fin août déjà, le Libor à trois mois était nettement supérieur à 0,5%, donc au-dessus de la zone médiane de la marge alors en vigueur. La BNS n'a pas cherché à empêcher cette hausse du Libor à trois mois. Jusqu'au 16 septembre, elle a maintenu à un niveau inférieur à 0,3% le taux d'intérêt qu'elle applique aux pensions de titres, soit le taux auquel elle recourt pour gérer indirectement le Libor à trois mois. Le jour qui a suivi le relèvement de la marge de fluctuation, la BNS a fixé le taux des pensions de titres à 0,43%. Elle l'a ensuite augmenté graduellement. Ainsi, le taux appliqué aux pensions de titres s'élevait à 0,57% au début de novembre. Jusqu'à fin novembre, il a cependant diminué légèrement, passant à 0,5%. Le Libor à trois mois a atteint la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation, soit 0,75%, début novembre.

En novembre, les marchés ne tablaient pas sur une hausse du Libor à trois mois avant la date de l'examen trimestriel de la situation, soit le 16 décembre. Après avoir augmenté pour atteindre plus de 0,9% à partir de la mi-novembre, le taux des contrats à trois mois («futures») échéant le 13 décembre a diminué vers la fin de novembre et s'est rapproché du taux au comptant, l'écart n'étant plus que d'environ 10 points de base (voir graphique 3.2).

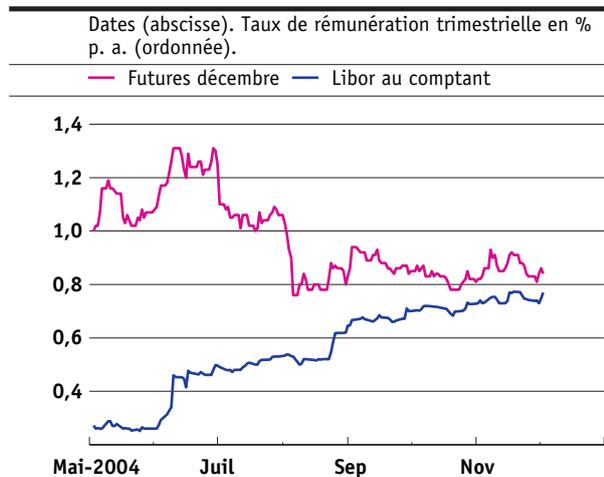
Anticipations d'une hausse des taux d'intérêt

Sur la base des contrats («futures») échéant le 14 mars, donc avant le premier examen trimestriel de la situation en 2005, les marchés s'attendaient à la mi-novembre 2004 à une hausse du Libor à trois mois jusqu'à la mi-mars et à un niveau finalement quelque peu supérieur à 1%. Le taux à terme qui, à la mi-novembre, pouvait être déduit de la structure des Libor était lui aussi à ce niveau, alors que les calculs fondés sur une estimation empirique d'un modèle de structure de taux aboutissaient à un taux à trois mois à peine supérieur à 0,9%. Ces observations reflètent les anticipations, forgées à la mi-novembre, d'une hausse des taux d'intérêt comprise entre 0,15 et 0,25 point entre la mi-décembre 2004 et la mi-mars 2005 (voir graphique 3.3).

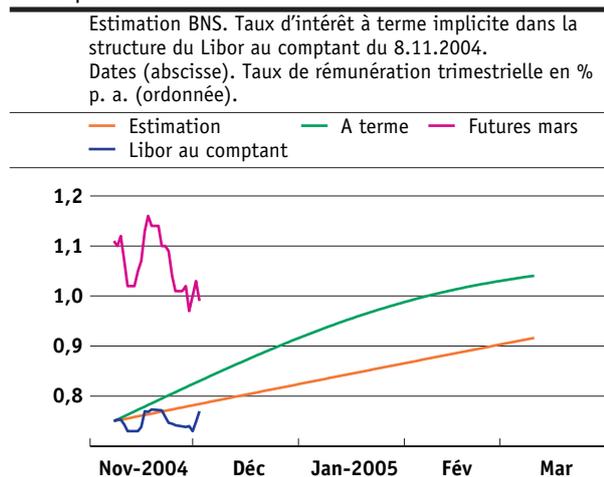
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures de taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3
Anticipations du taux d'intérêt à 3 mois



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

Diminution de l'écart par rapport à l'euro

Contrairement à la BNS, la Banque centrale européenne a maintenu son taux de référence à 2%. Quant à la Réserve fédérale des Etats-Unis, elle a porté son taux directeur de 1% à 2%, en quatre étapes, entre juin et novembre. Ces décisions ont influé également sur les écarts entre taux d'intérêt. Ainsi, l'écart entre la rémunération des dépôts à trois mois, en dollars, sur le marché monétaire et celle des placements correspondants en francs a augmenté, passant en moyenne de 120 points de base en août à 150 points de base en novembre. En revanche, l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en euros et en francs a diminué dans la même période. Il était en moyenne de 140 points de base en novembre, contre 160 points de base en août.

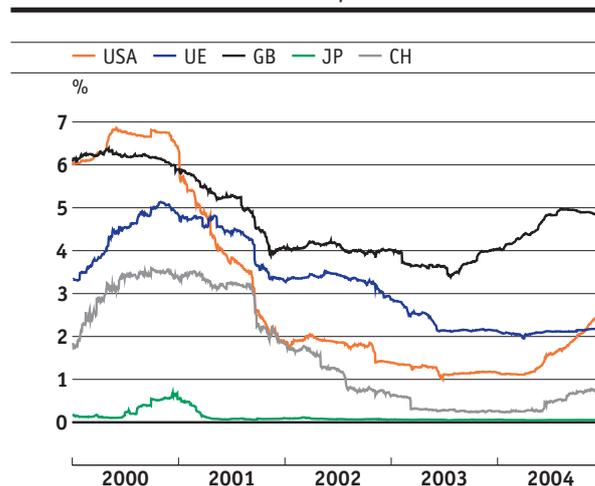
Fort repli des taux à long terme

Sur les marchés des capitaux, les rendements ont atteint en été leur point culminant de l'année. Ils se sont ensuite repliés sensiblement. Leur baisse a été particulièrement forte en Europe (voir graphique 3.5). En Allemagne, le rendement d'une obligation d'Etat à dix ans s'établissait à 3,6% à fin novembre, contre 4% à mi-août. Ainsi, les rendements sur les marchés des capitaux européens étaient de nouveau très proches de leurs niveaux les plus bas, observés en été 2003. En Suisse, le rendement d'une obligation fédérale à dix ans a fléchi de 30 points de base pour s'inscrire à 2,5% (voir graphique 3.7). La baisse des rendements n'a été que de 5 points de base aux Etats-Unis. En Suisse, les rendements des titres à dix ans ne sont pas passés au-dessous de leur niveau le plus bas de l'année 2003, alors que ceux des emprunts à quinze ans et davantage sont tombés, en novembre, à des niveaux jamais observés jusque-là.

Le repli des taux d'intérêt à long terme reflète sans doute la perspective d'une croissance économique moins forte. Il est aussi le signe de la confiance des marchés financiers dans la capacité des banques centrales à maintenir les taux d'inflation à des niveaux bas, même dans une phase de hausse sensible du prix du pétrole.

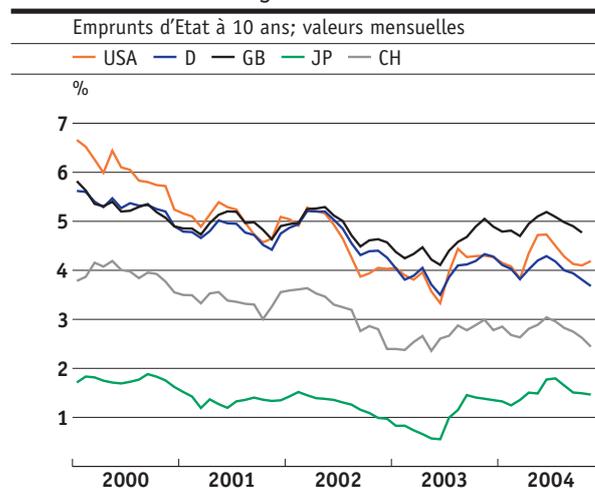
Graphique 3.4

Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



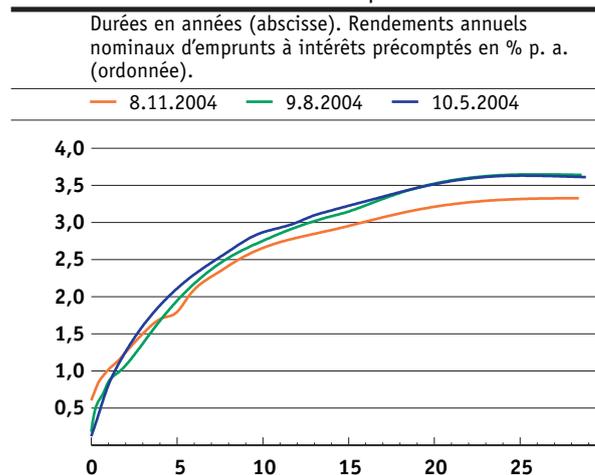
Graphique 3.5

Taux d'intérêt à l'étranger



Graphique 3.6

Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.4, 3.5 et 3.6: BNS

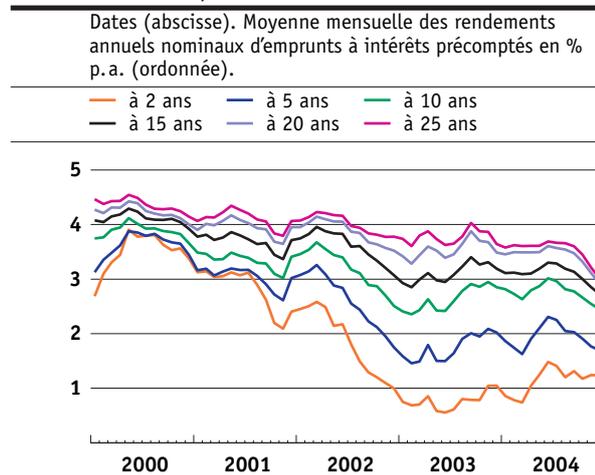
Écarts toujours faibles entre les taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires de diverses qualités peut être illustrée au moyen des écarts entre rendements. Les graphiques 3.8 et 3.9 montrent l'évolution des écarts, depuis novembre 2003, entre emprunts à intérêts précomptés d'une durée de deux ans de cinq ou de quatre catégories de débiteurs, à savoir les cantons, les banques, les centrales de lettres de gage, l'industrie et les débiteurs étrangers. Les emprunts de première classe (ceux qui présentent la meilleure qualité) entrent dans le graphique 3.8, alors que ceux de deuxième classe (au deuxième rang pour la qualité) font l'objet du graphique 3.9. 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 1/2004, p. 33).

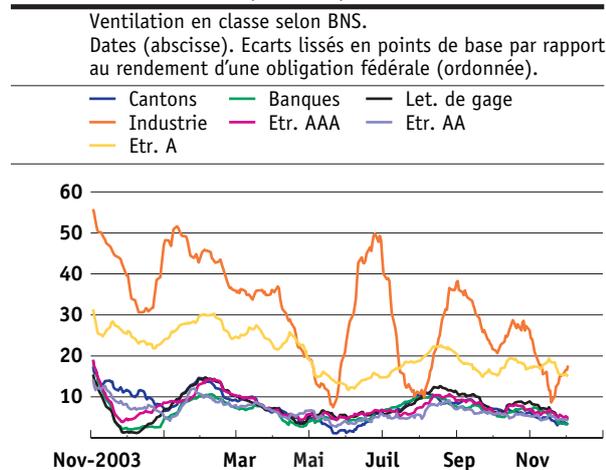
En comparant les deux graphiques, on peut observer les différences, depuis novembre 2003, dans l'évolution des écarts pour les emprunts de première classe et de deuxième classe. Du côté des emprunts de première classe, les écarts pour les obligations de l'industrie et les obligations de débiteurs étrangers ayant une notation A selon Standard & Poor's ont marqué une légère tendance à la baisse, alors que tous les autres sont restés stables. En revanche, tous les écarts pour les emprunts de deuxième classe ont un peu diminué entre novembre 2003 et novembre 2004.

Les écarts entre taux d'intérêt peuvent être considérés comme des indicateurs avancés de l'activité économique. En règle générale, une diminution des écarts signifie que la conjoncture a tendance à s'accélérer. Si les écarts se creusent, il faut s'attendre à une détérioration de la conjoncture au cours des prochains mois. Mis à part les mouvements opposés que les écarts de rendements ont marqués dans les première et deuxième classes, on peut constater que les primes pour les risques de crédit sont restées à un bas niveau, ce qui est typique d'une phase de reprise de la conjoncture.

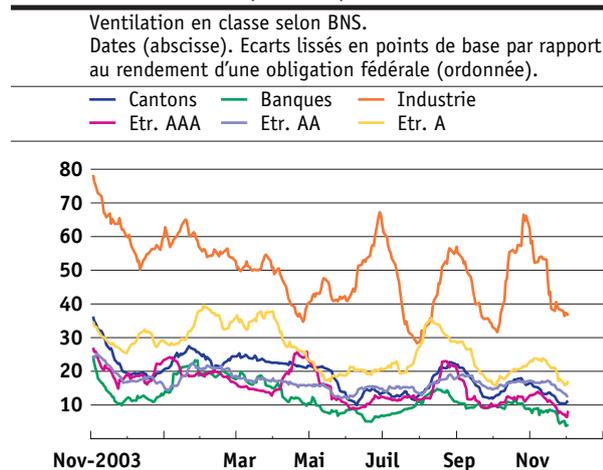
Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.8
Écarts de rendements pour empr. à 2 ans de 1^{ère} classe



Graphique 3.9
Écarts de rendements pour empr. à 2 ans de 2^e classe



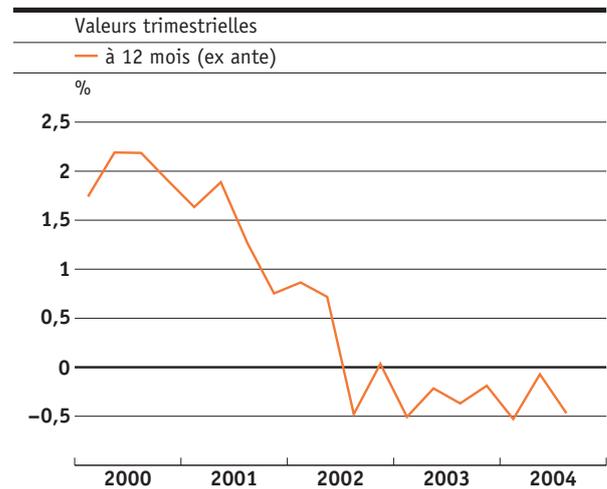
Source pour graphiques 3.7, 3.8 et 3.9: BNS

Baisse des taux d'intérêt réels

Dans les décisions économiques, les taux d'intérêt réels, et non les taux nominaux, sont déterminants. L'évolution du taux d'intérêt, en termes réels, sur les fonds à un an fait l'objet du graphique 3.10. Le taux d'intérêt réel est obtenu en déduisant la hausse attendue des prix à la consommation au cours des douze prochains mois du taux d'intérêt nominal sur les fonds à un an. Ces anticipations d'inflation correspondent à la moyenne des attentes de quatorze prévisionnistes, moyenne qui est publiée chaque trimestre dans le «Consensus Forecast».³

Depuis le milieu de l'année 2002, le taux d'intérêt réel à un an fluctue entre 0,0% et -0,5%. Il était à la limite inférieure de cette fourchette au troisième trimestre de 2004. Ainsi, les conditions de financement en termes réels étaient à un niveau qui avait déjà été observé il y a deux ans environ. Le taux d'intérêt nominal à douze mois n'ayant guère varié du deuxième au troisième trimestre, la baisse du taux réel s'explique pour l'essentiel par une augmentation des anticipations d'inflation pour le troisième trimestre de 2005. Les prévisions consensuelles tablent sur des effets, plus durables que ce qui avait été supposé en juin, de la hausse du prix du pétrole sur l'indice des prix à la consommation. L'adaptation à la hausse des perspectives d'inflation est de 0,4 point.

Graphique 3.10
Taux d'intérêt réels estimés



Source: BNS

3 Voir tableau 1.1, note 3.

3.2 Cours de change

Faiblesse du dollar

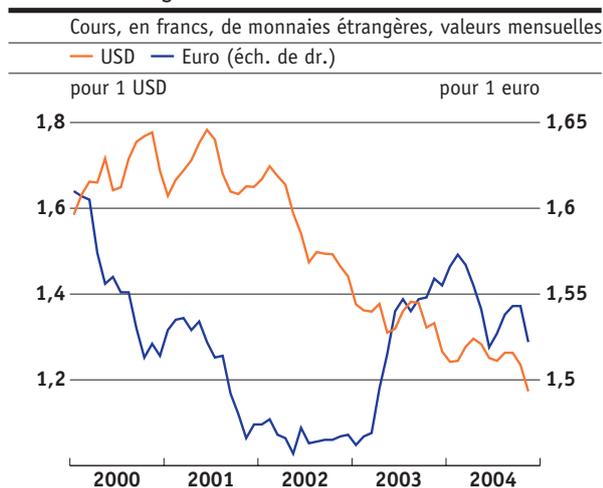
Ces derniers mois ont été marqués par une nette faiblesse du dollar des Etats-Unis. Le mouvement a commencé en septembre et s'est accéléré à la mi-octobre. L'euro valait 1,32 dollar à fin novembre, contre 1,21 début septembre. En outre, le franc s'est revalorisé légèrement face à l'euro, ce qui a renforcé sa fermeté vis-à-vis du dollar. Ainsi, le cours de l'euro s'établissait à 1,51 franc à fin novembre, contre 1,54 franc en septembre; le cours du dollar a quant à lui fléchi fortement, passant de 1,27 franc début septembre à 1,14 franc fin novembre. Ainsi, le dollar s'inscrivait à son niveau le plus bas des neuf dernières années. La faiblesse du dollar, dans une phase où pourtant les écarts entre taux d'intérêt se sont creusés, est à mettre en rapport avec les lourds déficits (déficit budgétaire et déficit de la balance des transactions courantes) qui caractérisent les Etats-Unis.

Ces mouvements des cours de change ont conduit à une hausse de la valeur extérieure du franc, en données réelles et pondérées par les exportations vers les 24 principaux partenaires commerciaux de la Suisse. En octobre, la valeur extérieure du franc était ainsi supérieure de 1,5% à son niveau du mois précédent et de 1,3% à celui d'octobre 2003. Par rapport à la zone européenne, le principal débouché pour les exportateurs suisses, le franc a augmenté de 1% entre septembre et octobre, mais diminué de 0,4% entre octobre 2003 et le mois correspondant de 2004. Vis-à-vis des partenaires commerciaux d'Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada), le franc s'est revalorisé de 3% entre septembre et octobre et de 5,3% entre octobre 2003 et octobre 2004. Une hausse du cours du franc en termes réels entraîne un renchérissement des exportations suisses sur les marchés étrangers. En outre, elle rend moins cher les importations facturées en dollars des Etats-Unis, en particulier celles de produits pétroliers.

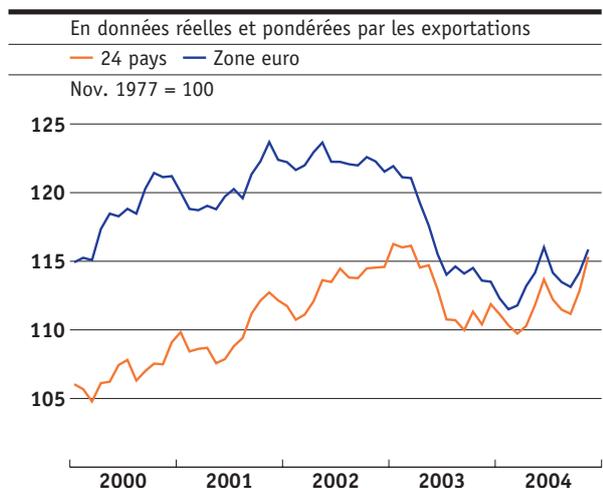
Hausse de l'ICM

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 – plus concrètement le Libor à trois mois et l'indice du cours du franc en termes nominaux et pondérés par les exportations – 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 1/2004, p. 27). Entre octobre et novembre, l'ICM a augmenté de 70 points de base ou de 110 points de base selon la pondération retenue pour le cours du franc. Cette évolution signifie un net durcissement des conditions monétaires. La hausse de l'ICM est due principalement aux cours de change, le Libor à trois mois n'ayant varié que faiblement entre octobre et novembre (voir graphique 3.13).

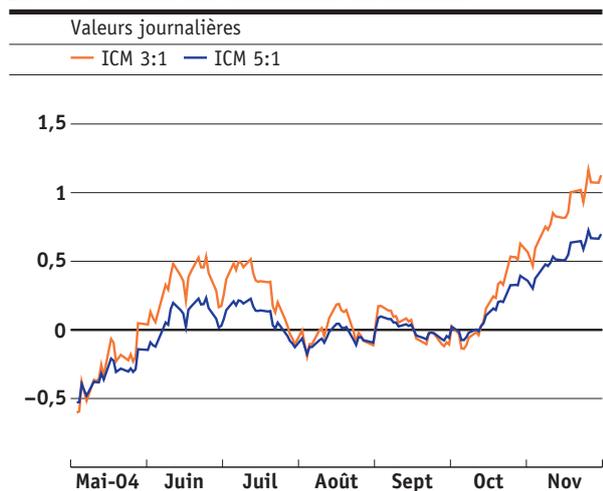
Graphique 3.11
Cours de change



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

En novembre, l'ICM dépassait de 130 points de base ou de 200 points de base ses niveaux les plus bas de l'année 2003. Dans ces hausses, une part de 50 points de base est due aux deux relèvements de la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

Légères progressions des indices des actions

Les cours des actions, qui avaient nettement fléchi en juillet, se sont sensiblement redressés sur les principaux marchés à partir de la mi-août. En Suisse, le SPI a atteint en mai son niveau le plus élevé de l'année, soit 4330 points. Il a ensuite reculé pour s'établir au-dessous de 4000 points à la mi-août. Dans la phase qui a suivi, l'indice s'est légèrement redressé. A fin novembre, il était à 4053 points. Depuis août, les indices calculés pour les diverses branches ont évolué de manière homogène. Les valeurs bancaires ont fortement augmenté depuis fin octobre, ce qui s'explique sans doute par les bons résultats trimestriels des grandes banques. Les titres des sociétés de la construction ont évolué au-dessous de la moyenne; la tendance à la hausse qu'ils marquaient depuis le début de 2003 a pris fin en août.

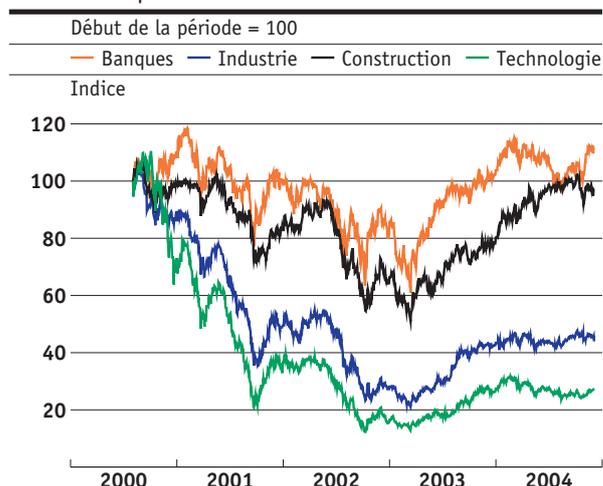
Haussse des loyers et des prix de l'immobilier

Le graphique 3.15 montre l'évolution des indices calculés par Wüest & Partner (loyers des appartements et des bureaux, prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage), mais aussi, et cela est nouveau, l'indice hédoniste des loyers qui est établi par le portail de l'immobilier «homegate.ch» en collaboration avec la Banque Cantonale de Zurich. Calculé depuis 2002, ce dernier indice précise l'évolution des loyers après correction des influences dues à des facteurs qualitatifs. La hausse de l'indice des loyers de Wüest & Partner est nettement plus forte que celle qui ressort de l'indice hédoniste, ce qui laisse entendre qu'une grande part de l'augmentation des loyers des logements découle d'améliorations qualitatives.

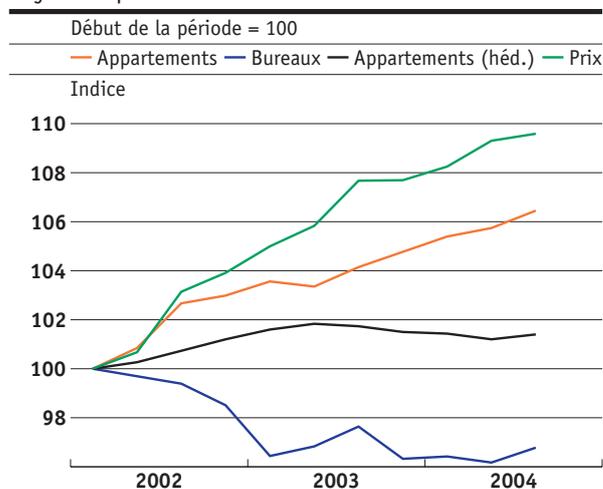
La hausse des prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage s'est ralentie, passant de 4% au deuxième trimestre à 1,1% au troisième. Deux mouvements opposés ont conduit à ce ralentissement: les prix des maisons familiales ont augmenté de 4%, alors que ceux des appartements ont reculé de 1,8%. En comparaison annuelle, les prix des maisons familiales ont progressé de 2,2%, et ceux des appartements, de 1,4%.

L'indice des loyers de Wüest & Partner a continué à progresser au troisième trimestre. Il était supérieur de 2,2% au niveau observé un an auparavant, alors que l'indice hédoniste a diminué en un an de 0,3%. D'un trimestre à l'autre, les loyers des bureaux ont marqué une légère hausse. Ils étaient cependant encore inférieurs de 0,9% à leur niveau du troisième trimestre de 2003.

Graphique 3.14
SPI – Principales branches



Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier



Source pour graphique 3.14: Swiss Exchange (SWX)

Sources pour graphique 3.15: Wüest & Partner et homegate.ch

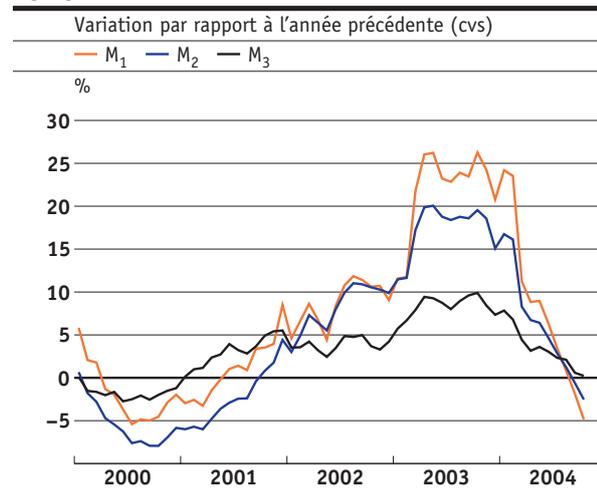
3.4 Agrégats monétaires

Nouvelle diminution des liquidités excédentaires

Après avoir enregistré des expansions particulièrement fortes en 2003, les agrégats M_1 , M_2 et M_3 ont amorcé, cette année, un revirement de tendance. En novembre, l'agrégat M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était inférieur de 5,4% à son niveau du même mois de 2003. M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) a diminué de 3%, alors que M_3 (M_2 et dépôts à terme) a encore progressé, mais très légèrement, soit de 1,4%. Par rapport au mois de février 2004, où les trois agrégats avaient atteint les niveaux les plus élevés, on observe des reculs de 6,3% pour M_1 , de 4,2% pour M_2 et de 0,2% pour M_3 . Entre novembre 2003 et le mois correspondant de 2004, les dépôts à vue ont fléchi de 9%, alors que les dépôts à terme se sont accrus de 42,1%. Le fléchissement des dépôts à vue a joué un rôle déterminant dans les reculs de M_1 et de M_2 . Ces transferts des dépôts à vue vers les dépôts à terme sont sans doute liés à la hausse des taux d'intérêt à court terme.

Dans l'interprétation des taux de variation, il convient de tenir compte des niveaux très élevés que ces agrégats atteignaient en 2003. Les taux de croissance plus faibles, voire négatifs qui sont observés depuis peu signifient simplement que les agrégats se rapprochent de leur trend à long terme. Cette normalisation a été encore renforcée par un effet statistique. En effet, les niveaux des masses monétaires dans la première moitié de 2004 ont été en partie sensiblement ajustés à la baisse, en août, à l'occasion de la révision des données. Si l'on calcule la crois-

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2002	2003	2003		2004					
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	Septembre	Octobre	Novembre
Monnaie centrale²	38,4	40,4	41,0	41,5	42,2	41,7	41,1	40,9	40,7	41,4
<i>Variation³</i>	5,7	5,3	8,6	7,4	7,7	4,5	0,2	-0,7	0,2	1,7
$M_1$²	224,4	273,5	279,0	293,1	297,2	295,0	281,2	277,6	277,5	281,2
<i>Variation³</i>	8,7	21,9	23,5	23,7	19,3	8,0	0,8	-1,9	-4,9	-5,4
$M_2$²	404,8	475,1	482,5	498,1	505,2	503,3	488,1	484,0	483,2	487,5
<i>Variation³</i>	8,1	17,4	18,6	17,7	13,6	6,0	1,2	-0,6	-2,5	-3,0
$M_3$²	503,0	544,9	547,4	556,9	563,5	562,9	556,6	556,5	558,3	564,5
<i>Variation³</i>	3,8	8,3	8,9	8,6	6,3	3,2	1,7	0,6	0,2	1,4

1 Définition 1995

2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport à l'année précédente

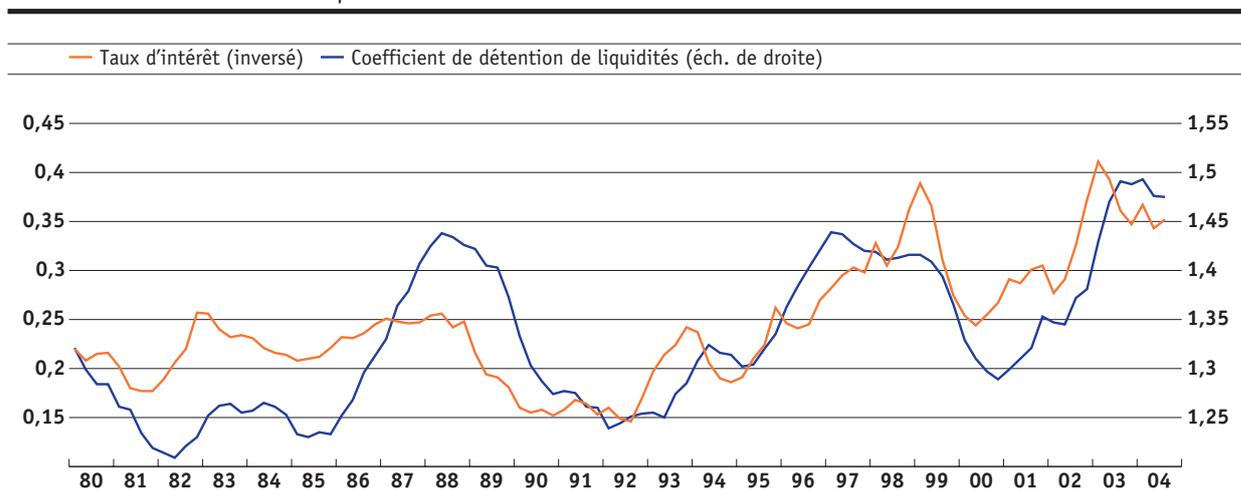
Source: BNS

sance moyenne sur les deux dernières années, on obtient des taux annuels de variation encore relativement élevés, soit de 9% pour M_1 , de 6,6% pour M_2 et de 4,1% pour M_3 .

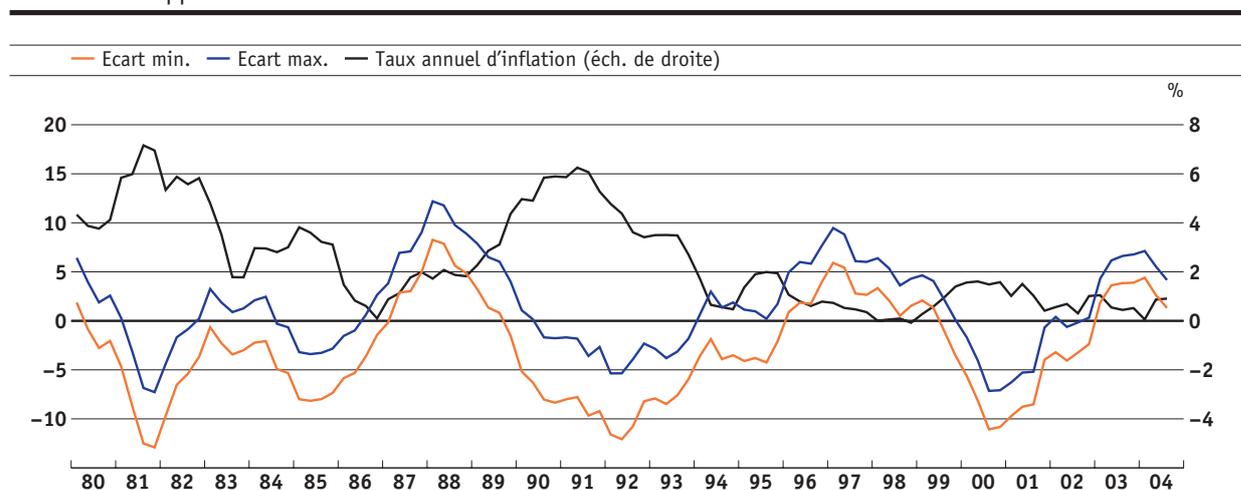
Cette évolution se reflète également dans l'analyse de l'approvisionnement de l'économie en liquidités, analyse qui repose sur le coefficient de détention de liquidités. Ce coefficient représente le rapport entre la masse monétaire et le volume – mesuré au PIB nominal – des transactions au sein de l'économie. La détention de M_3 engendrant des coûts d'opportunité (les intérêts qui auraient pu être tirés de placements), le coefficient de détention de liquidités devrait varier inversement à l'évolution des taux d'intérêt à long terme. Comme le montre le graphique 3.17, cela a été généralement le cas dans le passé. Au milieu de l'année 2002, le bas niveau des taux d'intérêt a provoqué une forte hausse du coefficient. Ce dernier a quelque peu diminué quand les taux d'intérêt à long terme ont augmenté à partir du début de 2003.

Une croissance excessive de la masse monétaire crée un potentiel inflationniste. En partant du PIB nominal et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie, on peut déterminer une masse monétaire d'équilibre. On a un excédent d'approvisionnement lorsque la masse monétaire à la disposition de l'économie est supérieure à son niveau d'équilibre et un déficit dans le cas contraire. Le graphique 3.18 présente deux estimations des écarts, en pour-cent, entre la masse monétaire M_3 , à laquelle les fonds fiduciaires d'origine suisse ont été ajoutés, et son niveau d'équilibre. Il montre que les écarts entre M_3 et son niveau d'équilibre sont en étroite corrélation avec l'inflation future. Un excédent de monnaie a résulté de la vive expansion que la masse monétaire a enregistrée dans le passé. L'excédent est maintenant en voie de résorption. Selon cet indicateur, un certain potentiel inflationniste est toujours présent, mais il a diminué par rapport au trimestre précédent.

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

Poursuite de la croissance des crédits

A fin septembre, les crédits bancaires progressaient toujours en comparaison annuelle. Ils restaient caractérisés par deux tendances opposées. D'un côté, les crédits aux ménages, soit les deux tiers environ du total des crédits bancaires, dépassaient de 6,8% leur niveau de fin septembre 2003. De l'autre, les crédits aux entreprises ont continué le mouvement de repli qu'ils marquent depuis le troisième trimestre de 2001. Ils ont reculé de 4,3%.

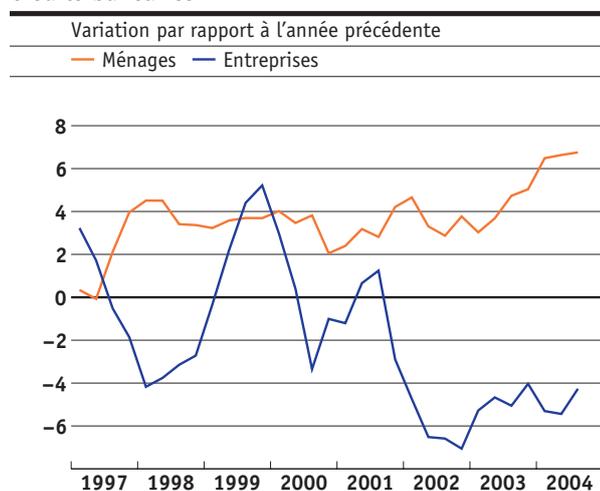
Des évolutions divergentes ressortent également de la répartition en créances hypothécaires et en autres crédits. Un revirement de tendance se dessine cependant peu à peu. Les créances hypothécaires, la catégorie la plus importante, ont continué à croître, en comparaison annuelle, pendant les mois

d'été. Elles constituent les quatre cinquièmes des crédits bancaires et sont détenues principalement sur les ménages. Quant aux autres crédits, ils sont accordés surtout aux entreprises. Leur tendance au recul a très nettement faibli. En septembre, ils enregistraient une progression en comparaison annuelle, la première depuis le mois d'août 2001. En octobre, ils étaient de nouveau inférieurs au niveau observé un an auparavant.

Les autres crédits bancaires peuvent encore être répartis en crédits gagés et en crédits non gagés. On observe, là également, deux mouvements opposés. Les crédits gagés se sont accrus vigoureusement en été, alors que les crédits non gagés ont continué à fléchir.

A fin octobre, les créances hypothécaires dépassaient de 5,2% le niveau observé un an auparavant. Les autres crédits ont diminué de 2,7%. Leur diminution est due au recul de 6,1% de la partie non gagée, recul qui n'a été compensé que partiellement par la progression de 2,5% de la partie gagée. Au total, les crédits bancaires se sont accrus de 3,6% entre fin octobre 2003 et fin octobre 2004. A la lumière de l'évolution des crédits, on peut s'attendre à une nouvelle amélioration de la conjoncture économique.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

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

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. En Suisse, il faut compter en moyenne trois ans jusqu'à ce que les décisions de politique monétaire influent sur les prix. 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

Ralentissement de la croissance

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 septembre et de décembre.

D'une prévision à l'autre, les hypothèses sur l'économie mondiale ont changé sensiblement sur trois points. Premièrement, le prix du pétrole a continué à augmenter, contrairement à ce qui avait été supposé en septembre. La Banque nationale estime

toujours que le prix du pétrole diminuera progressivement pour retrouver le niveau de 30 dollars des Etats-Unis. A court terme cependant, le prix du pétrole le plus élevé engendre, deuxième point, un net affaiblissement de la croissance dans les pays industrialisés. Aussi les hypothèses actuelles au sujet de l'évolution de la conjoncture en Europe et aux Etats-Unis, au quatrième trimestre de 2004 et au premier trimestre de 2005, sont-elles inférieures à celles qui avaient été retenues en août. En outre, seuls de faibles effets de rattrapage seront observés au cours des trimestres suivants. Pour les Etats-Unis, on table ainsi sur des taux de croissance de 3,5% au quatrième trimestre de 2004 et de 3,4% au premier trimestre de 2005. La croissance s'accélère ensuite pour atteindre 3,8% au deuxième trimestre, puis passe à 3%, soit à un taux correspondant au potentiel. Dans les pays de l'UE, la croissance a faibli au troisième trimestre de 2004 (1,2%), mais elle devrait se redresser pour atteindre 2,3% au troisième trimestre de 2005, puis s'établir à son taux d'équilibre de 2,1%. Par conséquent, les écarts de production – négatifs – ne se combleront que lentement aux Etats-Unis et en Europe. La troisième hypothèse qui a été sensiblement adaptée par rapport à la prévision faite en septembre porte sur l'évolution du dollar. Depuis le mois de septembre, le dollar a fortement faibli. L'euro valait plus de 1,30 dollar des Etats-Unis à fin novembre. La prévision de décembre 2004 en tient compte dans la mesure où la relation de change entre l'euro et le dollar a été fixée à 1,28, alors qu'un cours de 1,20 avait été retenu pour la prévision de septembre. Une relation de change inchangée entre le dollar et l'euro ne correspond pas à une attente de la BNS, mais représente une hypothèse technique introduite dans le modèle de simulation.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2004	2005	2006
Prévision de décembre 2004			
PIB USA ¹	4,3	3,5	3,5
PIB UE (15) ¹	2,0	2,0	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,20	1,28	1,28
Prix du baril de pétrole en dollars ²	39,0	42,0	34,0
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	1,20	1,20	1,20
Prix du baril de pétrole en dollars ²	36,9	35,6	31,4

1 Variation en %

2 Niveau

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 4^e trimestre de 2004 au 3^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. Le graphique 4.1 montre la prédiction de décembre 2004, mais aussi les prévisions faites en juin et septembre. La prédiction de décembre porte sur une période allant du quatrième trimestre de 2004 au troisième trimestre de 2007. Elle repose sur un Libor à trois mois de 0,75%, soit la zone médiane de la marge de fluctuation de 0,25%–1,25% que la Banque nationale a reconduite, le 16 décembre 2004. La prédiction d'inflation de septembre reposait elle aussi sur un Libor à trois mois de 0,75%. En revanche, la prédiction de juin était basée sur un taux à trois mois de 0,5%, taux qui correspondait au niveau visé par la Banque nationale tant que la marge de fluctuation était de 0%–1%.

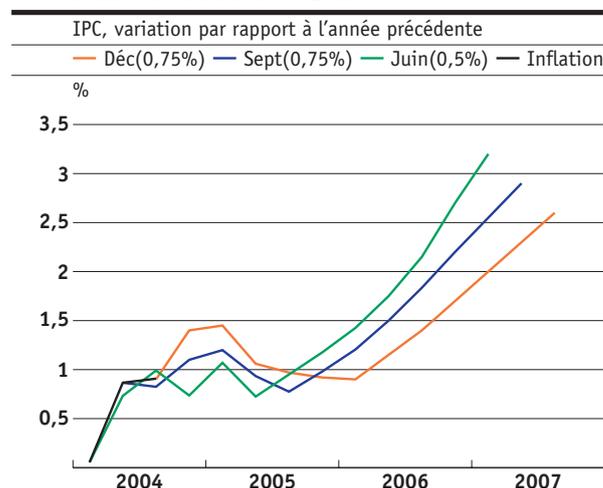
Comme l'indique le graphique 4.1, la courbe retraçant la prédiction d'inflation de décembre évolue, dans une première phase, au-dessus de ce qui ressort des prévisions de septembre et de juin. Le renchérissement du pétrole en est la cause. Ces prochains mois, les prix des produits pétroliers (carburants et mazout) qui entrent dans la composition de l'IPC resteront sans doute nettement supérieurs aux niveaux observés un an auparavant. La Banque nationale table cependant sur une baisse graduelle du prix du pétrole en 2005. En outre, des effets toujours modérateurs sur le renchérissement devraient continuer à découler, dans le proche avenir, des autres biens de consommation importés (légère baisse, en un an, des prix de ces biens). Pour ce qui a trait aux biens de consommation d'origine suisse, la Banque nationale s'attend à des hausses très faibles des prix des marchandises, étant donné les importantes capacités de production encore inutilisées et la concurrence toujours très vive. La récente enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ conforte cette opinion. En effet, les entreprises axées sur le marché intérieur s'attendent, en grande majorité, à des prix de vente stables ou diminuant légèrement. Du côté des services, le renchérissement devrait se stabiliser à son niveau actuel, après avoir marqué une accélération à la suite principalement de l'évolution tant des loyers des logements que des services du secteur public. Tel qu'il ressort de la prédiction, le taux annuel d'inflation atteint un point culminant, soit près de 1,5%, au premier trimestre de 2005. Il se replie ensuite, dans le sillage de la baisse attendue du prix du pétrole, pour s'établir à 0,9% au début de l'année 2006. Le taux annuel moyen d'inflation devrait s'inscrire à 1,1% en 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. Le ralentissement de la croissance qui est attendue à l'étranger en 2005 aura tendance à peser sur la conjoncture en Suisse. Par conséquent, le PIB réel devrait continuer à n'augmenter que faiblement, et le taux d'utilisation des capacités de production progressera sans doute plus lentement que ce qui avait été retenu dans la prédiction d'inflation de septembre. Aussi les tensions inflationnistes auxquelles il faut s'attendre à moyen terme seront-elles un peu moins fortes. Le taux annuel moyen d'inflation qui est escompté pour 2006 est de 1,3%.

A plus long terme, des facteurs monétaires jouent un rôle déterminant dans l'évolution des prix. Les prévisions à long terme sont grevées de lourdes incertitudes. L'expérience montre cependant qu'une forte dotation en liquidités fait peser un danger sur la stabilité des prix. Des liquidités abondantes permettent, dans une phase de reprise économique, de réaliser un nombre plus élevé de transactions, mais aussi de majorer les prix. En Suisse, les liquidités ont augmenté vigoureusement ces deux dernières années, d'où un excédent croissant de monnaie. Entre-temps, cet excédent a diminué (voir chapitre 3.4), de sorte que, sous cet angle, le danger inflationniste à long terme a faibli. Cela explique pourquoi la courbe de la prédiction d'inflation de décembre est, dans cette phase, inférieure à celle de la prédiction de septembre, bien que les deux prévisions aient été faites sur la base du même Libor à trois mois.

Selon la prédiction d'inflation de décembre, la stabilité des prix ne serait plus assurée à partir du début de 2007. La prédiction, il convient de le souligner, a été faite avec un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années. On peut donc en déduire que la normalisation du niveau des taux d'intérêt, amorcée en juin et en septembre 2004, devra être poursuivie ces trois prochaines années pour que l'objectif de la stabilité des prix reste assuré.

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 décembre 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 septembre à novembre 2004, sont résumés ci-après.

Résumé

Il ressort des entretiens menés durant les mois de septembre à novembre avec près de 120 entreprises et associations économiques que la conjoncture a peu changé dans l'ensemble. La croissance s'est poursuivie, mais à un rythme moins élevé, de sorte que les écarts entre les marches des affaires des différentes branches se sont accentués. Si les espoirs de voir la demande intérieure se ranimer sensiblement ont été déçus, les exportations ont évolué de façon satisfaisante jusqu'à récemment.

Les entreprises bénéficiant d'une bonne marche des affaires ont été plus nombreuses à planifier une extension de leurs capacités de production et à envisager un renforcement de leur personnel. Les délocalisations à l'étranger de la production, qui s'accompagnent souvent de suppressions d'emplois en Suisse, restent cependant d'actualité, notamment dans l'industrie.

La majorité des interlocuteurs sont confiants dans les perspectives pour 2005. De nombreuses entreprises s'attendent à une croissance légèrement moindre de leurs chiffres d'affaires, mais, malgré la faiblesse du dollar et l'envol des prix du pétrole, le climat reste fondamentalement à l'optimisme.

1 Production

Industrie

La plupart des entreprises exportatrices interrogées ont estimé que les entrées de commandes et les réserves de travail s'étaient maintenues à un bon niveau, quand bien même la progression des commandes avait faibli. Comme auparavant, les impulsions les plus fortes sont venues d'Asie, notamment de Chine, mais aussi des Etats-Unis. La demande émanant des pays de l'UE a été appréciée de manière un peu plus optimiste que pendant la période estivale. L'Allemagne, où les affaires sont restées médiocres, a constitué une nouvelle fois l'exception.

Dans les entreprises industrielles fortement axées sur les exportations, la situation n'a pas varié par rapport à l'été. L'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que l'horlogerie ont encore enregistré une bonne marche des affaires. Les producteurs d'ouvrages en métaux, de techniques de l'énergie et de l'automatisation ainsi que de machines textiles ont fait part de leur grande satisfaction. En particulier, l'industrie des semi-conducteurs a par contre de plus en plus pâti, après sa reprise rapide, de surcapacités à l'échelle mondiale et, partant, de la baisse des prix que celles-ci induisent. Quant aux entreprises axées sur le marché intérieur, elles ont encore rencontré de plus grandes difficultés, devant faire face à la fois à la concurrence de l'étranger et à une forte pression sur les prix et les marges.

Services

Dans le tourisme, la situation est sensiblement meilleure qu'un an auparavant, en raison du retour des hôtes asiatiques et américains ainsi que de la légère amélioration du côté du tourisme d'affaires. Ces derniers mois, les impulsions positives ont cependant faibli dans de nombreuses régions. Une des raisons de cette évolution est la faiblesse du dollar. En outre, nombre de régions touristiques pâtissent toujours de la faible demande venant d'Allemagne, mais aussi du recul des dépenses par touriste. L'hôtellerie tessinoise a toutefois constitué un cas particulier. En été et en automne, elle a enregistré un net accroissement des hôtes allemands, français et néerlandais qui, rebutés par l'escalade des prix en Italie et dans le Sud de la France, ont passé leurs vacances dans le Sud de la Suisse. Mais globalement, la restauration et l'hébergement ont encore dû faire face à une situation difficile au Tessin, ce que reflètent notamment les nombreuses fermetures d'établissements.

Dans le domaine des services aux entreprises, la marche des affaires s'est améliorée sensiblement dans les transports (y compris le fret aérien), dans la logistique et dans le conseil. Par contre, les fournis-

seurs de services informatiques se sont plaints, en majorité, de piètres résultats.

Après un début d'année prometteur, la marche des affaires des banques spécialisées dans la gestion de fortune a été décevante jusqu'en automne. L'afflux de fonds a progressé faiblement, voire stagné, et les recettes découlant des opérations de courtage ont été maigres, eu égard à l'atonie de la bourse. La concurrence et la pression sur les marges sont donc restées âpres. La concurrence a aussi été très vive dans les crédits, en particulier dans les prêts hypothécaires, ce qui s'est traduit notamment par un relèvement des limites d'avance.

Le commerce de détail a estimé, en majorité, que la marche des affaires était restée morne et incertaine. Des chiffres d'affaires en net recul par rapport à la période estivale ont été enregistrés par plusieurs détaillants. Les grands distributeurs ont mieux supporté cette situation que les petits commerces. Ces derniers ont dû faire face non seulement à la retenue des consommateurs, mais aussi à la vive concurrence des grandes surfaces. Au Tessin et dans le bassin lémanique, le commerce de détail a profité, pendant le premier semestre de l'année, du fait que les zones commerciales italiennes et françaises, proches de la frontière, ont perdu de leur attrait en matière de prix. Il semble néanmoins que, entretemps, cet avantage ne soit plus aussi net. La situation est demeurée difficile sur le marché du textile. En revanche, le commerce spécialisé dans les biens de la technologie de l'information a signalé un regain d'activité.

Construction

L'horizon conjoncturel s'est quelque peu éclairci dans la construction. De nombreuses entreprises ont continué à bénéficier de la vive activité dans la construction de logements et la rénovation. Dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services ainsi que dans la construction publique, l'activité est restée peu soutenue, alors qu'elle avait semblé se redresser légèrement en été. Les prix étant soumis à des pressions à la baisse, la situation bénéficiaire de maintes entreprises s'en est ressentie. Dans l'intervalle, les signes indiquant qu'un processus d'assainissement structurel a débuté se sont multipliés. Dans les régions frontalières comme le Tessin, mais aussi en Suisse romande, la construction a senti de plus en plus les effets de la concurrence des pays voisins.

2 Marché du travail

Ces derniers mois, les entreprises se sont montrées un peu plus enclines à relever leurs effectifs. Mais cela ne signifie pas la fin des réductions de personnel. Contrairement à la situation d'il y a un an, les raisons n'en sont plus essentiellement conjoncturelles. Il s'agit le plus souvent de décisions stratégiques prises par les entreprises, décisions qui prévoient de délocaliser la production à l'étranger, notamment en Asie ou en Europe de l'Est. Comme précédemment, le secteur des services ne génère quasiment pas d'impulsions positives sur le marché du travail. Les banques et le commerce, tous deux confrontés à une forte pression sur les prix, sont concernés.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Par rapport au début de l'année, le nombre des entreprises ayant pu répercuter les coûts plus élevés d'approvisionnement sur les prix de vente a augmenté. Les pressions sur les prix restent fortes dans l'ensemble; les fournisseurs avant tout en subissent particulièrement les effets. Du fait de la concurrence accrue de l'étranger, les pressions sur les prix des biens destinés exclusivement au marché suisse se sont même partiellement renforcées. Cela concerne avant tout le commerce de détail, mais aussi les branches proches de la construction, comme celle des équipements sanitaires.

Les cours de change ont suscité des inquiétudes de plus en plus vives. Le repli massif du dollar a induit une réduction sensible des marges dans maintes entreprises. L'horlogerie notamment et nombre d'entreprises produisant pour le marché asiatique ont été touchées par cette évolution. Inversement, pour plusieurs branches, la faiblesse du dollar a atténué la hausse des coûts liés aux matières premières et à la consommation d'énergie.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Le 16 décembre 2004, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation, soit autour de 0,75%.

Loi fédérale sur l'aide monétaire internationale – Entrée en vigueur

Le délai référendaire ayant expiré au début du mois de juillet sans avoir été utilisé, le Conseil fédéral a décidé, le 9 septembre 2004, de fixer au 1^{er} octobre 2004 la date de l'entrée en vigueur de la loi fédérale et de l'arrêté fédéral sur l'aide monétaire internationale (voir Bulletin trimestriel 2/2004, p. 57).

Table des matières, 22^e année, 2004

Bulletin	Page	
1	6	Rapport sur la politique monétaire
2	6	
3	6	
4	6	
1	44	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
2	38	
3	38	
4	38	
1	48	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
2	52	
		Articles et exposés
2	42	Raggenbass Hansueli Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 30 avril 2004
2	46	Roth Jean-Pierre Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 30 avril 2004
3	42	Veyrassat Antoine Le marché monétaire en francs: instruments et participants
1	50	Chronique monétaire
2	54	
3	56	
4	44	

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>

