

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



Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2005

23^e année

Contenu

5	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
40	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
44	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 29 avril 2005 Hansueli Raggenbass
50	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 29 avril 2005 Jean-Pierre Roth
56	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
60	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

L'économie mondiale s'est maintenue sur un sentier de croissance modéré au premier semestre de 2005. L'économie américaine, très vigoureuse, a joué un rôle moteur. La zone euro et le Japon sont parvenus à sortir de la phase d'apathie du quatrième trimestre de 2004, mais leur croissance économique n'a pas reposé sur une large assise et est restée fragile. Le ralentissement de la croissance économique mondiale est dû en grande partie à la vive hausse du prix du pétrole.

En Suisse, le PIB réel a stagné du dernier trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005. L'évolution a été décevante, en particulier du côté des exportations. La demande intérieure a cependant progressé légèrement après avoir fléchi au trimestre précédent. La situation a commencé à s'éclaircir quelque peu au début du deuxième trimestre. Les exportations comme les importations ont augmenté, et les enquêtes menées auprès des entreprises ont montré que la situation avait cessé de se détériorer. Le taux de chômage est resté néanmoins inchangé à 3,8% jusqu'en mai.

Lors de son examen trimestriel de la situation du 16 juin 2005, la Banque nationale a décidé de laisser à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. 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%.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (p. 40)

Il ressort des entretiens menés de mars à mai avec quelque 140 entreprises de divers secteurs et branches économiques que la conjoncture était généralement satisfaisante. Dans l'ensemble, les jugements portés sur la conjoncture laissaient apparaître une tendance plus positive que négative. Cette appréciation globale cachait cependant toujours de fortes disparités entre les branches.

Assemblée générale des actionnaires (p. 44)

Le président du Conseil de banque de la BNS, Hansueli Raggenbass, a commenté, dans son exposé à l'Assemblée générale des actionnaires du 29 avril, le résultat de l'exercice 2004 et a formulé quelques réflexions au sujet des résultats attendus à moyen terme. Le résultat de l'exercice 2004, soit 21,6 milliards de francs, a été exceptionnellement élevé du

fait que la provision correspondant au produit de la vente de 1300 tonnes d'or a été dissoute en vue d'une distribution. Le résultat brut a été par contre nettement inférieur à celui de l'exercice 2003. Compte tenu également des charges d'exploitation, du prélèvement opéré sur la provision pour la cession des actifs libres et du montant qu'il a fallu attribuer aux provisions pour que celles-ci atteignent le niveau requis, la Banque nationale a subi une perte en 2004. Pour couvrir cette perte et distribuer le montant convenu à la Confédération et aux cantons, il a fallu prélever 3,3 milliards de francs sur la réserve pour distributions futures, réserve qui a ainsi été ramenée à moins de 7 milliards de francs. Cette situation montre que les distributions actuelles de bénéfices vont bien au-delà du potentiel de la Banque nationale. Celle-ci s'attend à moyen terme à obtenir sur ses actifs un rendement nominal légèrement inférieur à 3%. Après le renforcement des provisions, tel qu'il est prévu par la loi, et la couverture des charges d'exploitation, il ne devrait rester qu'un montant distribuable de près d'un milliard de francs par an.

Le président de la Direction générale, Jean-Pierre Roth, a jeté un regard rétrospectif sur l'évolution économique et la politique monétaire en 2004. Puis il est revenu à la distribution des bénéfices et s'est exprimé également au sujet de l'initiative du Cosa. Cette initiative, qui fera probablement l'objet d'une votation populaire en 2006, demande que le bénéfice annuel net de la Banque nationale soit distribué aux cantons, à raison d'un milliard de francs, et que le reste soit versé à l'AVS. Elle menace l'indépendance de la Banque nationale étant donné qu'elle crée un lien direct entre les bénéfices de l'institut d'émission et un pilier important des assurances sociales de notre pays. Du fait de ce lien, la Banque nationale pourrait être amenée à gérer ses réserves non pas en conformité avec son mandat de politique monétaire, mais de façon à dégager un rendement maximal. La crédibilité de l'institut d'émission sur le plan international et, partant, de sa politique monétaire en pâtirait. En outre, l'initiative du Cosa part notamment de l'hypothèse que la Banque nationale est en mesure de dégager chaque année des bénéfices largement supérieurs au milliard de francs. Or, comme l'a souligné le président du Conseil de banque dans son exposé, cette hypothèse est une illusion.

Swiss National Bank Working Papers (p. 56)

Résumé d'un article de Hasan Bakhshi, Hashmat Khan et Barbara Rudolf «The Phillips curve under state-dependent pricing», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2005.

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-juin 2005. Les chapitres 1 à 3 ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale de la Banque nationale suisse a effectué en juin 2005.

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
21	2.2 Utilisation des capacités de production
22	2.3 Marché du travail
23	2.4 Prix des biens
26	3 Evolution monétaire
26	3.1 Evolution des taux d'intérêt
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
32	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
36	4 La prévision d'inflation de la BNS
36	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
38	4.2 Prévision d'inflation du 2 ^e trimestre de 2005 au 1 ^{er} trimestre de 2008
37	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 juin 2005. 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 juin 2005.

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

Au premier semestre de 2005, l'économie mondiale est restée sur le sentier de croissance modérée qu'elle a rejoint après sa sensible accélération pendant le semestre d'hiver 2003/2004. L'économie américaine, très vigoureuse, a joué un rôle moteur. La zone euro et le Japon sont parvenus à sortir de l'apathie du quatrième trimestre de 2004, mais leur croissance économique n'a pas reposé sur une large assise et est restée fragile. En outre, la croissance économique a marqué un ralentissement dans les nouveaux pays industrialisés asiatiques, à l'exception de la Chine.

Pour ce qui a trait à l'économie mondiale, les perspectives de croissance sont modérément optimistes. L'économie américaine devrait continuer à croître vigoureusement. Du côté de l'Europe, on peut s'attendre à une amélioration graduelle de la conjoncture. Le bas niveau des taux d'intérêt réels contribue à stimuler l'activité économique. En outre, un important besoin de rattrapage peut être observé tant du côté de la consommation privée que de celui des investissements. Cependant, l'évolution du prix du pétrole et celle du cours du dollar des Etats-Unis font toujours peser de gros risques sur la conjoncture.

En Suisse, l'espoir d'une sortie rapide de la faiblesse de la croissance a été déçu. D'un trimestre à l'autre, le PIB réel a stagné, après un léger repli au quatrième trimestre de 2004. En comparaison annuelle, la croissance du PIB a fléchi, passant de 1,2% à 0,7%. L'évolution des exportations en particulier a été décevante.

Des signes d'une légère amélioration ont cependant commencé à se dessiner vers la fin du premier trimestre. Ils laissent entrevoir que la phase de faiblesse de la conjoncture sera surmontée au deuxième trimestre. Les exportations et les importations ont augmenté en mars et en avril. De plus, les entreprises s'attendaient à une accélération des commandes au cours des trois prochains mois. Une appréciation un peu plus optimiste de la conjoncture est ressortie également des entretiens que les délégués de la BNS

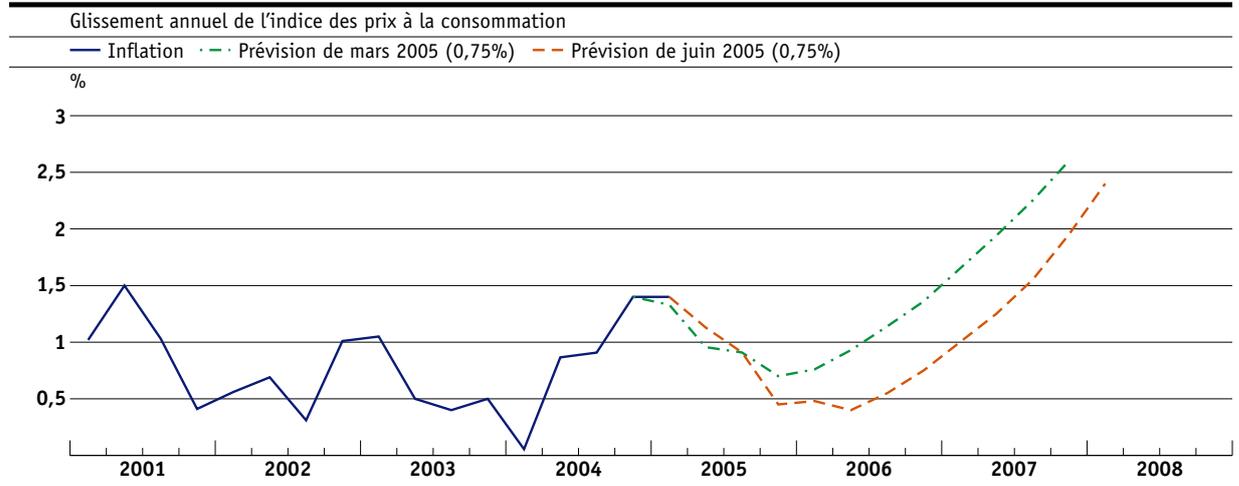
aux relations avec l'économie régionale ont eues avec des responsables d'entreprises. Ces entretiens ont laissé apparaître une tendance à l'amélioration plutôt qu'à la détérioration de la conjoncture.

Du fait de la faiblesse observée au premier trimestre, la BNS table pour l'ensemble de l'année sur une croissance du PIB réel de l'ordre de 1%. Ainsi, elle a corrigé à la baisse, d'un demi-point, la prévision qu'elle avait faite en mars 2005, lors de son précédent examen trimestriel de la situation. La nouvelle prévision suppose cependant elle aussi que la croissance s'accroîtra nettement au second semestre de l'année. Une telle accélération dépendra en grande partie de la conjoncture dans la zone euro, conjoncture qui devrait reprendre pied.

Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire faite en mars, les perspectives en matière d'inflation se sont encore légèrement améliorées. Sur cette toile de fond, la BNS a décidé, lors de son examen de la situation du 16 juin 2005, de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôt à trois mois en francs et de maintenir ce taux, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la marge, soit autour de 0,75%. Ainsi, elle a gardé le cap donné jusque-là à sa politique monétaire. Elle met à profit sa marge de manœuvre pour continuer à soutenir la conjoncture. La stabilité des prix devrait cependant rester assurée à moyen terme.

Selon la prévision de juin 2005, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation s'inscrit à 1% en 2005, puis à 0,5% en 2006. Du fait du nouveau retard dans la reprise de la conjoncture, le renchérissement prévu reste bas, même à moyen terme. Il s'accroît vers la fin de 2006, tout en restant inférieur à la courbe retraçant la prévision de mars. Vers la fin de 2007, l'inflation passe au-dessus de la barre des 2%, ce qui signifie que la stabilité des prix ne serait plus respectée. Une correction du cap, depuis longtemps expansionniste, de la politique monétaire de la Banque nationale sera donc nécessaire si les perspectives économiques s'améliorent.

Prévisions d'inflation de mars 2005, avec Libor à 0,75%, et de juin 2005, avec Libor à 0,75%



Prévision d'inflation de juin 2005 avec Libor à 0,75%

	2005	2006	2007
Inflation annuelle moyenne en %	1,0	0,5	1,4

1 Environnement international

Au premier semestre de 2005, l'économie mondiale est restée sur le sentier de croissance modérée qu'elle avait suivi après sa sensible accélération pendant le semestre d'hiver 2003/2004. L'économie américaine, très vigoureuse, a joué un rôle moteur. La zone euro et le Japon sont parvenus à sortir de la phase d'apathie du quatrième trimestre de 2004, mais leur croissance économique a été inégale et fragile. En outre, la croissance économique a marqué un ralentissement dans les nouveaux pays industrialisés asiatiques, à l'exception de la Chine.

L'affaiblissement, au cours de 2004, de la croissance économique sur le plan mondial est dû en grande partie à la flambée du prix du pétrole. La revalorisation de l'euro face au dollar a en outre freiné la conjoncture en Europe. Les deux facteurs – évolution du prix du pétrole et revalorisation de l'euro – continuent à faire peser de gros risques sur la conjoncture. Jusque récemment, le prix du pétrole est resté très volatil. Etant donné le fort déficit extérieur des Etats-Unis, le risque d'une nouvelle baisse du dollar reste élevé. En revanche, le bas niveau des taux d'intérêt réels sur le plan mondial contribue à stimuler la conjoncture.

Les Etats-Unis, locomotive de la conjoncture

Le produit intérieur brut (PIB) réel des Etats-Unis a augmenté de 3,5% au premier trimestre de 2005, soit à un rythme légèrement inférieur à celui du second semestre de 2004. Alors que la hausse du prix du pétrole a ralenti la vigoureuse croissance de la

consommation privée et que les investissements, qui étaient élevés, ont perdu de leur dynamisme, les exportations ont augmenté. Le net affaiblissement du dollar durant les années 2002 à 2004 a contribué à cette évolution.

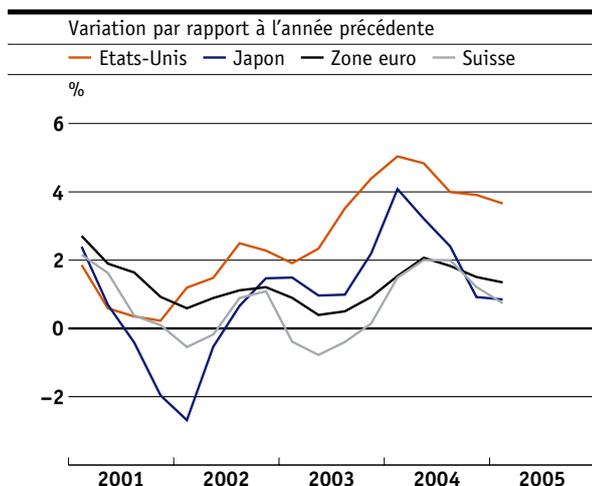
Aux Etats-Unis, les perspectives conjoncturelles restent favorables. Les solides bénéfiques des entreprises continuent à soutenir les investissements, et la hausse de l'emploi devrait donner de nouvelles impulsions à la consommation privée. Cependant, les taux d'intérêt à court terme ayant augmenté, le dynamisme de la conjoncture ne devrait pas se renforcer davantage. L'évolution de l'indice des directeurs d'achats (PMI) pour l'industrie le confirme en particulier, puisque cet indice, qui s'inscrivait à un niveau élevé, a diminué sensiblement au cours des derniers mois.

Perspectives conjoncturelles modérées pour la zone euro

Dans la zone euro, l'année 2005 a bien commencé. Au premier trimestre, le PIB réel a progressé de 2% par rapport à la période précédente, contre 0,6% au quatrième trimestre de 2004. La croissance a toutefois reposé avant tout sur une contribution fortement positive du commerce extérieur, qui a résulté de la baisse des importations.

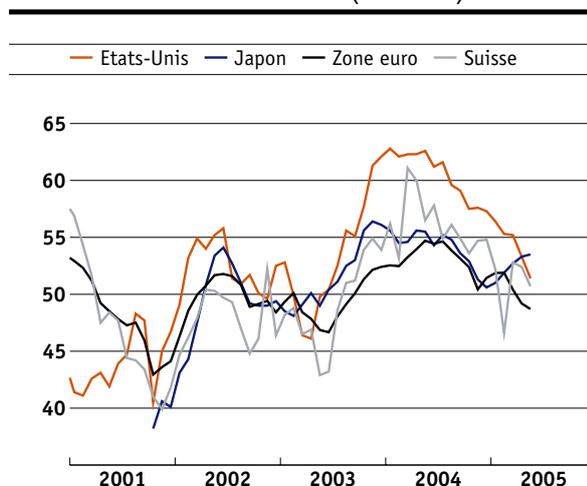
Dans les trois plus grands pays de la zone euro, l'évolution économique n'a pas été homogène. En Allemagne, la croissance économique, qui avait marqué un léger recul au quatrième trimestre de 2004, s'est accélérée grâce à la vigoureuse progression des exportations (4,2%). En France, par contre, la

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

conjoncture a perdu de son élan, alors que l'Italie a enregistré pour la seconde fois consécutive un repli du PIB réel.

Les résultats des enquêtes portant sur la conjoncture dans la zone euro se sont une nouvelle fois détériorés au cours des derniers mois. Les entrées de commandes dans l'industrie ayant diminué et les attentes des producteurs s'étant assombries, la croissance ne devrait être que très faible au deuxième trimestre. L'affaiblissement conjoncturel a été particulièrement marqué en Allemagne, en France et en Italie.

Les perspectives de croissance pour le second semestre sont cependant modérément optimistes. Les taux d'intérêt, qui sont depuis un certain temps à un niveau historiquement bas, jouent notamment le rôle de soutien de la conjoncture. De plus, un important besoin de rattrapage peut être observé aussi bien dans la consommation privée que dans les investissements.

Conjoncture plus faible en Asie

Au Japon, pays où la reprise conjoncturelle s'était interrompue en 2004, le PIB réel a augmenté avec une vigueur surprenante (+5,3%) au premier trimestre de 2005. La poussée de croissance a découlé surtout d'un effet de rattrapage du côté de la consommation privée. Les perspectives de croissance pour le proche avenir restent toutefois modérées. Seules de faibles impulsions émanent actuellement de l'étranger, et la demande intérieure ne devrait

guère se renforcer durablement selon les enquêtes les plus récentes.

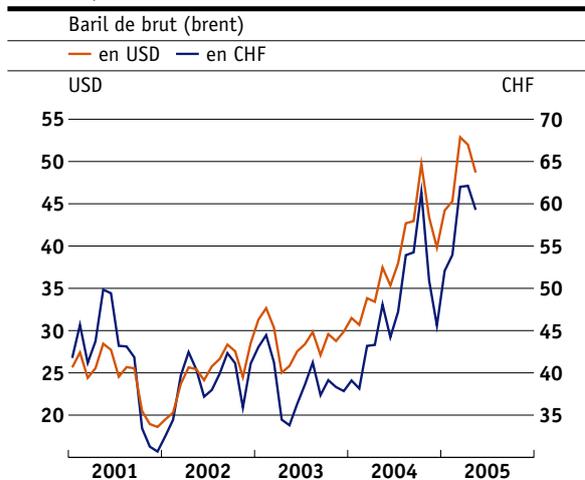
Etant donné la croissance moins vigoureuse de l'économie mondiale, la conjoncture s'est refroidie également dans les nouveaux pays industrialisés asiatiques. Le secteur très cyclique des technologies de l'information – dans de nombreux pays, il représente une part considérable des exportations – a été particulièrement touché. En outre, la demande émanant de la Chine a faibli sensiblement ces derniers mois.

Faible accélération du renchérissement

Dans la plupart des pays industrialisés, la hausse du prix du pétrole ne s'est guère répercutée sur le renchérissement. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la consommation, a passé de 2,9% en janvier à 3,5% en avril; abstraction faite des prix de l'énergie et de l'alimentation, il est resté presque inchangé à 2,2%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel n'a augmenté que de 0,2% pour s'inscrire à 2,1%. L'inflation sous-jacente – outre les prix de l'énergie, elle exclut l'alimentation, les produits du tabac et l'alcool – a continué à fluctuer aux alentours de 1,5%. Au Japon, la légère déflation a persisté.

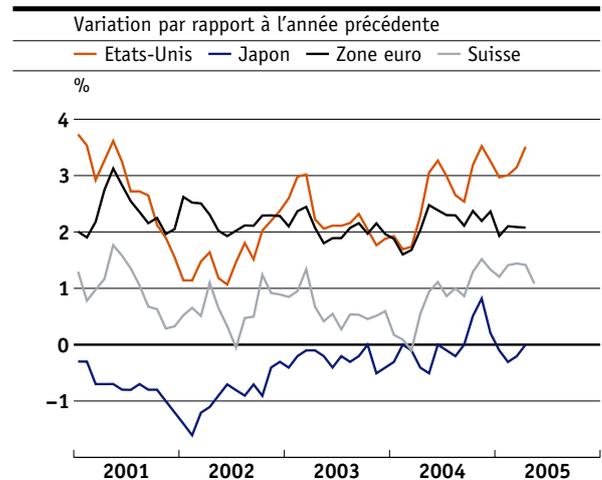
Le prix du pétrole ayant fléchi, entre début avril et fin mai, de près de 10 dollars pour s'établir à 47 dollars le baril de Brent, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation devraient faiblir au deuxième trimestre. Début juin, il a augmenté de nouveau, atteignant 53 dollars.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Source: BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Source: BRI

Nouveau resserrement de la politique monétaire américaine

La banque centrale des Etats-Unis (Réserve fédérale) a continué à resserrer les rênes monétaires. En mai, elle a procédé à la huitième hausse des taux à court terme et porté ainsi à 3% son principal taux directeur. La Réserve fédérale a motivé cette hausse par la robuste croissance économique ainsi que par le niveau toujours bas, en comparaison historique, des taux d'intérêt à court terme.

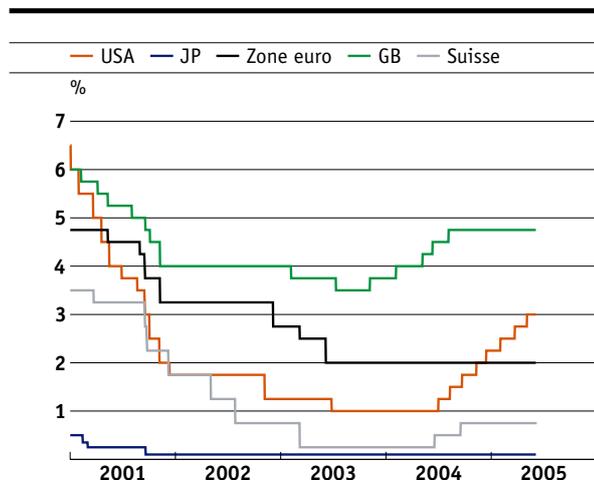
Comme les pressions inflationnistes étaient très faibles dans l'ensemble, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu à 2%, soit à son niveau de juin 2003, le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Etant donné la forte expansion de la masse monétaire et le risque d'inflation découlant du prix du pétrole, elle a laissé entendre qu'elle n'assouplirait pas davantage sa politique monétaire.

Prévisions de croissance légèrement à la baisse

Du fait de données conjoncturelles tendanciellement faibles, les pronostics de croissance pour 2005 ont été revus à la baisse. Pour la zone euro, les prévisions consensuelles se sont établies à 1,5% en mai, contre 1,7% en février. En ce qui concerne les Etats-Unis et le Japon, elles ont été ramenées à respectivement 3,4% (3,5% en février) et 1% (1,1%). L'OCDE a elle aussi revu ses prévisions à la baisse et table pour 2005 sur une croissance de 1,2% dans la zone euro et de 1,5% au Japon, contre 1,9% et 2,1% l'automne dernier. Pour les Etats-Unis, les prévisions ont en revanche été révisées légèrement à la hausse, passant à 3,6% (voir tableau 1.1).

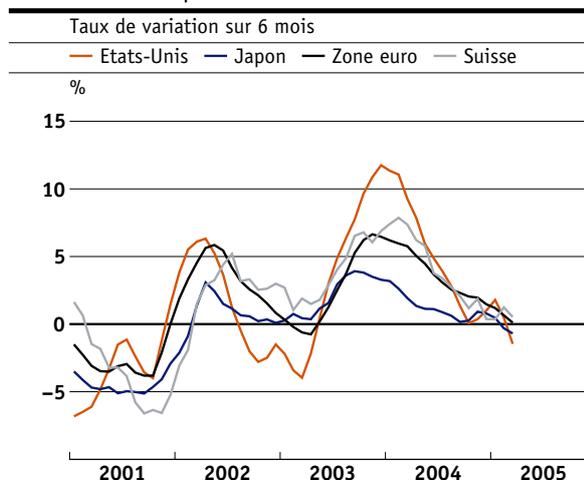
En vue de sa prévision d'inflation de juin 2005, la BNS a revu à la baisse les hypothèses qu'elle avait retenues pour ce qui a trait à l'évolution du PIB dans l'UE (15 pays) et au Japon; la croissance du PIB devrait ainsi reculer d'un demi-point pour s'établir à 1,5% et à 0,9%. Pour les Etats-Unis, elle table toujours sur une croissance du PIB de 3,4%. Les hypothèses concernant la progression du PIB sont donc très proches de celles des prévisions consensuelles (voir chapitre 4.1).

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	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Etats-Unis	3,6	3,3	3,4	3,3	2,4	2,2	2,8	2,5
Japon	1,5	1,7	1,0	1,7	-0,9	0,0	-0,1	-0,2
Zone euro	1,2	2,0	1,5	1,9	1,5	1,7	1,8	1,7
Allemagne	1,2	1,8	0,8	1,4	1,3	0,7	1,4	1,3
France	1,4	2,0	1,9	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6
Italie	-0,6	1,1	0,9	1,6	2,0	2,3	2,0	1,9
Royaume-Uni	2,4	2,4	2,5	2,3	1,9	2,1	1,8	1,9

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 plus de 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 (juin 2005); prévisions consensuelles: Survey de mai 2005

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Stagnation du PIB

L'espoir d'une sortie rapide de la phase de faiblesse de la croissance a été déçu en Suisse. Selon une estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a stagné quasiment du quatrième trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005 (0,2%), après avoir diminué de 0,4% au dernier trimestre de 2004. En comparaison annuelle, la croissance du PIB a faibli, passant de 1,2% à 0,7%.

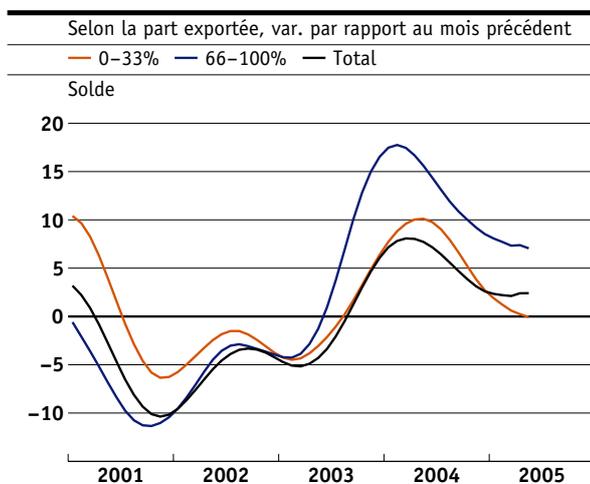
L'évolution des exportations en particulier a été décevante, puisque celles-ci ont fléchi nettement par rapport au quatrième trimestre de 2004. En revanche, la demande intérieure a augmenté légèrement, après avoir reculé au quatrième trimestre de 2004. La consommation privée a continué à croître modérément, alors que la consommation publique a enregistré une plus forte progression. Les investissements ont stagné au premier trimestre; au quatrième trimestre, ils avaient fléchi nettement. Au total, la demande intérieure et étrangère a reculé de 1,3%. Cette évolution se reflète également dans les importations de biens et de services, qui ont régressé.

Refroidissement de la conjoncture dans l'industrie au début de l'année

Le refroidissement de la conjoncture dans l'industrie, qui avait commencé à se manifester vers fin 2004, s'est poursuivi en janvier et février. Selon les diverses enquêtes sur la conjoncture dans l'industrie (Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, PMI), les entrées de commandes ont stagné ou augmenté légèrement. Les entreprises ont de nouveau porté des jugements moins bons, alors qu'elles avaient toujours été optimistes jusqu'à fin 2004. De même, les stocks de produits intermédiaires et finis ont été estimés, plus que précédemment, à des niveaux trop élevés.

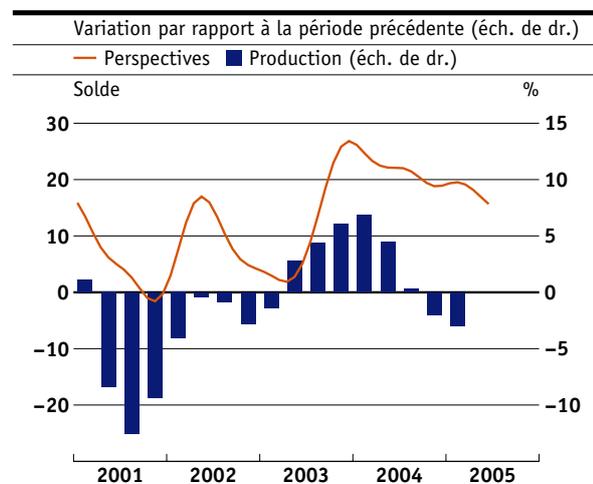
Les chiffres que l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publiés fin juin sur la production et sur l'état des commandes ont confirmé la stagnation de la conjoncture dans l'industrie. La production industrielle a diminué du quatrième trimestre au trimestre suivant, s'inscrivant ainsi 0,5% au-dessous du niveau de la période correspondante de 2004.

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 KOF

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

Taux de croissance, en %, par rapport à la période précédente (taux annualisés)

	2001	2002	2003	2004	2003			2004				2005
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Consommation privée	2,0	0,3	0,5	1,3	0,7	1,0	1,5	2,2	0,6	0,8	0,8	0,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	4,2	3,2	1,4	1,2	2,2	2,1	1,6	1,7	0,7	-1,3	1,2	2,8
Formation de capital fixe	-3,1	0,3	-0,3	3,4	-11,0	11,7	9,5	-0,8	7,4	2,2	-5,9	0,0
Construction	-3,4	2,2	1,8	3,5	1,0	3,3	8,0	7,8	0,2	1,8	-9,1	1,0
Biens d'équipement	-2,9	-1,1	-2,0	3,4	-19,7	19,1	10,8	-7,4	13,7	2,5	-3,2	-0,8
Demande intérieure finale	1,0	0,7	0,4	1,7	-1,9	3,5	3,3	1,4	2,1	0,8	-0,7	0,9
Demande intérieure	2,3	-0,8	0,2	0,9	-2,6	1,3	3,1	-4,7	7,3	3,3	-3,3	0,0
Exportations totales	0,2	-0,2	0,0	6,6	2,8	10,3	10,6	12,6	-2,0	4,1	1,3	-4,0
Marchandises	1,4	1,1	-0,2	8,0	2,4	8,5	11,7	18,0	-2,9	5,0	4,0	-6,1
Sans les MPPAA ¹	3,7	0,3	0,7	7,6	2,5	8,9	13,5	12,2	0,2	7,0	-0,4	-4,5
Services	-2,8	-3,8	0,6	3,2	3,9	15,0	7,9	-0,4	0,4	1,7	-5,6	2,0
Demande globale	1,7	-0,6	0,1	2,7	-0,9	4,1	5,5	0,7	4,1	3,5	-1,7	-1,3
Importations totales	3,2	-2,8	1,4	5,5	-3,0	10,0	13,8	-2,3	10,3	8,9	-4,9	-4,2
Marchandises	1,8	-3,0	1,9	6,4	-3,6	12,8	17,5	-4,0	11,9	10,2	-5,1	-8,4
Sans les MPPAA ¹	1,6	-2,2	2,7	6,4	-17,5	20,6	12,3	4,8	4,1	12,3	-6,4	-4,3
Services	11,2	-1,7	-1,4	1,5	-0,3	-2,8	-3,5	7,4	3,0	2,8	-4,0	19,3
PIB	1,0	0,3	-0,4	1,7	-0,1	2,0	2,5	1,9	1,9	1,5	-0,4	0,2

1 MPPAA: métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités.

Source: seco

Légère amélioration des perspectives

En mars et en avril, des signes d'une légère amélioration ont commencé à apparaître dans les résultats des enquêtes sur la conjoncture. Ils laissent entrevoir que la phase de faiblesse de la conjoncture sera vraisemblablement surmontée au deuxième trimestre. Selon les résultats de l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises à vocation exportatrice en particulier s'attendaient à une accélération des commandes et à une progression de la production au cours des trois prochains mois. Depuis le mois de mars, l'indice des directeurs d'achat (PMI) se trouve de nouveau dans une zone qui indique une croissance modérée de la production industrielle.

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés, de mars à mai, avec des entreprises ont confirmé cette évolution. Par rapport aux entretiens de décembre, les jugements portés sur la conjoncture dans son ensemble reflétaient une tendance plutôt positive que négative. Les interlocuteurs de l'industrie d'exportation ont exprimé en majorité leur satisfaction sur la marche des affaires et les perspectives d'avenir. A l'inverse, le commerce de détail a estimé avec une grande prudence l'environnement économique (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale», Bulletin trimestriel de la BNS, 2/2005).

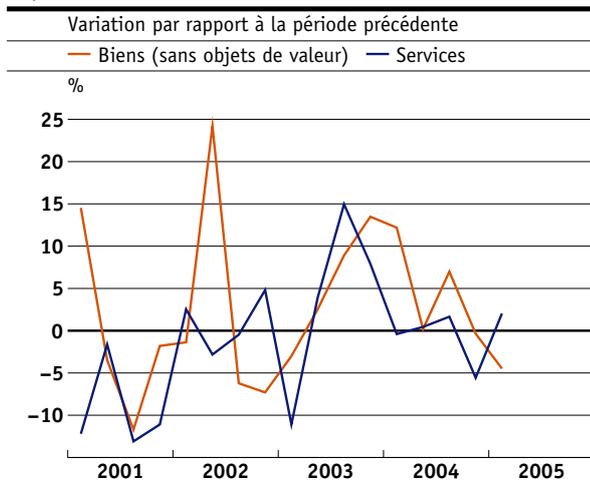
Prévision relative au PIB pour 2005

Du fait de la faiblesse observée au premier trimestre, la Banque nationale table pour l'ensemble de l'année sur une croissance du PIB réel de l'ordre de 1%. Ainsi, elle a corrigé à la baisse, d'un demi-point, la prévision qu'elle avait faite en mars 2005, lors de son précédent examen trimestriel de la situation. Sa nouvelle prévision suppose cependant elle aussi que les signes d'une reprise de la conjoncture se confirment et que la croissance s'accélère nettement au second semestre de l'année. Les impulsions principales devraient venir des exportations et des investissements, alors que la consommation privée continuera sans doute à progresser modérément. La concrétisation de ce scénario dépendra en grande partie de la conjoncture dans la zone euro, conjoncture qui, selon les prévisions, devrait reprendre pied au second semestre.

Exportations en recul au premier trimestre – Amélioration en avril

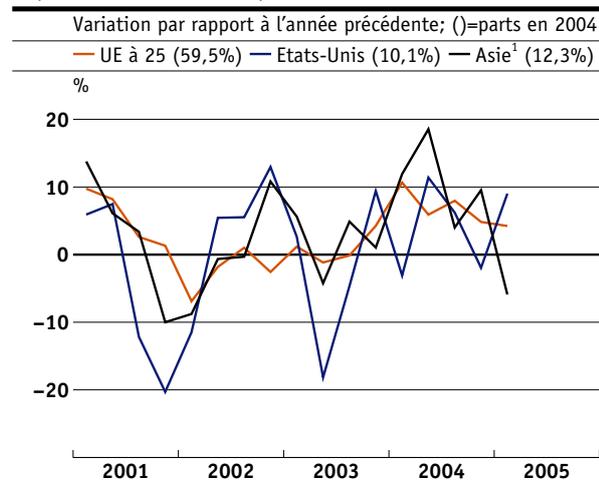
En volume, les exportations ont continué à diminuer du quatrième trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005. Cette évolution est due aux exportations de biens, qui ont reculé pour la première fois depuis début 2003. En revanche, les exportations de services ont progressé légèrement. En comparaison annuelle, les exportations de biens et de services n'ont guère varié (0,2%) en volume.

Graphique 2.3
Exportations



Source: seco

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie.
Source: Administration fédérale des douanes (AFD)

Les exportations de produits semi-finis et de biens d'équipement ont marqué un repli particulièrement fort au premier trimestre. Mais les livraisons à l'étranger de biens de consommation (notamment les denrées alimentaires, les boissons et le tabac ainsi que les produits chimiques et pharmaceutiques) se sont encore accrues sensiblement. Après avoir enregistré un tassement au début de l'année, les exportations de biens ont progressé vigoureusement en avril. Les livraisons de biens de consommation ont marqué une accélération de leur croissance, tandis que, du côté des produits semi-finis et des biens d'équipement, le recul des exportations s'est ralenti.

Les ventes à l'étranger de biens, qui sont prises en compte dans la répartition géographique des exportations, ont diminué légèrement en valeur du quatrième trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005; elles ne dépassaient ainsi que faiblement leur niveau de la période correspondante de 2004. Les exportations se sont accrues fortement surtout vers les pays de l'OPEP et la Russie, pays qui, en tant que producteurs de pétrole, ont profité des prix élevés des produits énergétiques. Les livraisons aux Etats-Unis ont elles aussi progressé. Par contre, les ventes de biens à l'Allemagne et à la France ont encore stagné, mais celles à l'Italie ont même régressé nettement. Ces trois pays absorbent presque 40% des exportations suisses de biens. Le recul des exportations vers le Japon et l'Asie du Sud-Est a également influé sur le tassement des ventes totales à l'étranger.

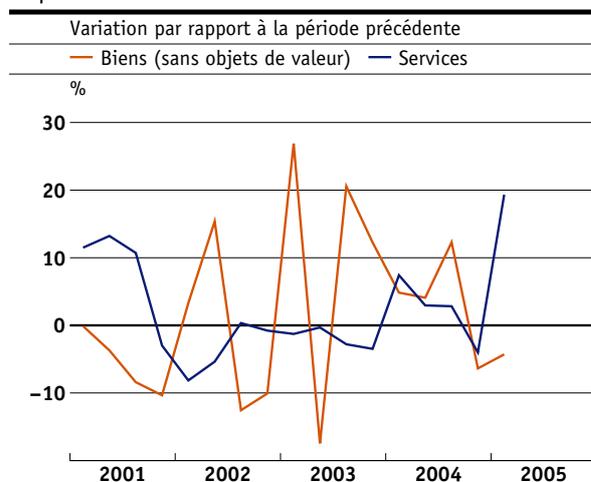
En volume, les exportations de services ont de nouveau augmenté au premier trimestre, mais elles se sont toujours inscrites quelque peu au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 2004 (-0,4%). Les recettes des compagnies d'assurances et des entreprises de transport, qui avaient évolué à un rythme peu soutenu au cours des trimestres précédents, se sont accrues dans une mesure particulièrement forte. Les commissions encaissées par les banques et les recettes tirées du tourisme – ces dernières représentent environ un tiers de l'ensemble des exportations de services – ont diminué par contre.

Importations en recul

En volume, les importations ont continué à se replier au premier trimestre, celles de biens et de services ayant évolué en sens contraire. Alors que les importations de biens se sont repliées nettement, surtout en raison du recul des achats à l'étranger de biens d'équipement, les importations de services ont enregistré un vif accroissement. Au total, les importations de biens et de services dépassaient de 1,8% leur niveau du premier trimestre de 2004.

Du côté des biens, le recul des importations s'est toutefois ralenti durant le trimestre, du fait d'achats accrus à l'étranger de biens de consommation et de produits semi-finis. L'évolution des produits semi-finis, qui entrent en grande partie dans la production de biens destinés à l'exportation, laisse présager que, dans ce secteur, la conjoncture devrait s'améliorer prochainement. En avril déjà, les achats

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

de biens à l'étranger ont enregistré une accélération sur une large assise.

Les importations de services ont augmenté vigoureusement du quatrième trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005; elles dépassaient de 5,2% leur niveau du trimestre correspondant de 2004. Les dépenses de transport notamment se sont accrues, contrairement à la période précédente. Dans le tourisme par contre, les dépenses ont diminué, mais elles sont restées à un niveau supérieur à celui du premier trimestre de 2004.

Consommation privée peu vigoureuse

La consommation privée a progressé dans une faible mesure au premier trimestre également. D'un trimestre à l'autre comme en comparaison annuelle, elle a augmenté de 0,8%, soit au même rythme qu'au second semestre de 2004.

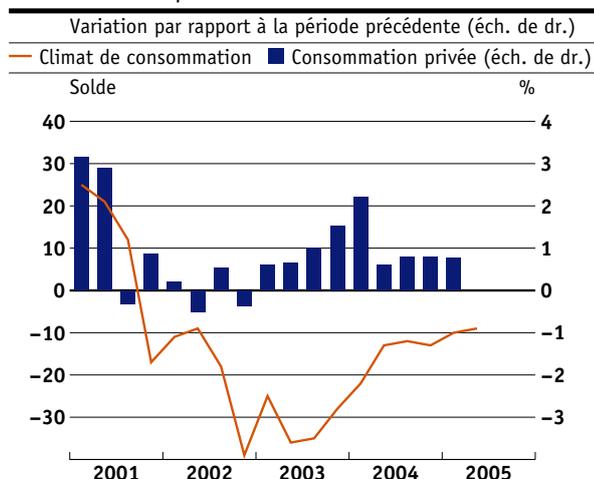
La consommation de biens a toujours été peu soutenue. En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont régressé au premier trimestre de 2005 et se sont inscrits plus de 2% au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 2004. Les ménages ont restreint notamment leurs achats de carburants et de combustibles, du fait des prix élevés. De son côté, la demande de biens de consommation durables est elle aussi restée faible. Cette évolution se reflète dans la diminution, comme au trimestre précédent, du nombre des nouvelles immatriculations de voitures de tourisme; le recul a été de 7,6% en comparaison annuelle.

La propension modérée à consommer a également fait sentir ses effets sur le tourisme intérieur (touristes suisses voyageant en Suisse). Si les résultats positifs et négatifs de l'enquête menée dans la restauration et l'hébergement par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ se sont une nouvelle fois à peu près compensés au premier trimestre, la part des hôtels qui, pour le deuxième trimestre, s'attendent à un recul des nuitées de la clientèle suisse a prédominé. Cette évolution s'oppose à l'image positive qui ressort des entretiens que les délégués de la BNS ont menés avec des représentants de la branche du tourisme. Mais il convient de préciser que les entretiens ont porté sur la marche des affaires dans son ensemble, y compris la demande étrangère.

Climat de consommation inchangé

Une lueur d'espoir est venue de la confiance des consommateurs, qui est restée stable, bien que la conjoncture se soit détériorée depuis l'automne 2004. En avril, l'indice du climat de consommation s'est inscrit à -9 points (janvier: -10 points), se maintenant ainsi à son niveau moyen à long terme. Malgré leur inquiétude concernant la sécurité de l'emploi et leur incertitude quant au moment favorable pour des acquisitions d'une certaine importance, les consommateurs se sont montrés relativement positifs pour ce qui a trait aux perspectives économiques et à leur situation financière. Cette dernière appréciation concorde avec les prévisions de la BNS. Les revenus réels des salariés devraient certes continuer à n'aug-

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

menter que modérément cette année, mais un peu plus fortement (0,6%) qu'en 2004 (0,4%). La tendance à la hausse des dépenses de consommation des ménages devrait ainsi se renforcer légèrement dans le proche avenir.

Légère hausse des investissements en constructions

Au premier trimestre, les investissements en constructions se sont accrus quelque peu par rapport à la période précédente. Mais, étant donné leur recul d'une ampleur inattendue au quatrième trimestre, ils étaient inférieurs de 1,6% au niveau observé un an auparavant.

La croissance des investissements en constructions devrait se renforcer ces prochains trimestres. Les autorisations de construire, qui avaient augmenté jusque dans la période récente, indiquent une progression toujours vigoureuse de la construction de logements. Selon l'enquête effectuée au premier trimestre par la Société suisse des entrepreneurs, les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services devraient elles aussi – au moins temporairement – gagner en vigueur. A moyen terme toutefois, il faut s'attendre à un affaiblissement des investissements en constructions. En hausse depuis un an, le nombre des logements¹ vacants indique que la demande excédentaire sur le marché du logement

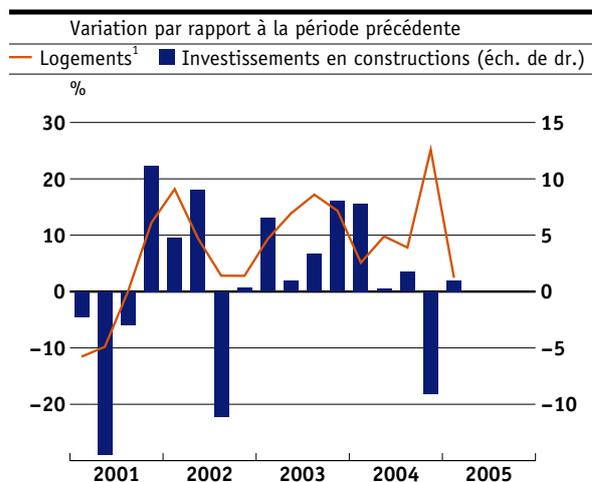
se résorbe lentement et que la marge dont disposent les offreurs pour des adaptations de prix se réduit. Simultanément, les coûts de construction ont tendance à augmenter. Les perspectives bénéficiaires seront par conséquent moins favorables, ce qui devrait freiner la propension à investir dans la construction de logements. Cette faiblesse des investissements dans la construction de logements ne sera guère compensée par la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, étant donné que le nombre des locaux vacants y est toujours élevé.

Faiblesse temporaire des investissements en biens d'équipement

Au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement ont encore légèrement reculé. Ils étaient cependant toujours supérieurs de 2,7% à leur niveau de la période correspondante de 2004. Contrairement aux attentes initiales, on ne peut tabler, jusqu'au milieu de 2005, sur une reprise notable des investissements. La détérioration de la situation bénéficiaire et la légère baisse du taux d'utilisation des capacités de production jouent notamment un rôle de frein. Au second semestre, l'embellie attendue de la marche des affaires devrait cependant stimuler les investissements en biens d'équipement.

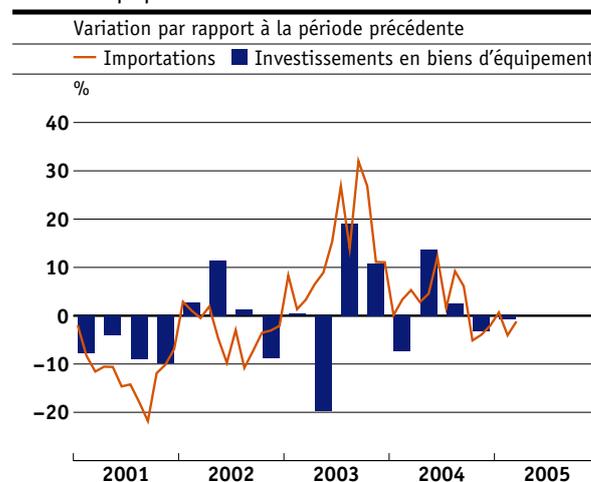
1 Source: Wüest & Partner

Graphique 2.7
Constructions



1 Dont la construction a été autorisée.
Sources: OFS et seco

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2.2 Utilisation des capacités de production

Baisse du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie

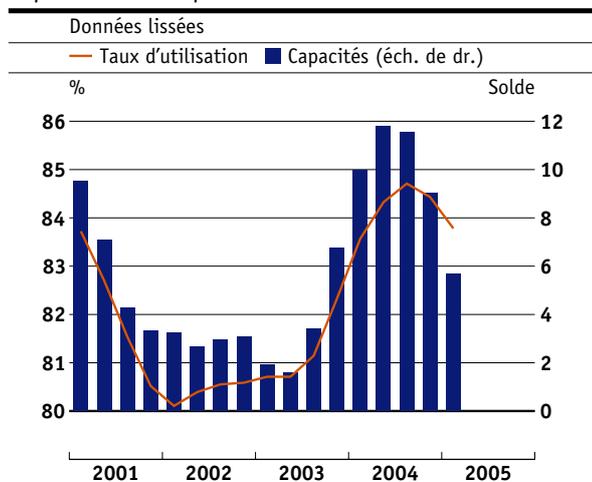
Au premier trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a diminué légèrement par rapport au trimestre précédent. Selon l'enquête menée en avril par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), il s'inscrivait à près de 84% (en données corrigées des variations saisonnières), ce qui correspond environ à sa moyenne à long terme. Les capacités techniques ont été moins fortement relevées qu'en 2004. Ainsi, le repli du taux d'utilisation des capacités techniques s'explique surtout par la stagnation de la production industrielle.

Accroissement de l'écart de production dans l'ensemble de l'économie

Alors que les capacités techniques sont relativement bien utilisées en comparaison historique, la situation sur le marché du travail montre la persistance d'une utilisation trop faible. Cela se reflète dans l'écart de production pour l'ensemble de l'économie. Toutes les estimations de l'écart de production – il représente la différence, en pourcentage, entre le PIB réel et la production potentielle (estimée) – sont négatives.

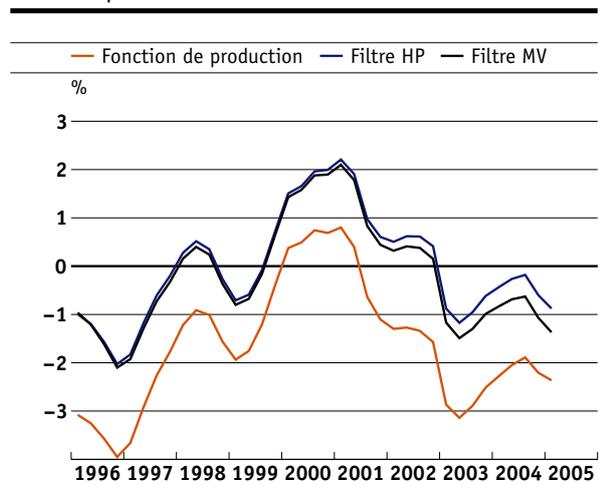
Le graphique 2.10 montre trois estimations de l'écart de production, qui ont été calculées à l'aide de la fonction de production, du filtre de Hodrick et Prescott (HP) et du filtre multivarié (MV). Ces trois méthodes indiquent que l'écart de production s'est creusé de nouveau, au premier trimestre, par rapport à la période précédente. Alors que l'écart de production s'est réduit sans discontinuer entre le deuxième trimestre de 2003 et le troisième trimestre de 2004, cette tendance s'est interrompue durant le semestre d'hiver 2004/2005. Cette évolution s'explique par les faibles taux de croissance du PIB au cours des deux derniers trimestres.

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

Faiblesse persistante de la demande de main-d'œuvre

Au premier trimestre, le nombre de personnes occupées a diminué de 0,4% par rapport au trimestre précédent. En outre, il s'établissait à un niveau légèrement inférieur à celui des trois premiers mois de 2004. Il fallait s'attendre à un repli compte tenu de la stagnation économique observée durant le semestre d'hiver 2004/2005. Le fait que l'emploi n'ait pas régressé davantage peut être considéré comme positif. Il signifie que les entreprises escomptent sortir de la phase de faiblesse conjoncturelle dans un proche avenir.

Dans l'industrie, l'emploi a même progressé quelque peu après avoir reculé pendant trois années consécutives. Il s'est par contre replié dans les services (-0,3%), et ce pour la première fois depuis un an. Le fléchissement a été particulièrement sensible dans le commerce de détail (-3,2% en une année). L'emploi a également régressé quelque peu dans la restauration et l'hébergement, mais aussi dans le secteur financier, où il avait légèrement progressé au second semestre de 2004. En revanche, le nombre de postes de travail s'est fortement accru dans le domaine social et dans celui de la santé, comme dans les administrations publiques. Du côté de la construction, l'emploi a reculé au premier trimestre, notamment à la suite de l'hiver rigoureux.

Le nombre de personnes travaillant à plein temps a diminué, tandis que celui de personnes travaillant à temps partiel a augmenté. Ces tendances sont observées depuis quelque temps déjà, mais la progression du travail à temps partiel a faibli.

Taux de chômage inchangé

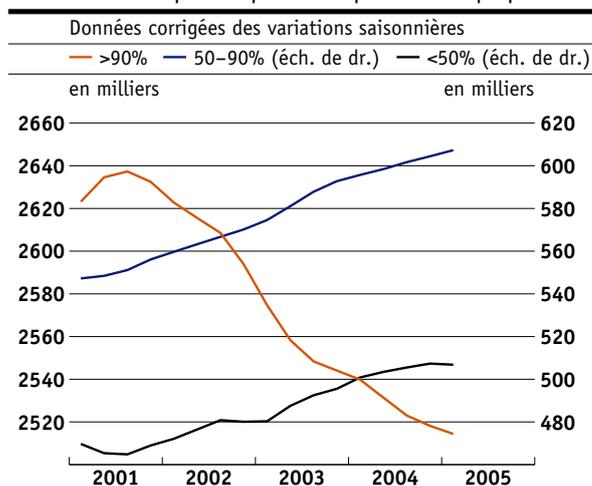
Grâce à des effets saisonniers favorables, le taux de chômage a fléchi, passant de 4,1% en janvier à 3,7% en mai. Un tel taux représente 145 400 chômeurs. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est toutefois resté stable à 3,8% jusqu'en mai, et celui des demandeurs d'emploi s'est maintenu à 5,5%. L'évolution du chômage a varié d'une région à l'autre. Le taux de chômage a augmenté au Tessin et en Suisse romande pour y atteindre respectivement 4,8% et 5,3% en avril. En Suisse alémanique, il a en revanche diminué, passant à 3,3%.

Toujours pas d'amélioration en vue

Les indicateurs de l'emploi reflètent une demande toujours faible de main-d'œuvre. L'indice des places vacantes établi par l'OFS a stagné au premier trimestre, et l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans la presse, a marqué encore un léger repli en avril.

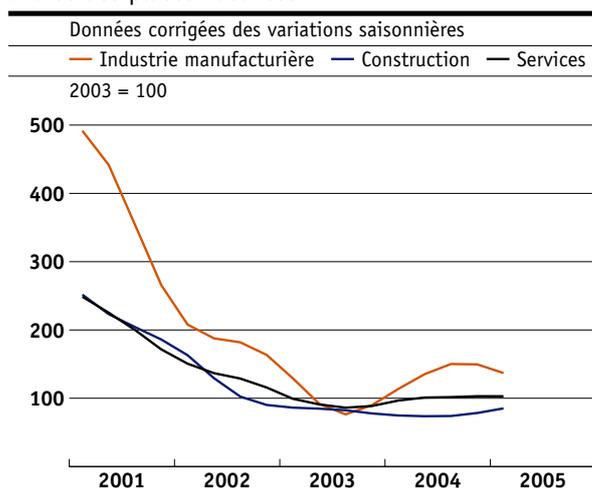
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



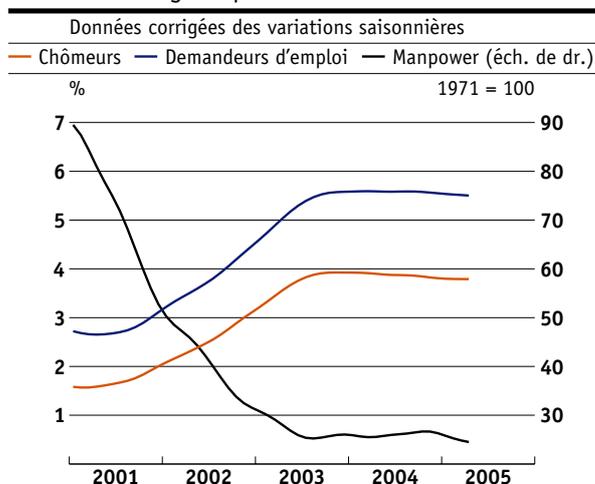
Graphique 2.12

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: Manpower et seco

2.4 Prix des biens

Hausse des prix à l'importation du fait de l'évolution du prix du pétrole

Entre janvier et avril, les pressions inflationnistes que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, c'est-à-dire au niveau de la consommation, sont restées modérées. Du côté des biens importés, le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 1,8% à 2,2%. Son accélération est due à l'envolée des prix des produits pétroliers. Au niveau des prix à la production, le renchérissement annuel a en revanche diminué de 0,2 point pour s'inscrire à 0,8%, son taux le plus bas depuis mars 2004. Les prix des biens destinés au marché intérieur ont augmenté de 1,1% entre avril 2004 et le mois correspondant de 2005. Leur hausse a faibli depuis janvier, mais est restée supérieure à celle des biens destinés à l'exportation (0,4%).

Dans la répartition selon le type de biens, on notera que les prix des produits agricoles ont poursuivi le mouvement de baisse observé depuis le milieu de 2004, mais à un rythme plus lent (avril: -1,4%). La hausse des prix des produits métallurgiques ayant nettement fléchi, le renchérissement dans les biens intermédiaires a diminué pour s'établir à 1,1% en avril. Les prix des biens de consommation et d'investissement sont quant à eux restés stables. Par contre, du côté des agents énergétiques (produits pétroliers, électricité, gaz), le renchérissement a considérablement augmenté pour atteindre 15,2%.

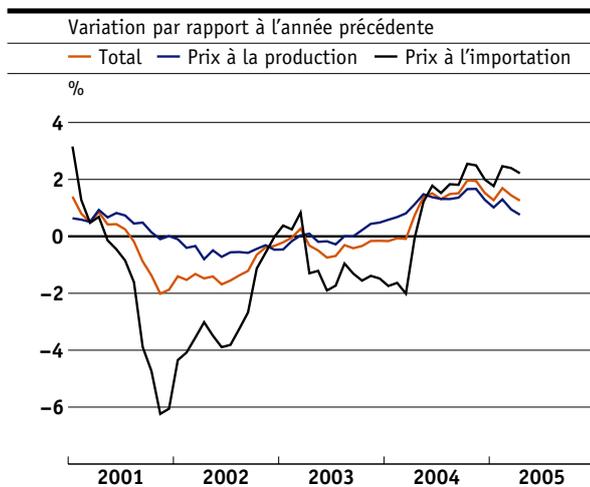
Recul du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est maintenu autour de 1,4% entre février et avril, puis a passé à 1,1% en mai. Il était ainsi à peine supérieur au taux que la BNS attendait, selon sa prévision d'inflation de mars 2005. Dans l'évolution des prix à la consommation, les produits pétroliers ont joué un rôle dominant. Les prix des autres marchandises ont continué à baisser légèrement, tandis que ceux des services ont augmenté à un rythme un peu plus faible. Par conséquent, une tendance légèrement moins marquée au renchérissement est ressortie des indicateurs de l'inflation sous-jacente.

Repli du renchérissement intérieur

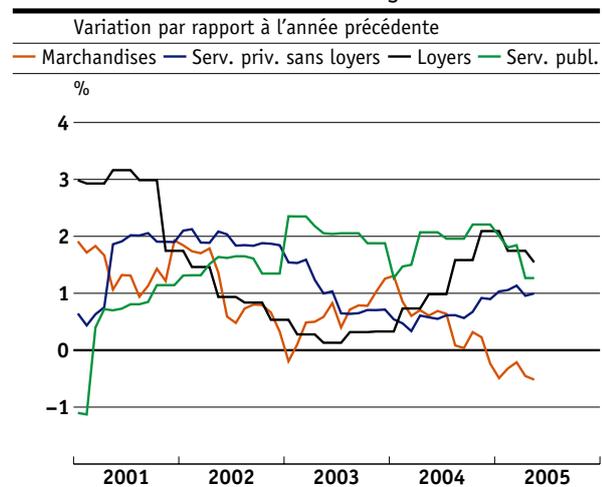
Pour les marchandises et services d'origine suisse, le renchérissement annuel a diminué de 0,2 point entre février et mai pour s'établir à 0,8%. Cette évolution s'explique par un repli du renchérissement dans les services, lesquels entrent pour quelque 75% dans le panier des biens suisses. Du côté des services publics, la hausse des prix a faibli, passant de 1,8% à 1,3%; son ralentissement a découlé surtout des tarifs hospitaliers et des taxes pour le ramassage des ordures et le traitement des eaux usées. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a augmenté de 0,1% entre février et mai, soit moins fortement que l'année précédente, de sorte que le renchérissement annuel dans ce domaine a fléchi, passant

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: OFS et BNS

de 1,7% à 1,5%. Du côté des autres services privés, le renchérissement annuel a quelque peu diminué pour s'inscrire à 1%. Quant aux prix des marchandises d'origine suisse, ils ont baissé à un rythme accru (mai: -0,5%). Les prix de l'électricité, en particulier, étaient inférieurs à leur niveau de l'année précédente.

Accélération passagère du renchérissement importé

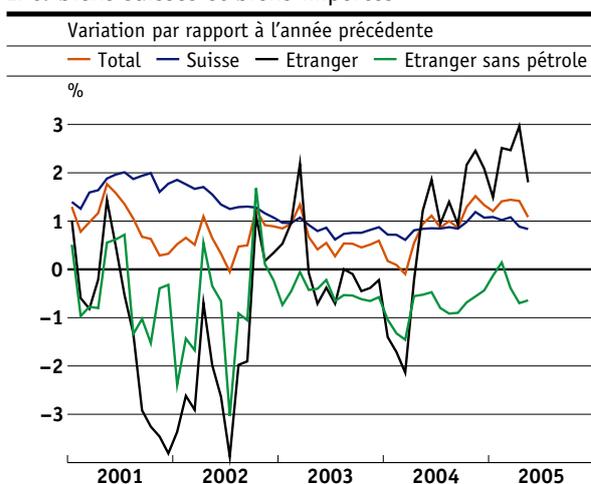
Dans le domaine des biens de consommation importés, le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 2,5% en février à 3% en avril. Un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis décembre 2000. En mai, il se situait à 1,8%. Les fluctuations des prix des produits pétroliers (mazout et carburants) ont joué un rôle décisif dans cette évolution. En effet, les prix des produits pétroliers dépassaient encore de 13,2%, en mai, le niveau observé un an auparavant; près de la moitié de la hausse des prix à la consommation était due aux produits pétroliers. Les prix des autres marchandises importées ont en revanche continué leur mouvement de repli; en mai, ils étaient inférieurs de 0,6% à leur niveau du même mois de 2004. Les baisses de prix ont été particulièrement sensibles dans l'électronique domestique et l'habillement.

Baisse 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 une inflation sous-jacente. Elle procède ainsi: chaque mois, les biens dont les prix, en comparaison annuelle, ont augmenté le plus (15% du panier-type) et le moins (15% également) sont exclus de l'indice des prix à la consommation. L'inflation sous-jacente ainsi calculée s'établissait à 0,8% en mai; elle était donc inférieure au renchérissement qui ressort de l'indice des prix à la consommation. Un tel résultat montre que les facteurs spéciaux qui stimulent le renchérissement ont pesé davantage que ceux qui le freinent. Par rapport au mois de février, l'inflation sous-jacente a diminué de 0,2 point. La tendance générale à la hausse du niveau des prix s'est donc quelque peu modérée.

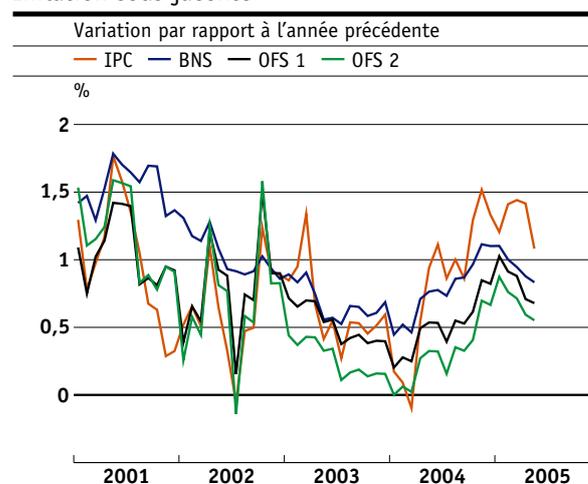
Contrairement à la BNS, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. En mai, toutes deux étaient 0,2 point au-dessous de leur niveau de février. L'inflation sous-jacente 1 s'établissait à 0,7%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,6%.

Graphique 2.16
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

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

Tableau 2.2

	2004	2004		2005				
		3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^e trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	0,8	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,1
Marchandises et services du pays	0,9	0,9	1,1	1,1	1,0	1,1	0,9	0,8
Marchandises	0,5	0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5
Services	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,2
Services privés, sans loyers	0,6	0,6	0,8	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Loyers	1,2	1,4	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5
Services publics	1,9	2,0	2,2	1,9	1,8	1,8	1,3	1,3
Marchandises et services de l'étranger	0,6	1,1	2,2	2,2	2,5	2,5	3,0	1,8
Sans produits pétroliers	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,1	-0,4	-0,7	-0,6
Produits pétroliers	9,3	12,7	19,2	14,0	15,1	16,7	21,8	13,2

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Taux d'intérêt à court terme inchangés en Suisse

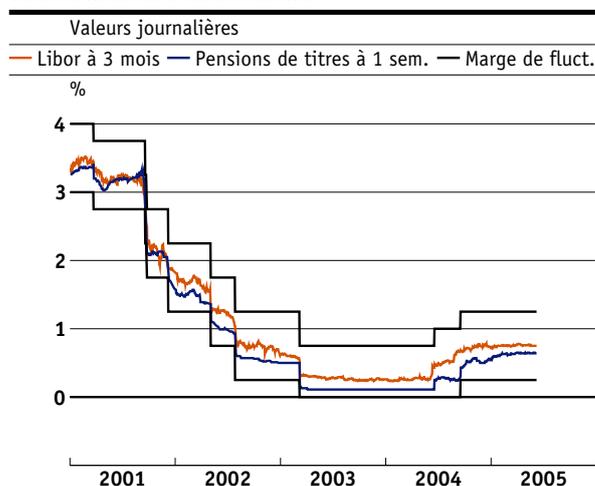
Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre 2004, la marge de fluctuation du Libor à trois mois est restée inchangée à 0,25%–1,25%. Au cours de cette période, le Libor à trois mois a fluctué entre 0,74% et 0,78% et s'est établi en moyenne à 0,76%. La BNS a géré le Libor en influant sur les taux qu'elle applique à ses pensions de titres. Celles-ci ont été conclues pour des durées allant d'un jour à trois semaines. Dans la période examinée, la BNS a généralement appliqué des taux compris entre 0,62% et 0,65% à ses pensions de titres à une semaine.

Attente d'une poursuite de la politique monétaire expansionniste

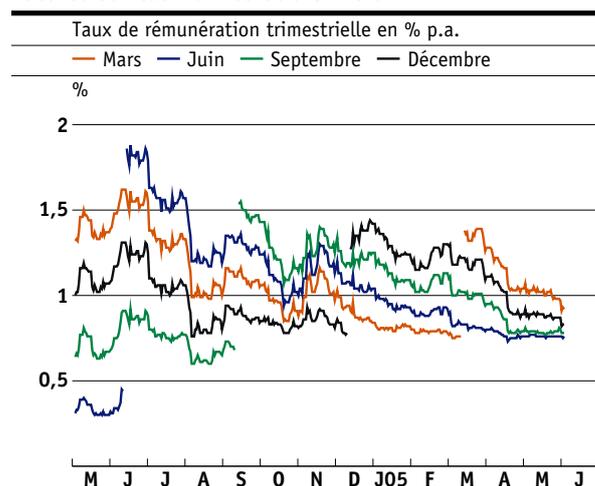
Sur les marchés financiers, les opérateurs s'attendent à une poursuite de la politique monétaire expansionniste. Comme l'indique le graphique 3.2, les taux d'intérêt des contrats («futures») ont diminué depuis le mois de mars et sont approximativement au niveau du taux au comptant depuis les derniers jours d'avril. Le 6 juin, le taux des contrats à exécuter peu avant l'appréciation de la situation économique et monétaire s'établissait à 0,76%. De même, les taux des contrats à exécuter après les examens de la situation de septembre et de décembre 2005 n'étaient que légèrement supérieurs à 0,76%. De surcroît, le taux des contrats à exécuter en mars 2006 était inférieur à 1%, début juin, ce qui signifie qu'un relèvement des taux d'intérêt de 25 points de base n'était pas attendu avant le premier trimestre de 2006. Le graphique 3.2 montre également l'évolution des taux des contrats depuis mai 2004. Ces taux convergent de plus en plus, ce qui traduit une révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt.

La même conclusion peut être tirée du graphique 3.3 qui montre les anticipations du taux d'intérêt à trois mois entre le 9 mai et la mi-septembre 2005. La courbe rouge retrace l'évolution du taux d'intérêt telle qu'elle ressort d'une estimation empirique reposant sur un modèle de structure par termes de taux. Le 9 mai, le Libor à trois mois, attendu pour la mi-juin, était de 0,77%. Ces anticipations restent inchangées jusqu'au 19 septembre, soit une date légèrement postérieure au prochain examen trimestriel de la situation. Le taux des contrats à exécuter le 19 septembre s'établissait, le 6 juin, à un niveau très proche, soit à 0,78% (voir

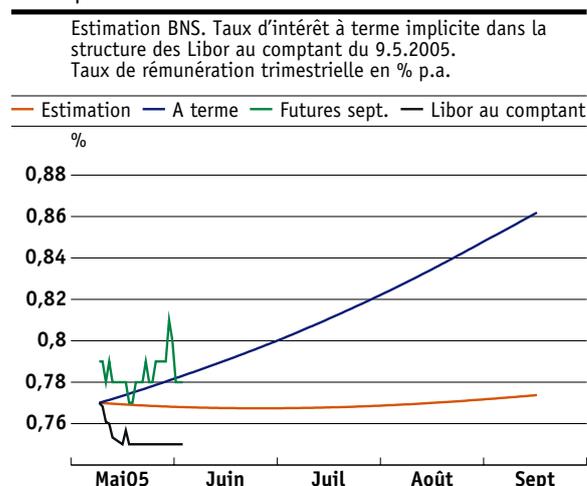
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur 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

extrémité de la courbe verte). Deux autres courbes figurent sur ce graphique: il s'agit du Libor au comptant pour dépôts à trois mois (courbe noire) et du taux à terme qui est tiré de la structure des Libor (courbe bleue). Contrairement au niveau découlant des anticipations du Libor à trois mois, le taux à terme augmente, passant de 0,77% le 9 mai à 0,86% le 19 septembre. L'écart entre le taux à terme et le niveau découlant des anticipations du Libor à trois mois s'accroît pour atteindre 9 points de base. Il correspond à une prime de risques.

Taux d'intérêt – Extension des écarts en faveur des placements en dollars

La banque centrale américaine a poursuivi sa politique consistant à relever graduellement son taux directeur (il a été ainsi porté à 3% comme l'indique le graphique 1.5), tandis que les taux à court terme sont restés stables dans la zone euro et en Suisse. Aussi, depuis l'examen de la situation de mars, les écarts entre taux d'intérêt se sont-ils creusés en faveur des placements en dollars. L'écart entre les rémunérations des placements en dollars et en euros s'établissait à 1,24 point en mai, contre 0,91 point en mars. Entre les placements en dollars et en francs, l'écart atteignait 2,61 points, après 2,29 points en mars. Ces écarts sont nettement supérieurs à leur moyenne. En effet, l'écart moyen entre les taux des placements en dollars et en euros est de 0,22 point depuis l'introduction de la monnaie européenne unique, le 1^{er} janvier 1999. Quant à la moyenne, sur une longue période, de l'écart entre les rémunérations sur le dollar et le franc, elle s'établissait à 1,25 point.

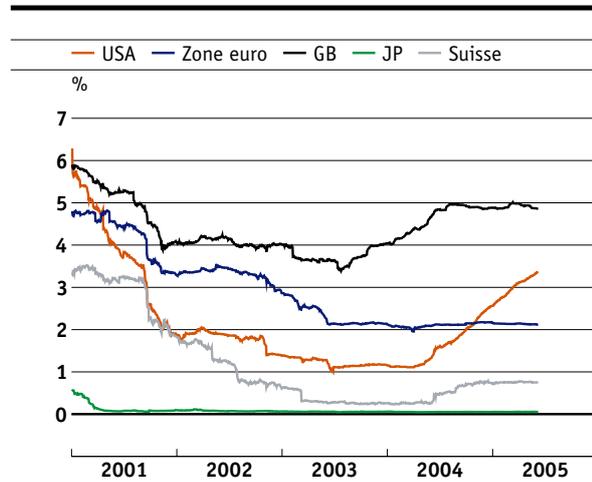
Nouveau repli des taux à long terme

Les rendements à long terme ont généralement continué leur mouvement de repli sur le plan mondial. Aux Etats-Unis, le rendement des obligations d'Etat à dix ans s'établissait à 4% environ en juin. En Allemagne, il a fléchi pour s'inscrire à 3,1% au début de juin, soit à un niveau inférieur à son précédent plancher de l'été 2003 (3,3%). En Suisse, le rendement des obligations fédérales d'une durée de dix ans était au-dessous de 2% au début de juin.

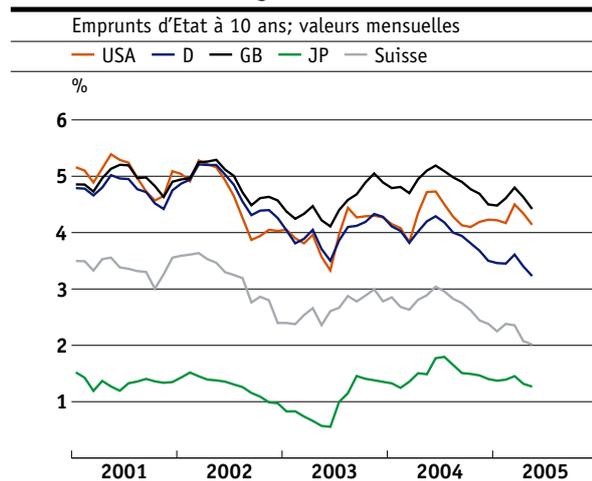
En mai, la courbe des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux (voir graphique 3.6) était très proche de celle de février. Entre novembre 2004 et février, elle s'était nettement aplatie à la suite d'une forte baisse des taux à très long terme.

L'évolution des taux à long terme est en harmonie avec une reprise de la conjoncture plus modérée que vive. Elle est également conforme à des anticipations inflationnistes faibles et stables.

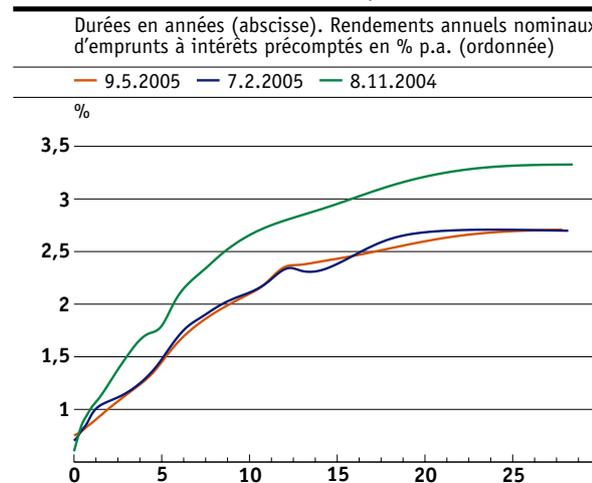
Graphique 3.4
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



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

Evolution divergente des écarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

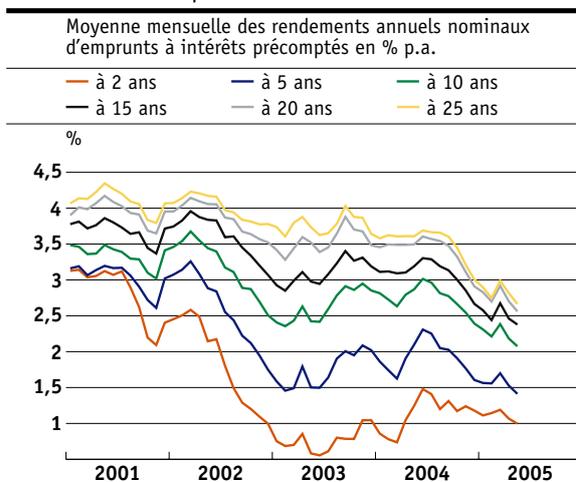
L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires de diverses qualités peut être illustrée au moyen des écarts entre les taux d'intérêt («credit-spreads»). Ces écarts – un indicateur du risque de crédit – sont mesurés par rapport aux rendements d'obligations de la Confédération suisse (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 33). Les graphiques 3.8 et 3.9 montrent l'évolution des écarts, depuis mai 2004, pour emprunts à intérêts précomptés d'une durée de dix ans ou de cinq ans. Les emprunts des cantons, des banques, des centrales de lettres de gage, de l'industrie et de débiteurs étrangers sont pris en considération. Ceux de première classe bénéficient de la plus haute qualité et entrent dans le graphique 3.8, tandis que le graphique 3.9 présente les écarts pour des emprunts qui, du point de vue de la qualité, entrent dans la troisième classe.

Dans l'ensemble, les variations des écarts sont restées modérées. Les écarts pour les emprunts de première classe ont diminué de quelques points de

base jusqu'au début d'avril, puis ont augmenté légèrement en mai. Par contre, les écarts pour les emprunts de l'industrie – ces emprunts, de troisième classe, sont plus volatils – ont augmenté de plus de 20 points de base. Au début de juin, ils avaient cependant retrouvé leur niveau de début mars. Les écarts pour les autres obligations de troisième classe ont quant à eux poursuivi leur tendance à la diminution, qui est observée depuis le début de l'année. On peut en déduire que les événements internationaux – détérioration du profil de crédit de General Motors et de Ford, bruits selon lesquels des hedge funds auraient fait, à une grande échelle, de malencontreuses spéculations – n'ont guère eu d'influences sur le marché suisse.

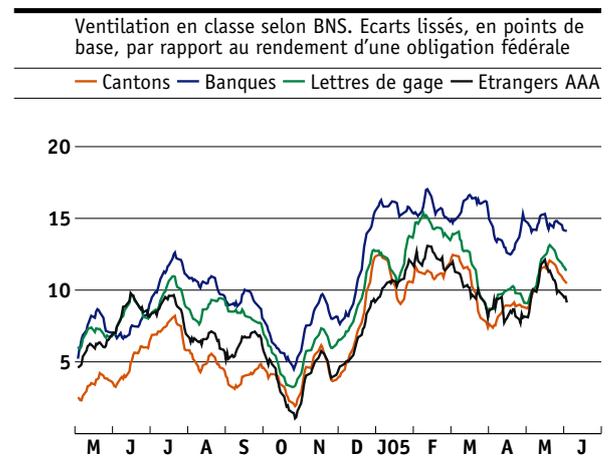
Les écarts entre taux d'intérêt peuvent être considérés comme des indicateurs avancés de l'activité économique. Un accroissement de ces écarts signale généralement un ralentissement de la conjoncture. Inversement, leur diminution annonce que la conjoncture pourrait s'accélérer. Les primes de risques étant dans l'ensemble toujours basses sur le marché suisse des capitaux, les chances de voir la conjoncture redémarrer sont intactes.

Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Source: BNS

Graphique 3.8
Écarts de rendements pour emprunts à 10 ans de 1^{re} classe



Source: BNS

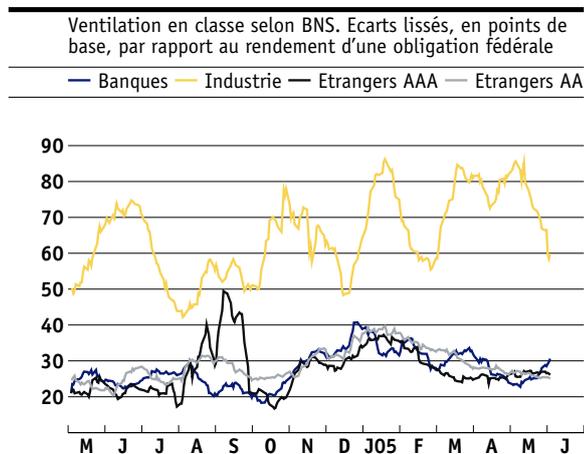
Taux d'intérêt réels à court terme toujours négatifs

Le graphique 3.10 montre l'évolution du taux d'intérêt à douze mois, en termes réels. Ce taux réel est obtenu en déduisant la hausse attendue des prix à la consommation au cours des douze prochains mois du taux nominal sur les fonds à un an. Pour la hausse des prix qui est attendue, on prend la moyenne des anticipations inflationnistes de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de mai 2005)².

Du quatrième trimestre de 2004 au premier trimestre de 2005, le taux d'intérêt réel à douze mois a diminué de 15 points de base, passant à $-0,2\%$. Ainsi, il est négatif depuis dix trimestres. Une phase de taux réels négatifs aussi longue n'avait jamais été observée en Suisse ces vingt-cinq dernières années. Même s'ils n'atteignent pas leur niveau le plus bas, qui avait été enregistré au début des années quatre-vingt, ces taux d'intérêt négatifs en termes réels reflètent une politique monétaire expansionniste.

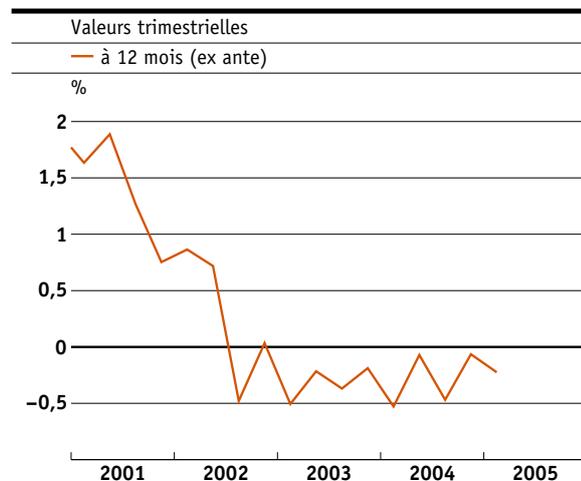
² Voir tableau 1.1, note 3.

Graphique 3.9
Ecart de rendements pour emprunts à 5 ans de 3^e classe



Source: BNS

Graphique 3.10
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

3.2 Cours de change

Raffermissement du dollar

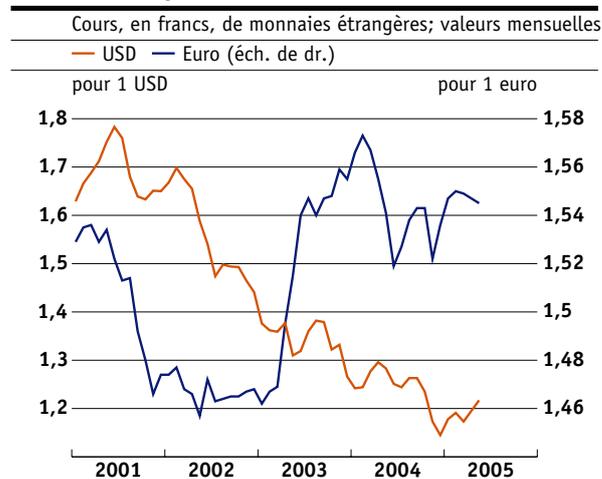
La valeur extérieure du dollar a nettement augmenté au cours de la période examinée. En mai, la monnaie américaine a été stimulée par des données, meilleures que prévu, concernant le marché du travail, un déficit du commerce extérieur nettement inférieur aux attentes, le mouvement de hausse des actions aux Etats-Unis et l'écart accru de taux d'intérêt en faveur des placements en dollars. Elle valait 1,22 franc en mai, contre 1,19 en février. Le dollar s'est raffermi également vis-à-vis de l'euro, passant de 0,77 euro en février à 0,79 en mai. Ainsi, il a atteint par rapport au franc et à l'euro des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis sept mois. Après le rejet de la Constitution européenne tant en France qu'aux Pays-Bas, la fermeté du dollar s'est maintenue en juin. Quant à la relation de change entre l'euro et le franc, elle a fluctué dans d'étroites limites, soit entre 1,53 et 1,55 franc.

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc est restée presque inchangée au cours des cinq premiers mois de l'année. Elle s'est maintenue à un niveau correspondant assez exactement à la moyenne des dernières années, bien que le franc, vu sur une longue période, soit élevé en termes nominaux face au dollar. Si l'on considère uniquement l'évolution par rapport aux principaux partenaires commerciaux européens, on constate que la valeur du franc a même diminué légèrement, en termes réels, depuis l'introduction de l'euro en 1999. Ce repli s'explique par l'inflation qui a été relativement plus basse en Suisse.

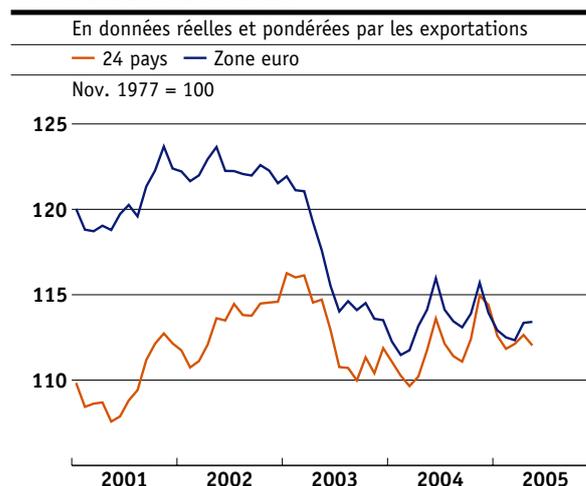
Conditions monétaires plus expansionnistes

L'indice des conditions monétaires (ICM) – il combine le taux d'intérêt à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations – est un indicateur du cap donné à la politique monétaire. Il reflète les conditions monétaires auxquelles l'économie suisse est confrontée. Pour tenir compte de l'incertitude quant à l'importance du taux d'intérêt et du cours de change, on pondère de deux manières les deux composantes de l'indice (pondérations de 5 pour 1 et de 3 pour 1). L'ICM est toujours remis à zéro après le précédent examen trimestriel de la situation. Une hausse vers la zone positive (une baisse vers la zone négative) signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir encadré «Indice des conditions monétaires (ICM)», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27). A fin mai, l'ICM s'établissait à -40 points de base (avec une pondération de 5 pour 1) et à -60 points de base (avec une pondération de 3 pour 1). Le taux d'intérêt à trois mois étant resté approximativement inchangé, l'assouplissement des conditions monétaires a découlé de la baisse que le cours du franc a enregistrée depuis le précédent examen trimestriel de la situation.

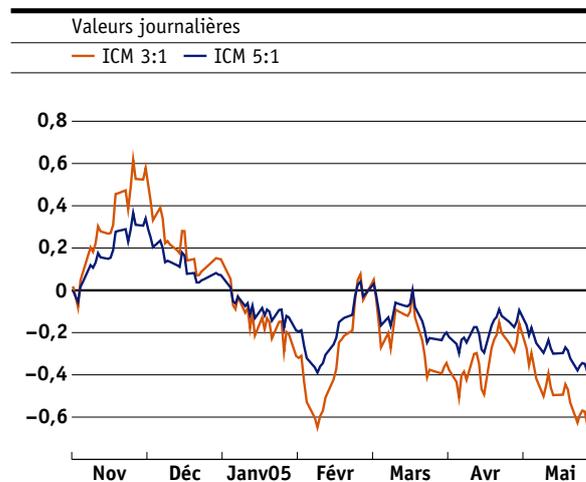
Graphique 3.11
Cours de change



Graphique 3.12
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.13
Indice nominal des conditions monétaires



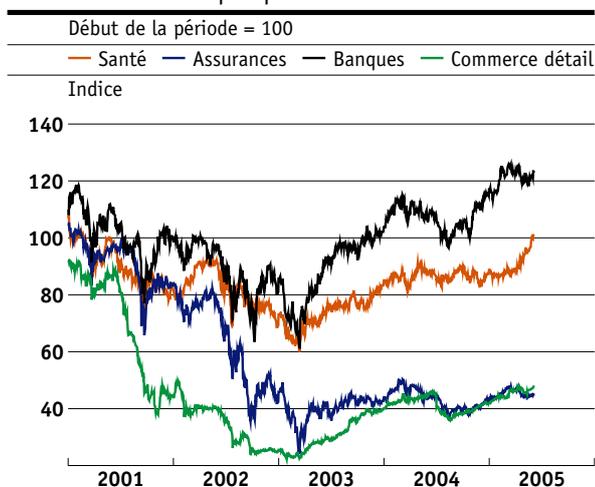
Source pour graphiques 3.11, 3.12 et 3.13: BNS

3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

Poursuite de la hausse des indices boursiers suisses

Grâce surtout aux bonnes performances des titres de quelques sociétés importantes, le marché suisse des actions n'a pas suivi, en avril, le repli que les cours des actions ont subi sur le plan mondial. Le Swiss Performance Index (SPI) a en effet progressé, passant de 4500 points début mars à 4700 points fin mai. Dans cette période, les titres qui ont augmenté le plus sont ceux des sociétés pharmaceutiques et du commerce de détail. Les valeurs des banques et des compagnies d'assurances ont quant à elles connu des évolutions plutôt inférieures à la moyenne. Le Swiss Market Index (SMI), qui groupe les blue chips suisses, atteignait 6100 points fin mai, contre 5800 points début février. Un tel niveau n'avait plus été observé depuis trois ans. La hausse que le SMI a enregistrée depuis le début de l'année est nettement supérieure aux progressions des principaux indices européens et américains. En effet, le SMI a gagné près de 8%, tandis que le FTSE-100 (indice britannique) et le DAX (indice allemand) n'ont augmenté que de 3% pour le premier et de 4,8% pour le second. Aux Etats-Unis, le S&P 500 a cédé 1,8% dans la même période. Comme non seulement le SMI, dans lequel quelques titres peuvent jouer un rôle dominant, mais aussi le SPI, qui tient compte d'un nombre très important de valeurs, ont sensiblement progressé, cette évolution boursière est un signe de la confiance élevée des investisseurs dans la conjoncture en Suisse.

Graphique 3.14
SPI - Evolution de quelques branches



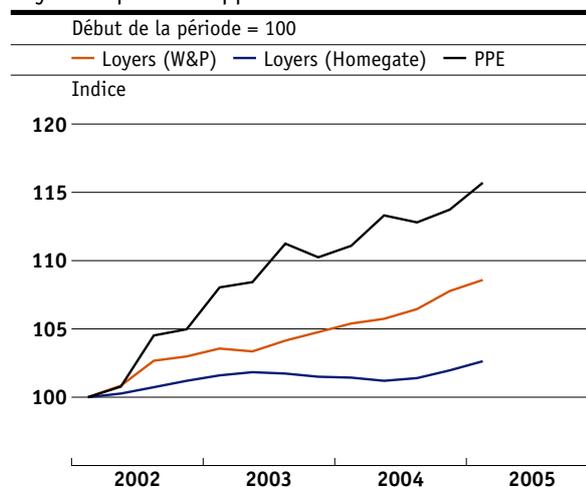
Source: Swiss Exchange (SWX)

Accélération de la hausse des prix des appartements en PPE

La hausse des prix et des loyers a continué sur le marché de l'immobilier. Tant les indices établis par Wüest & Partner que les indices hédonistes qui sont calculés par le portail de l'immobilier Homegate en collaboration avec la Banque Cantonale de Zurich l'attestent. Les prix des appartements en propriété par étage (PPE) ont particulièrement augmenté. Selon les calculs de Wüest & Partner, les prix des appartements en PPE dépassaient, au premier trimestre de 2005, de 7,1% leur niveau du trimestre précédent (taux annualisé) et de 4,2% celui de la période correspondante de 2004. Depuis quelque temps, les prix des maisons familiales augmentent beaucoup plus lentement que ceux des appartements en PPE. Cette évolution contraste avec ce qui avait été observé dans les années quatre-vingt, phase durant laquelle les hausses de prix avaient été approximativement les mêmes dans les deux catégories.

Selon Wüest & Partner, les loyers ont augmenté de 3% entre le premier trimestre de 2004 et la période correspondante de 2005 (nouveaux appartements: 4,8%). Quant à l'indice hédoniste établi par Homegate, il marque une nette progression depuis le mois de juillet 2004. En taux annualisé, sa hausse est de 3,6%. L'augmentation des loyers s'étend à toutes les régions du pays et est particulièrement forte pour les grands et nouveaux appartements. Au premier trimestre, on a observé également une hausse des loyers des locaux destinés à l'artisanat et des bureaux. Les indices afférents à ces deux types de locaux sont toutefois relativement volatils et stag-

Graphique 3.15
Loyers et prix des appartements



Sources: Wüest & Partner et homegate.ch

ment depuis l'année 2000. La hausse enregistrée au premier trimestre n'indique donc pas nécessairement un revirement de tendance.

Dans le secteur de l'immobilier, on observe des hausses incessantes de prix. La BNS estime que cette évolution est liée au bas niveau des taux hypothécaires. Elle est consciente de mener une politique monétaire toujours expansionniste et suit par conséquent très attentivement l'évolution dans le secteur de l'immobilier.

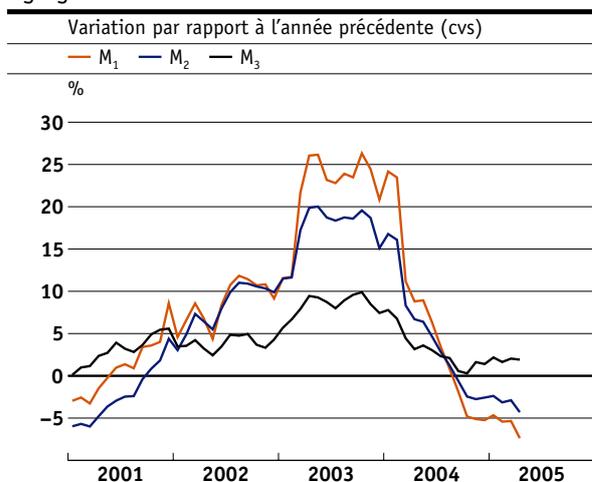
3.4 Agrégats monétaires

Normalisation de l'évolution des agrégats monétaires

En mai, l'agrégat M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était inférieur de 7,3% à son niveau du même mois de 2004. Dans la même période, M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) a diminué de 4,2%, tandis que M_3 (M_2 et dépôts à terme) a encore progressé, mais très légèrement, soit de 2,3%. Les transferts, observés ces derniers mois, des dépôts à vue vers les dépôts à terme ont continué. Contrairement à M_1 et à M_2 , l'agrégat M_3 n'a pas été affecté par ces transferts, étant donné que les dépôts à vue comme les dépôts à terme entrent dans sa définition. Des transferts aussi substantiels que ceux qu'on enregistre depuis 2004 entre ces deux types de dépôt avaient déjà été observés dans les années 1999 et 2000, soit dans une phase de reprise de la conjoncture.

Les taux annuels de croissance de M_1 et de M_2 subissent actuellement un effet de base, les variations étant mesurées par rapport aux pics que ces agrégats avaient atteints au début de 2004. On obtient une image plus fiable de l'évolution si l'on prend des taux de croissance sur une période plus longue. Ces cinq dernières années, M_1 et M_2 ont pro-

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



Source: BNS

gressé à des taux annuels moyens de respectivement 6% et 5,5%, soit à des rythmes relativement vigoureux. Les reculs que marquent actuellement ces deux agrégats doivent donc être considérés comme un retour à la normale.

Dans le commentaire ci-dessous, les opérations fiduciaires d'origine suisse – un étroit substitut de la détention de monnaie – ont été ajoutées à la masse monétaire M_3 . La demande de monnaie dépend des taux d'intérêt, mais aussi principalement du volume des transactions au sein de l'économie. Le coefficient de détention de liquidités représente le rapport entre la masse monétaire et le volume des transactions au sein de l'économie, mesuré à l'aide du PIB nominal. 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. Le graphique 3.17 montre l'évolution du coefficient de détention de liquidités et des taux d'intérêt à long terme (inversés). Dans le passé, on a observé une étroite corrélation entre ces deux variables. La hausse que le taux d'intérêt (inversé) a enregistrée depuis 2000 s'est traduite par une forte augmentation du coefficient de détention de liquidités. Les taux d'intérêt à long terme étant toujours bas, le coefficient de détention de liquidités reste élevé.

En partant du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie, on peut calculer une masse monétaire d'équilibre, soit un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en monnaie (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). Si le niveau actuel de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante. Si l'on observe un tel excédent («ECM-money gap»), les taux d'inflation risquent d'augmenter dans les quatre à six prochains trimestres. Le graphique 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre, avec une marge pour les erreurs statistiques dans l'évaluation. Dans la phase actuelle, on n'observe aucun écart statistiquement significatif entre M_3 et son niveau d'équilibre, l'écart maximal et l'écart minimal étant de part et d'autre de la ligne zéro.

En plus du «ECM-money gap», la BNS recourt à une autre approche pour déterminer si un danger inflationniste menace à un horizon d'un an et demi à trois ans. Selon cette autre approche, l'approvisionnement en monnaie est actuellement excédentaire. Il y a donc un risque inflationniste si les taux d'intérêt sont relevés trop tardivement.

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2003	2004	2004				2005			
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	40,4	41,7	42,2	41,7	41,1	41,8	42,1	41,5	41,7	41,6
<i>Variation³</i>	5,3	3,2	7,7	4,5	0,2	0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,5
$M_1$²	273,5	287,9	297,2	295,0	281,2	278,1	282,0	278,9	275,5	275,9
<i>Variation³</i>	21,9	5,2	19,3	8,0	0,8	-5,1	-5,1	-5,3	-7,3	-7,3
$M_2$²	475,1	495,4	505,2	503,3	488,1	485,0	490,9	487,7	484,7	485,0
<i>Variation³</i>	17,4	4,3	13,6	6,0	1,2	-2,6	-2,8	-2,9	-4,2	-4,2
$M_3$²	544,9	561,5	563,5	562,9	556,6	562,9	574,5	572,7	574,9	576,9
<i>Variation³</i>	8,3	3,0	6,3	3,2	1,7	1,1	1,9	2,0	1,9	2,3

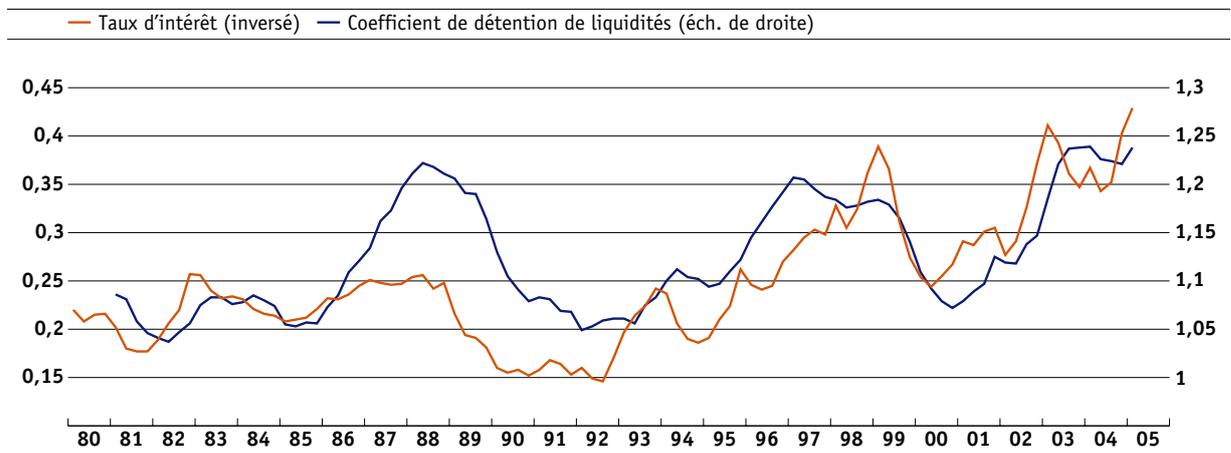
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

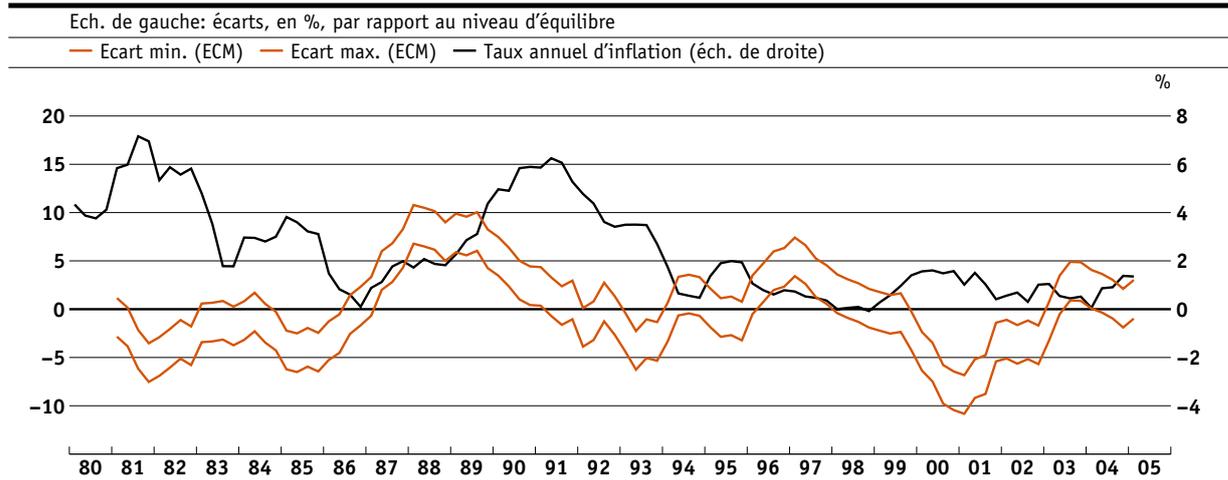
3 Variation en % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS

Graphique 3.17
Coefficient de détention de liquidités



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



Source pour graphiques 3.17 et 3.18: BNS

3.5 Crédits

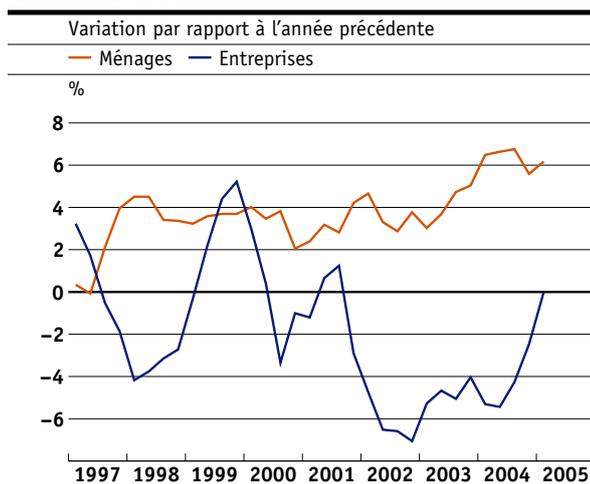
Croissance plus généralisée des crédits bancaires

Au premier trimestre de 2005, les crédits bancaires dépassaient de 3,6% leur niveau de la période correspondante de 2004. Par rapport au dernier trimestre de 2004, on observe une légère accélération de la croissance des crédits aux ménages et, pour la première fois depuis le milieu de 2001, les crédits aux entreprises ont stagné et non reculé.

A fin mars, les autres crédits – soit les crédits en blanc et gagés, mais hors crédits hypothécaires – étaient légèrement supérieurs au niveau observé un an auparavant. Ils ont ainsi enregistré leur deuxième

progression, en comparaison annuelle, depuis août 2001. A fin avril, ces crédits étaient cependant de nouveau en recul de 1,5%. Dans les autres crédits, la partie gagée a augmenté de 1,9% entre fin avril 2004 et fin avril 2005; un taux de croissance aussi faible n'avait plus été observé depuis avril 2004. Quant à la partie en blanc, elle a fléchi de 3,8%, après un repli de 2,8% en mars. En moyenne sur les quatre premiers mois de l'année, les autres crédits étaient inférieurs de 1,8% à leur niveau de la période correspondante de 2004. En revanche, les crédits hypothécaires se sont accrus de 5,1%, en comparaison annuelle, au premier trimestre. Ils ont ainsi continué la vigoureuse expansion qui les caractérise depuis le début de 2003.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2003	2004	2004				2005			
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril
Total	2,1	3,6	3,2	3,4	4,0	3,6	3,6	3,6	4,1	3,7
Créances hypothécaires	5,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0
Autres crédits	-8,7	-3,1	-4,6	-3,8	-1,2	-2,6	-1,9	-2,2	0,4	-1,5
dont gagés	-10,7	3,2	-1,6	3,5	7,2	4,0	3,5	3,3	5,1	1,9
dont non gagés	-7,4	-7,1	-6,5	-8,4	-6,6	-6,8	-5,7	-6,0	-2,8	-3,8

1 Périmètre de consolidation: entreprise. 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, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. 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. La prévision d'inflation constitue un des trois éléments de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et l'objectif opérationnel (voir encadré «La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire»).

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Léger retard dans la reprise de la conjoncture en Europe

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. 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 qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de mars et de juin 2005.

Les hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale sont globalement moins favorables que celles qui avaient été retenues lors de l'examen trimestriel de la situation de mars 2005. Ainsi, les produits pétroliers ont encore renchéri depuis février. La BNS part d'un baril à 51 dollars au deuxième trimestre de 2005 et table sur une lente baisse qui devrait amener ce prix autour de 40 dollars. Du fait de la hausse des prix des produits pétroliers, on s'attend pour l'Europe à une faiblesse persistante de la croissance en 2005, puis à des taux de croissance légèrement supérieurs à ceux qui avaient été retenus dans la prévision précédente. Aux Etats-Unis, la croissance devrait marquer un repli temporaire, puis s'accélérer sensiblement dès le troisième trimestre de 2005. Enfin, un cours de l'euro de 1,3 dollar a été retenu comme hypothèse technique pour les trois ans à venir.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2005	2006	2007
Prévision de juin 2005			
PIB USA ¹	3,4	3,6	3,4
PIB UE (15) ¹	1,5	2,1	2,4
Cours de l'euro en dollars ²	1,3	1,3	1,3
Prix du baril de pétrole en dollars ²	49,0	45,4	42,8
Prévision de mars 2005			
PIB USA ¹	3,4	3,4	3,4
PIB UE (15) ¹	1,9	2,3	2,1
Cours de l'euro en dollars ²	1,3	1,3	1,3
Prix du baril de pétrole en dollars ²	44,9	41,9	40,2

1 Variation en %.

2 Niveau.

Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Conformément à la loi, la BNS a pour mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS précise qu'elle entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. La BNS – deuxième élément – résume chaque trimestre sous

forme d'une prévision d'inflation son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Enfin, troisième élément, la BNS fixe un objectif opérationnel sous la 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 Prévision d'inflation du 2^e trimestre de 2005 au 1^{er} trimestre de 2008

La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de décembre 2004, de mars 2005 et de juin 2005 font l'objet du graphique 4.1. La nouvelle prévision porte sur une période allant du deuxième trimestre de 2005 au premier trimestre de 2008. Elle repose sur un Libor à trois mois inchangé à 0,75%, soit la zone médiane de la marge de fluctuation de 0,25%–1,25% que la Banque nationale a reconduite le 16 juin 2005.

Jusqu'en été 2005, la courbe de la nouvelle prévision d'inflation est supérieure aux courbes des prévisions de mars 2005 et de décembre 2004. Si le prix du brut fléchit, les pressions dues aux produits pétroliers (mazout et carburants) sur l'indice des prix à la consommation devraient faiblir sensiblement. Les prix des autres biens de consommation importés devraient eux aussi avoir des effets modérateurs sur le renchérissement ces prochains mois. La BNS table toujours sur une tendance à la baisse des prix des marchandises d'origine suisse, étant donné que l'écart de production est encore négatif. Dans les biens d'usage quotidien notamment, les pressions à la baisse sur les prix devraient continuer du fait de la concurrence très vive dans le commerce de détail.

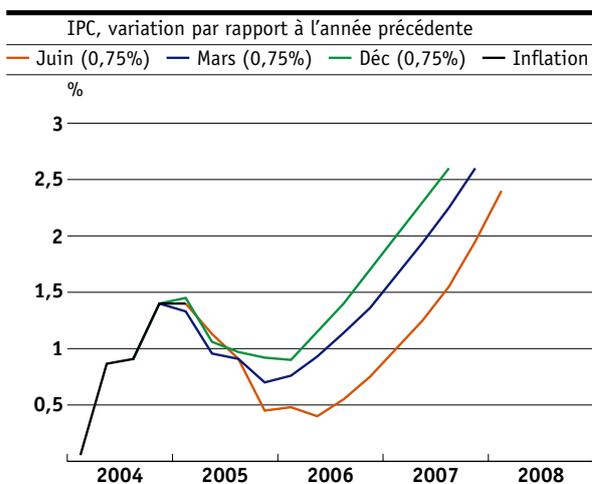
En outre, la BNS s'attend à ce que la hausse des prix dans les services se ralentisse encore quelque peu, mais reste dans l'ensemble à un niveau supérieur à la moyenne. Telle qu'elle est prévue, l'inflation diminue donc, passant de 1,4% au premier trimestre de 2005 à 0,5% au quatrième trimestre de la même année. Le taux annuel moyen d'inflation devrait s'inscrire à 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 nouveau retard avec lequel la reprise de la conjoncture en Europe devrait intervenir cette année se fera sentir en Suisse également. La BNS escompte une croissance du PIB réel d'environ 1% en 2005, alors qu'elle partait encore, il y a trois mois, d'un taux d'environ 1,5%. L'écart de production négatif devrait ainsi se combler plus lentement, et les tensions inflationnistes attendues à moyen terme seront sans doute moins fortes. Telle qu'elle ressort de la dernière prévision, pourtant faite avec un Libor à trois mois maintenu à 0,75%, l'inflation devrait être de 0,5% en moyenne de l'année 2006 (1% selon la prévision de mars).

A plus long terme, la prévision d'inflation de juin indique, comme celle de mars, une sensible accélération de l'inflation. Cette accélération découle de l'amélioration attendue du taux d'utilisation des ressources macroéconomiques. En outre, les liquidités sont toujours importantes. L'expérience montre qu'une forte dotation en liquidités fait peser un risque sur la stabilité des prix. Plus une économie dispose de liquidités, plus elle peut opérer de transactions en période de reprise. En même temps, les possibilités d'augmenter les prix s'accroissent. Le risque d'inflation découlant, à moyen terme, du côté monétaire subsiste par conséquent.

Selon la prévision d'inflation de juin, la stabilité des prix ne serait plus assurée à partir de la fin de 2007. La prévision, il convient de le souligner, a été faite avec un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années. Elle montre que le niveau actuel des taux d'intérêt ne peut être maintenu si la situation économique se normalise. La politique monétaire étant expansionniste depuis longtemps, le risque d'inflation augmente avec le temps. Si les perspectives économiques continuent à s'améliorer, une correction du cap donné à la politique monétaire s'imposera.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2005.

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de mars à mai 2005, sont résumés ci-après.

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 140 entreprises de divers secteurs et branches économiques ont donné une image généralement favorable de la conjoncture. Comparés aux entretiens qui ont eu lieu le trimestre précédent, ils ont reflété plutôt une amélioration qu'une détérioration de la conjoncture. Mais cette appréciation globale a toujours caché une disparité notable entre les branches.

L'industrie d'exportation et la construction ont en majorité porté un jugement positif sur la marche des affaires et les perspectives économiques. Dans les services par contre, la situation est restée hétérogène. Le commerce de détail a continué à ressentir les effets de la faible demande des consommateurs et de prix en baisse. En revanche, le tourisme et plusieurs domaines des services aux entreprises, notamment ceux des transports et de la logistique ainsi que des prestations informatiques, se sont montrés plus confiants.

En dépit de la marche satisfaisante des affaires, les entreprises affichaient toujours une certaine retenue face aux investissements. Seules quelques entreprises envisageaient d'effectuer des investissements d'extension. Il en a été de même pour l'emploi: très peu d'entreprises prévoyaient de relever leurs effectifs. Inversement, il était tout aussi rare que certaines d'entre elles procèdent à des suppressions d'emplois.

1 Production

Industrie

Lors des enquêtes, presque toutes les entreprises essentiellement axées sur les exportations ont signalé une évolution favorable des chiffres d'affaires entre mars et mai. Dans quelques cas, les chiffres d'affaires ont dépassé les prévisions et semblaient même gagner légèrement en dynamisme vers la fin de la période considérée. Les impulsions principales ont encore émané d'Asie, des Etats-Unis et d'Europe de l'Est; des signes de tassement sont toutefois parvenus d'Asie. La marche des affaires avec l'Europe, notamment avec l'Allemagne et la France, a été qualifiée en majorité de modérée, voire de médiocre.

Les exportations reposaient toujours sur une large assise. Comme précédemment, l'industrie horlogère, l'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que le domaine médical affichaient un très grand dynamisme. Bénéficiant de la vive expansion de la production électrique au niveau mondial, les branches des machines et équipements spéciaux, de la métallurgie et de l'électrotechnique ont enregistré une excellente marche des affaires. Les interlocuteurs de l'industrie textile ont fait part de leur grande préoccupation en ce qui concerne la Suisse comme site de production et envisagent de délocaliser la production, notamment vers l'Asie. Quelques interlocuteurs de l'industrie alimentaire ont également précisé que la concurrence étrangère se faisait plus âpre.

Services

Le commerce de détail a mal commencé la nouvelle année. Nos interlocuteurs ont indiqué que les consommateurs étaient réservés, sélectifs et très attentifs aux prix. Une lente amélioration de la consommation n'a été observée que dans des cas isolés. Les pressions de la concurrence ont contraint les grandes chaînes de distribution à réduire les prix de nombreux articles, ce qui n'a toutefois guère stimulé la demande en général. Le scepticisme prévalait dans l'appréciation des perspectives, car l'évolution confuse de la consommation et les fortes pressions exercées en vue d'une adaptation structurelle ont suscité de l'inquiétude. La morosité du commerce de détail contrastait nettement avec la bonne marche des affaires dans le segment haut de gamme des denrées alimentaires, des boissons et du tabac, mais aussi avec les succès des salons de l'horlogerie et de la bijouterie, à Bâle et à Genève.

Dans le tourisme, le redémarrage, déjà perçu lors du précédent cycle d'entretiens, s'est confirmé. Les représentants de l'hôtellerie ont en majorité porté

un jugement positif sur la saison de sports d'hiver. Dans les villes, les restaurants et hôtels ont pour la plupart enregistré un nombre accru de nuitées et une propension plus forte aux dépenses, essentiellement de la part des entreprises. Les entretiens ont cependant aussi révélé que l'amélioration de la conjoncture bénéficiait surtout aux établissements haut de gamme, alors que les autres catégories continuaient à pâtir d'un manque de clientèle. Hors des centres urbains, les restaurants et auberges ont subi des pressions considérables sur leurs marges du fait de l'abaissement du taux d'alcoolémie.

L'industrie des transports – trafic voyageur et transport de marchandises – a signalé une très bonne marche des affaires. Pour la première fois depuis assez longtemps, les technologies de l'information affichaient elles aussi une confiance légèrement meilleure. La propension à investir a semblé s'accroître peu à peu, ce qui était attendu depuis quelque temps déjà étant donné le besoin élevé de remplacement. Les technologies de l'information en ont profité tant au niveau du commerce de gros que dans le domaine des conseils. De même, la propension à investir dans de nouvelles technologies telles que la large bande (Internet à haut débit) a augmenté ces derniers mois.

Les banques se sont montrées satisfaites de la marche de leurs affaires. Alors que les crédits aux entreprises ont continué à évoluer médiocrement et que des limites sont restées inutilisées, les prêts hypothécaires ont connu une forte expansion. L'attention moindre que les banques portent aux risques a de nouveau été évoquée à plusieurs reprises; cette attitude se reflète dans un relèvement des limites accordées et des valeurs estimées. Dans la gestion de fortunes, nos interlocuteurs ont qualifié la marche des affaires de bonne. La concurrence est toutefois très âpre et exerce – alliée à une prise de conscience accrue des coûts par les clients – de fortes pressions à la baisse sur les commissions.

Construction

Les entrepreneurs questionnés dans le cadre des entretiens estimaient en majorité que la marche des affaires était bonne. Néanmoins, cette appréciation positive ne concernait, comme précédemment, que la construction de logements, en forte expansion, tandis que la marche des affaires est restée médiocre dans les autres domaines de la construction. La plupart des interlocuteurs s'attendaient à ce que les impulsions émanant de la construction de logements faiblissent peu à peu sans que l'activité dans les autres domaines de la construction ne compense ce recul.

2 Marché du travail

Sur le marché du travail, il n'y a guère eu de signes d'amélioration. Les interlocuteurs représentant l'industrie et les services ont déclaré que leurs effectifs étaient en général suffisants et qu'ils ne prévoyaient pas de les relever. Dans les secteurs où une augmentation de l'emploi était néanmoins envisagée, les personnes disponibles ne présentaient souvent pas les qualifications requises. Une nette amélioration a été enregistrée du côté de la demande de cadres. En ce qui concerne la libre circulation des ressortissants de l'UE, la branche de la restauration et de l'hébergement notamment a annoncé une situation sensiblement plus favorable en matière de personnel. En effet, elle bénéficie à présent d'une offre considérable de main-d'œuvre qualifiée venant surtout des pays limitrophes.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Toutes les branches ont signalé des pressions inchangées à la baisse des prix. Les interlocuteurs appartenant à l'industrie ont cependant porté un jugement positif sur la situation bénéficiaire. Le commerce de détail par contre a pâti du rétrécissement de ses marges, en raison de réductions de prix. Il ressent les effets d'une concurrence âpre au niveau des prix du fait de la demande médiocre des consommateurs, mais aussi à cause de l'arrivée imminente de chaînes allemandes de supermarchés à bas prix et de la suppression d'obstacles au commerce. La construction a elle aussi évoqué la persistance d'une forte pression à la baisse exercée sur les prix. Cette pression s'est apparemment renforcée dans le second œuvre à la suite de la présence accrue de concurrents étrangers, en provenance des régions frontalières, proposant des conditions bien plus avantageuses que celles des artisans suisses.

Le cours de l'euro n'a pas posé de problèmes. Après que le dollar des Etats-Unis s'est raffermi ces derniers mois, les inquiétudes liées à son bas niveau se sont atténuées quelque peu. Cependant, de nombreuses branches voient toujours dans l'évolution du cours du dollar un important facteur de risques.

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

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque
Berne, le 29 avril 2005

Chers actionnaires, chers invités,
Mesdames, Messieurs,

Cette année, mon exposé sera consacré à trois thèmes. Dans une première partie, je commenterai le résultat de l'exercice 2004. Ensuite, je formulerai quelques réflexions au sujet de la volatilité des résultats de la Banque nationale et des perspectives à moyen terme en la matière. Enfin, je reviendrai brièvement sur les répercussions de l'entrée en vigueur de la loi révisée sur la Banque nationale.

Permettez-moi de commencer par quelques remarques sur les comptes annuels pour 2004.

Résultat brut

La provision pour la cession des actifs libres, qui correspond au produit de la vente de 1300 tonnes d'or, a été, vous le savez, dissoute en vue d'une distribution. Cela explique le résultat de l'exercice 2004, qui a atteint un montant exceptionnellement élevé, à savoir 21,6 milliards de francs.

L'exercice n'a cependant dégagé qu'un résultat brut de 0,6 milliard de francs. Ce montant est nettement inférieur à celui qui avait été enregistré l'année précédente, soit 4,3 milliards de francs. Le recul est dû principalement à l'évaluation de l'or en francs suisses. En 2003, le prix de l'or avait augmenté de près de 9%, ce qui avait engendré une plus-value de 2,2 milliards de francs. Le prix de l'or a certes continué à progresser au premier trimestre de 2004, mais il a ensuite fléchi. Entre fin 2003 et fin 2004, il a diminué d'environ 4%. Dans le compte de résultat, cette baisse du prix de l'or s'est traduite par une perte d'environ 1 milliard de francs.

La moitié approximativement de la somme du bilan est constituée de placements en monnaies étrangères, des euros et des dollars des Etats-Unis essentiellement. Le résultat de ces placements est fortement tributaire des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change. Il s'est établi à 1,2 milliard de francs en 2004, soit à un montant inférieur de 20% environ à celui de l'exercice précédent. En 2004, les taux d'intérêt se sont repliés sur la plupart des marchés sur lesquels la Banque nationale effectue ses placements. Les cours des obligations ont par conséquent augmenté, d'où des gains en capital sur le portefeuille de titres de la Banque nationale. Abstraction faite des répercussions des fluctuations des cours de change, le résultat des placements en monnaies étrangères a atteint un montant réjouissant, soit plus de 3 milliards de francs. L'évolution des

cours de change l'a toutefois réduit fortement. En effet, tous les cours de conversion des monnaies étrangères ont diminué en 2004, ce qui a entraîné une perte de 2 milliards de francs. La baisse du dollar des Etats-Unis a été particulièrement sensible puisqu'elle a atteint 9%.

Les placements en francs ont contribué à hauteur de 0,3 milliard de francs au résultat brut. Ce montant a découlé en majeure partie du portefeuille d'obligations en francs. Comme l'année précédente, le produit des pensions de titres est resté relativement modeste. Les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres s'établissaient à environ 0,6% à fin 2004. Ainsi, ils étaient toujours à un niveau très bas, bien que la Banque nationale les ait relevés légèrement en deux étapes, l'une en juin et l'autre en septembre.

Diminution des charges d'exploitation

Les charges d'exploitation se sont repliées d'environ 10 millions, passant à quelque 200 millions de francs. Les charges de personnel ont augmenté de 1%, tandis que les charges afférentes aux billets de banque et les autres charges d'exploitation ont nettement reculé. La diminution, d'une année à l'autre, du nombre de billets qu'il a fallu retirer de la circulation et remplacer explique la baisse des charges afférentes aux billets de banque.

Distribution du produit des ventes d'or

Comme nous l'avons déjà annoncé, il est prévu de distribuer le produit de la vente de 1300 tonnes d'or, sur le résultat de l'exercice 2004, à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. La Banque nationale et le Département fédéral des finances ont fixé les principes de cette distribution dans une convention spéciale. Il s'agit d'un montant d'un peu plus de 21,1 milliards de francs.

Le Conseil des Etats ayant refusé, le 16 décembre 2004, d'entrer en matière sur un projet d'affectation du produit des ventes d'or, on ne pouvait guère s'attendre à ce qu'un nouveau projet du Conseil fédéral recueille une majorité au Parlement. Le Conseil fédéral a décidé, le 2 février 2005, de distribuer le produit des ventes d'or à la Confédération et aux cantons. Cette décision a donné toute sa portée au refus d'entrer en matière que le Conseil des Etats avait formulé en décembre 2004. Le Conseil de banque et la Direction générale en ont alors conclu que le maintien de ces actifs à la Banque nationale ne se justifiait plus. Une distribution rapide libérera la

Banque nationale de son double rôle d'autorité chargée de conduire la politique monétaire, d'une part, et de gestionnaire de patrimoine pour les collectivités publiques, d'autre part.

Dans son exposé, le président de la Direction générale, M. Roth, reviendra sur ce sujet.

Distribution ordinaire de bénéfices

Je voudrais également commenter une adaptation apportée à nos comptes annuels. L'adaptation concerne les provisions que la Banque nationale doit constituer pour maintenir les réserves monétaires au niveau requis par la politique monétaire. Ces provisions sont alimentées par des bénéfices qui ne sont pas distribués. Leur niveau requis évolue, conformément à la loi, en fonction de la croissance de l'économie suisse. Dans la seconde moitié des années nonante, des provisions allant bien au-delà du montant requis ont été constituées grâce à la très bonne capacité bénéficiaire de la Banque nationale. Depuis l'exercice 2003, ces provisions excédentaires sont réduites graduellement. Dans les comptes de l'année 2004, les provisions requises et les provisions excédentaires sont indiquées séparément pour la première fois. Ainsi, la Banque nationale précise en toute transparence le niveau requis des provisions et le montant distribuable.

Il y a juste un an, je vous ai fait part des inquiétudes que la distribution de bénéfices suscite à moyen terme à la Banque nationale. Dans ce domaine, rien n'a changé! En effet, la Banque nationale a dégagé un résultat brut de 0,6 milliard de francs en 2004. Compte tenu des charges d'exploitation, du prélèvement opéré sur la provision pour la cession des actifs libres et du montant de 0,9 milliard qu'il a fallu attribuer aux provisions pour que celles-ci atteignent le niveau requis, la Banque nationale a enregistré une perte de 0,4 milliard de francs. Pour couvrir cette perte et distribuer le montant convenu à la Confédération et aux cantons, soit 2,9 milliards, il a fallu prélever 3,3 milliards de francs sur la réserve pour distributions futures (dans nos comptes, c'est ainsi que l'on désigne maintenant les provisions excédentaires). Par conséquent, la réserve pour distributions futures a diminué, passant à moins de 7 milliards de francs. Il ne reste donc approximativement que le double du montant qu'il a fallu prélever cette année! Les comptes de l'exercice 2004 le montrent clairement: les distributions actuelles de bénéfices vont bien au-delà du potentiel de la Banque

nationale en la matière. Dans la planification de leurs dépenses, les collectivités publiques feraient bien de ne pas tableer sur des distributions aussi élevées que celles que nous connaissons maintenant. Elles doivent s'attendre à des montants plus faibles à l'avenir. La convention en vigueur actuellement porte jusqu'à l'exercice 2012. Mais un réexamen est prévu après cinq ans, soit en 2007. Etant donné les circonstances que je viens de décrire, il n'est pas exclu qu'il faille adapter, en 2007 déjà, la distribution annuelle.

Permettez-moi de commenter maintenant les fluctuations des résultats et les perspectives en la matière.

Fluctuations des résultats et perspectives

Les résultats que la Banque nationale a obtenus ces quinze dernières années montrent combien les fluctuations peuvent être fortes. Abstraction faite des produits extraordinaires, les résultats annuels se sont établis dans une fourchette allant de -1,6 milliard (exercice 1995) à +6,4 milliards de francs (exercice 1996). Jusqu'en 1999, les réserves d'or étaient évaluées à la parité-or du franc, alors en vigueur. Par conséquent, les variations du prix de l'or n'ont influé sur les résultats annuels qu'à partir de l'exercice 2000. Si, avant 2000, les réserves d'or avaient été évaluées au prix du marché, on aurait observé des fluctuations encore plus vives: le moins bon exercice, celui de 1990, se serait soldé par une perte de 11,1 milliards, et le meilleur, celui de 1996, aurait permis de dégager un bénéfice de 10,8 milliards de francs. De plus, les résultats auraient eu tendance à diminuer, le prix de l'or en francs ayant fléchi durant cette période de quinze ans.

Depuis la révision de la loi sur la Banque nationale, en 1997, et la suppression, en 2000, de la parité-or du franc, l'institut d'émission peut mieux gérer ses actifs. En particulier, la dépendance vis-à-vis du cours du dollar des Etats-Unis a pu être réduite grâce à une diversification ciblée des monnaies entrant dans les réserves de devises. En outre, il a été possible de renforcer le potentiel de rendement par des placements à plus long terme en obligations. La révision totale de la loi, en 2003, a libéralisé dans une large mesure les dispositions régissant les placements de la Banque nationale, d'où un potentiel de rendement encore un peu plus élevé.

Néanmoins, les rendements que la Banque nationale tire de ses actifs devraient rester relativement modestes, alors que les résultats continueront à

fluctuer fortement. En effet, les rendements nominaux sur les marchés sur lesquels la Banque nationale détient des placements sont actuellement relativement bas. De plus, dans la gestion des actifs, la politique monétaire a toujours la priorité sur des considérations de rendement. Les actifs de la Banque nationale remplissent avant tout des fonctions monétaires. Les actifs en francs servent principalement à la mise en œuvre de la politique monétaire et sont constitués en majeure partie de placements sur le marché monétaire. De même, les réserves monétaires que la Banque nationale détient sous forme de devises et d'or servent avant tout à prévenir et à surmonter des situations de crise et non à assurer des revenus. La primauté donnée à la politique monétaire fait que la Banque nationale ne couvre pas à son gré les risques qu'elle encourt sur ses actifs, en particulier sur les réserves d'or et de devises. Cela signifie aussi que la Banque nationale accorde plus de poids, dans le choix de ses instruments de placement, à des critères tels que la sécurité et la liquidité qu'à des considérations de rendement.

Pour la Banque nationale, les perspectives en matière de revenus dépendent du volume de ses actifs et des rendements qu'il est possible d'atteindre sur les placements. Les actifs diminueront de 21,1 milliards de francs du fait de la distribution du produit des ventes d'or. De plus, la distribution régulière de bénéfices fera fondre la réserve pour distributions futures, réserve qui est actuellement de près de 7 milliards de francs, d'où une réduction supplémentaire des actifs générant des revenus. Dans le proche avenir, on ne peut s'attendre à ce que les placements en obligations dégagent des rendements supérieurs à la moyenne. Sur le plan mondial, les taux d'intérêt sont si bas qu'une hausse interviendra tôt ou tard. Mais une hausse des taux d'intérêt engendrera dans un premier temps des pertes en capital sur les obligations détenues par la Banque nationale. Les variations du prix de l'or et des cours de change – comme précédemment, elles auront une influence déterminante sur les résultats de la Banque nationale – ne peuvent faire l'objet de pronostics fiables.

Au total, la Banque nationale s'attend à moyen terme à obtenir sur ses actifs un rendement nominal légèrement inférieur à 3%. Après le renforcement des provisions, tel qu'il est prévu par la loi, et la couverture des charges d'exploitation, il ne devrait rester qu'un montant distribuable de près de 1 milliard de francs par an. Mais les résultats annuels continueront

à fluctuer assez sensiblement. Leur marge normale de fluctuation est estimée entre -2% et +7%. Selon l'évolution des marchés financiers, des fluctuations encore plus fortes pourraient cependant être enregistrées. Ainsi, les résultats devraient rester très volatils.

J'en viens maintenant au dernier point de mon exposé, à savoir la nouvelle loi sur la Banque nationale.

La nouvelle loi sur la Banque nationale

La nouvelle loi sur la Banque nationale, vous le savez, est entrée en vigueur il y a un an, très précisément le 1^{er} mai 2004.

Cette loi a apporté diverses innovations. En particulier, elle précise le mandat attribué à la banque centrale, délimite l'indépendance, concrétise l'obligation de rendre compte et étend la marge de manœuvre dans le domaine des opérations de politique monétaire et de placement.

La nouvelle loi n'a pas modifié le statut juridique de la Banque nationale, celle-ci étant toujours une société anonyme régie par une loi spéciale. Ce statut assoit l'indépendance, ancrée dans la Constitution, de la Banque nationale.

En revanche, la nouvelle loi a conduit à une adaptation à la réalité juridique des sociétés anonymes de droit privé, qui sont cotées en bourse. Le capital-actions de la Banque nationale ne revêt plus guère d'importance comme élément de couverture des risques étant donné la somme du bilan, qui a beaucoup progressé depuis la fondation de la Banque, et le niveau atteint par les provisions. Il a été ramené à 25 millions de francs, soit à la part qui était versée jusque-là. La valeur nominale d'une action de la Banque a ainsi passé de 500 à 250 francs.

Au printemps de 2004, le Conseil de banque a décidé de renoncer totalement à l'émission de certificats d'actions. Entre-temps, le système dit des «actions nominatives avec impression de titres supprimée» s'est bien implanté à la Banque nationale. De nombreux actionnaires ont recouru à la possibilité de faire garder, sans frais, leurs droits-valeurs par la BNS.

La nouvelle loi a également simplifié la structure des organes de la Banque. Le nombre des organes a été ramené de sept à quatre, à savoir l'Assemblée générale, le Conseil de banque, la Direction générale et l'organe de révision. En outre, le Conseil de banque, soit l'organe chargé de la surveillance admi-

nistrative, ne compte plus que onze membres, contre quarante précédemment. Conformément à des principes de gouvernement d'entreprise, le Conseil de banque a constitué en son sein quatre comités. Un Comité d'audit assiste le Conseil de banque dans la surveillance de la comptabilité et des rapports financiers; en outre, il surveille l'activité des organes externe et interne de révision. Un Comité des risques aide le Conseil de banque à surveiller le processus de placement et la gestion des risques. Un Comité de rémunération appuie le Conseil de banque dans la fixation des principes de la politique en matière de rétributions et de traitements. Enfin, un Comité de nomination établit, lors de vacances, les propositions à soumettre au Conseil de banque et au Conseil fédéral pour la nomination des membres de la Direction générale et des suppléants.

La Banque nationale est ainsi régie par une loi moderne. Le gouvernement d'entreprise a été renforcé, et la coordination entre la conduite de la Banque et la surveillance a été améliorée. A mes yeux, la nouvelle structure des organes de la Banque nationale et les nouvelles procédures ont parfaitement fait leurs preuves.

Pour conclure...

Je ne saurais clore mon exposé sans adresser des remerciements très chaleureux aux membres de la Direction générale et à l'ensemble du personnel de la Banque nationale suisse pour la qualité de leur travail et pour leur engagement durant l'année écoulée.

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

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale
Berne, le 29 avril 2005

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
chers invités,

2004: poursuite de la reprise économique

Le mouvement de reprise économique, qui avait commencé à se manifester en été 2003, s'est poursuivi l'année dernière. La croissance économique est sortie des chiffres rouges pour retrouver un rythme proche de son potentiel. Pour l'ensemble de l'année, elle a ainsi atteint 1,7%, alors qu'elle avait été légèrement négative l'année précédente.

Le redressement de l'économie suisse est dû, pour une large part, à la dynamique retrouvée de l'économie mondiale, dont la croissance a atteint un niveau inégalé depuis 1976. Nos entreprises ont su profiter de cette situation: l'an dernier, les exportations helvétiques ont augmenté de 6,7%, en net progrès par rapport à l'année précédente. Derrière ce chiffre se cachent la volonté continue de nos exportateurs de s'adapter aux changements de la demande et leurs efforts inlassables de rationalisation qui ont fait de notre pays un lieu de production attrayant.

La forte présence de l'économie suisse sur les marchés internationaux est une réalité qui nous est familière depuis longtemps. Elle revêt toutefois une dimension nouvelle, ces dernières années, avec la progression de nos investissements directs à l'étranger. On ignore souvent que si la Suisse est une championne de l'épargne, ses performances en matière d'investissements extérieurs sont tout autant inégalées. En 2003, nous avons investi à l'étranger pour quelque 20 milliards de francs, un montant qui représentait près du 20% de notre épargne nationale. Près de la moitié de ces investissements se concentraient sur le continent européen. Au fil des ans et des excédents extérieurs, nos entreprises ont ainsi développé un réseau international de production extrêmement dense. Aux 4 millions de places de travail que compte notre économie à l'intérieur de nos frontières, il faut ajouter quelque 1,8 million d'emplois offerts par des entreprises suisses implantées à l'étranger, dont 1 million dans les pays européens.

Ces chiffres montrent que la Suisse n'est pas repliée sur elle-même mais qu'elle sait saisir les opportunités que lui offre l'ouverture des frontières et des marchés. Beaucoup s'inquiètent aujourd'hui de la concurrence des pays à bas salaires et des délocalisations qui s'ensuivent. Ils négligent le fait que notre

pays profite largement de la division internationale du travail plus poussée que permet la globalisation. La délocalisation de certaines phases de production est en revanche inévitable. Elle permet à nos entreprises de rester compétitives en dépit du coût élevé de la main-d'œuvre en Suisse. D'une certaine manière, les places de travail créées à l'étranger consolident celles – à plus forte valeur ajoutée – implantées chez nous.

«Un franc sur deux est gagné à l'étranger» aime-t-on à rappeler lorsque l'on évoque les performances de nos exportateurs. Cela signifie aussi qu'un franc sur deux est gagné sur le territoire national. Autrement dit, l'économie intérieure, au niveau de la demande comme de la production, joue un rôle essentiel dans le développement économique de notre pays. En 2004, l'activité intérieure s'est développée plus lentement que les ventes à l'étranger. Elle a augmenté de 1,8%, un chiffre malgré tout supérieur au résultat de l'année précédente.

La consommation des ménages a joué un rôle central à cet égard. Elle a commencé à se redresser dès la fin de 2003, dans le sillage de l'amélioration économique générale et de la progression des revenus. La bonne tenue du secteur de la construction a aussi contribué à générer une demande dérivée de produits pour l'équipement ménager. Contrairement à leurs voisins allemands, les consommateurs suisses sont donc restés relativement confiants en 2004, soutenant ainsi la conjoncture.

Du côté de la demande publique, les contraintes financières de la Confédération et des cantons ont freiné l'expansion des dépenses en 2004. Pour la première fois depuis plusieurs années, la demande publique a augmenté moins fortement que les autres composantes de la demande intérieure.

Dans cette phase initiale du cycle économique, le retour de la confiance aurait normalement dû déclencher un réveil des investissements afin d'adapter l'appareil de production aux besoins futurs. Le retour des investissements s'est pourtant fait largement attendre, en Suisse comme dans les autres pays européens. Bien que le degré de profitabilité des entreprises se soit amélioré, ces dernières ont privilégié une utilisation plus rationnelle des capacités existantes par rapport à des projets d'agrandissement ou de modernisation, jugés nettement plus risqués. La progression des investissements est par conséquent restée modeste en 2004.

La prudence des entreprises a également marqué l'évolution sur le marché du travail où le chômage, contrairement aux attentes, n'a que peu reculé l'an dernier. Ce phénomène tient à la faiblesse de la croissance et aux gains importants de productivité, mais aussi au manque de confiance dans la solidité de la reprise.

Début de la normalisation monétaire

L'année 2004 fut donc une année placée sous le signe de la normalisation conjoncturelle. Notre souci a été de modifier l'orientation de notre politique afin d'adapter graduellement le cadre monétaire au nouvel environnement. La normalisation monétaire doit accompagner la normalisation économique afin que la stabilité des prix soit garantie sur le moyen terme.

Nous avons attendu le mois de juin, et des signes évidents de reprise, pour décider d'un premier relèvement d'un quart de point de pourcentage de la marge de fluctuation du taux Libor à trois mois. Cette décision n'a pas constitué une véritable surprise; en effet, les marchés s'attendaient à ce que des mesures correctrices soient prises en cours d'année. Nous avons procédé à un second ajustement en septembre, mais avons préféré y renoncer en décembre, ainsi qu'en mars dernier, alors que les indications d'un ralentissement de la conjoncture se multipliaient. Notre taux à trois mois se situe à 0,75%, et les taux longs se sont repliés de janvier à décembre pour remonter légèrement ensuite.

La constellation actuelle des taux est révélatrice d'une politique monétaire toujours expansionniste; nos taux sont relativement bas en regard des perspectives de croissance et d'inflation. La phase de normalisation de la politique monétaire n'est donc pas terminée. Elle sera poursuivie au gré des besoins qui découleront du maintien de la stabilité des prix sur le moyen terme.

En matière de prix, l'année 2004 constitue une nouvelle année de stabilité, et cela en dépit de la hausse spectaculaire des prix des produits pétroliers. L'inflation s'est élevée à 0,8%, en moyenne annuelle, avec un pic à 1,5% en novembre. Le bas niveau de l'inflation a représenté un avantage compétitif supplémentaire pour nos entreprises sur les marchés internationaux.

Le dollar et le prix du pétrole comme éléments perturbateurs

C'est sur le front des changes et des matières premières que l'année 2004 a connu les turbulences les plus fortes. Le dollar des Etats-Unis, qui se repliait depuis 2001, a vu sa chute s'accélérer en fin d'année pour atteindre un niveau record face à l'euro. La Suisse a été affectée de la même manière que les autres pays européens, le franc s'étant apprécié de quelque 7% face à la monnaie américaine au cours des trois derniers mois de l'année. Depuis lors, ce mouvement s'est partiellement corrigé.

Même si le dollar a fortement chuté ces derniers mois, son cours actuel en termes réels reste supérieur à celui que nous pouvions observer au milieu des années 1990. Néanmoins, la situation présente est particulièrement difficile, car la monnaie américaine sert aujourd'hui de point d'ancrage à toute une série de monnaies asiatiques, dont le renminbi chinois. La chute du billet vert a ainsi renforcé la compétitivité de nombreuses économies émergentes face aux économies européennes.

Pour nous, Suisses, il a été positif de constater que le recul du dollar n'a pas déclenché de spéculation sur le franc. La relation entre le franc et l'euro est restée remarquablement stable, se situant aux alentours de 1.55 franc. Depuis l'introduction de la monnaie unique, le 1^{er} janvier 1999, l'appréciation nominale du franc a été plus que compensée par le différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro. Nos exportateurs ont donc vu leur compétitivité s'améliorer face à leurs concurrents européens.

Le dynamisme des économies d'Asie a entraîné une course aux matières premières, notamment au pétrole. L'envol du prix de l'or noir constitue toujours une menace sérieuse pour la reprise économique des pays industrialisés.

Prévision modérément optimiste pour 2005

Bénéficiant de la stabilité des prix, de taux d'intérêt bas et d'une bonne compétitivité, l'économie suisse est bien placée pour profiter de la poursuite de la reprise économique mondiale. Au niveau global, l'année 2005 se présente toutefois sous un jour un peu moins favorable, avec une croissance attendue de l'ordre de 4%, alors qu'elle était de 5%

l'année dernière. Les pôles les plus dynamiques restent l'Asie et le continent américain. L'Europe – particulièrement l'Allemagne, notre principal débouché – demeure en retrait avec une croissance se situant entre 1,5 et 2%.

Dans cet environnement moins porteur, l'économie suisse pourra difficilement faire mieux qu'en 2004. La conjoncture a eu tendance à s'essouffler depuis l'automne dernier; elle devrait reprendre lentement de la vigueur dans les prochains mois. Dans l'ensemble, nous nous attendons à une progression du PIB de l'ordre de 1,5%. Sur le plan du chômage, l'épuisement progressif des ressources disponibles devrait abaisser peu à peu le nombre des demandeurs d'emploi dès le milieu de cette année.

La question est souvent débattue de savoir quelle peut être la contribution de la politique monétaire à la croissance de long terme. A l'évidence, la croissance d'une économie dépend d'abord de l'évolution de ses ressources et ensuite de leur productivité. La politique monétaire ne peut modifier cette situation; elle ne peut que veiller au maintien d'un cadre de stabilité propice à un développement efficace des activités productrices.

La Banque nationale a pu le faire en 2004. Nos prévisions indiquent même que la stabilité des prix devrait se maintenir en 2005 et en 2006 avec un taux moyen d'inflation de l'ordre de 1%.

Fin des ventes d'or

Le 31 mars dernier, nous sommes parvenus au terme de la vente des 1300 tonnes d'or non nécessaires à la politique monétaire, vente que nous avons entamée le 1^{er} mai 2000. Rétrospectivement, nous constatons que les craintes de ceux qui pensaient que nos ventes allaient déstabiliser le marché de l'or étaient infondées. En vendant à petites doses et selon un programme clairement annoncé, nous avons réussi à limiter les incertitudes du marché. De plus, notre stratégie de vente et de couverture des risques s'est révélée efficace sur le plan financier: les 1300 tonnes ont été écoulées à un prix moyen de 16 241 francs le kilo, prix dépassant de 700 francs le cours moyen du marché de l'or durant la même période. Une recette supplémentaire de plus de 900 millions de francs a ainsi pu être réalisée.

Au terme de ce programme de vente, la Banque nationale détient encore 1290 tonnes d'or, ce qui représente le tiers de la valeur de ses réserves monétaires.

Bien qu'il soit démonétisé, le métal jaune occupe toujours une place de choix parmi nos réserves. C'est un actif qui offre traditionnellement une bonne protection en cas de crise du système monétaire international. Il nous permet aussi de détenir une partie de nos réserves sur notre propre territoire, ce qui n'est pas possible pour les placements financiers. De plus, à la demande expresse du Parlement, l'article 99 de la Constitution fédérale oblige la Banque nationale à placer une partie de ses réserves monétaires en or. La Direction générale considère donc le stock de 1290 tonnes comme adéquat dans l'environnement international actuel. Elle n'a pas l'intention de procéder à de nouvelles ventes d'or.

Distribution des bénéfiques

Cette Assemblée générale des actionnaires aura une place particulière dans l'histoire de la Banque nationale puisque vous allez décider de la distribution du produit de nos ventes d'or. Ainsi va se clore un chapitre ouvert en 1997 par les travaux d'un groupe d'experts qui aboutirent à la conclusion que la dotation en réserves monétaires de la BNS dépassait le niveau nécessaire à l'exécution de son mandat et que, par conséquent, la vente de la moitié du stock d'or pouvait être envisagée lorsque la parité-or du franc serait supprimée.

Comme vous le savez, la Direction générale fit siennes les conclusions du groupe d'experts et indiqua au Conseil fédéral qu'à partir du gain de réévaluation, un montant correspondant à la valeur de la moitié du stock d'or pouvait être affecté à d'autres fins que la politique monétaire.

Le débat politique sur l'utilisation possible du produit des ventes d'or a été mouvementé. Aucune solution n'a emporté l'accord du Peuple ou des Chambres. Le 16 décembre dernier, la discussion parlementaire se clôturait sans qu'un accord puisse être trouvé. Ainsi, le montant de 21,1 milliards de francs correspondant au produit des ventes d'or a été intégré dans le processus normal de distribution de nos bénéfiques.

Certains craignent que la Banque nationale, à la suite de ce transfert, ne soit plus dotée de réserves monétaires suffisantes. Je tiens à les rassurer. Cette question a fait l'objet d'un examen approfondi et elle a été discutée au sein de notre Conseil de banque. Nos réserves monétaires s'élèvent à 60 milliards de francs, un montant approprié lorsqu'on compare la Suisse à d'autres pays industrialisés.

Cependant, nous ne sommes pas sur-dotés non plus. Aussi est-il important que le niveau des réserves monétaires évolue au fil du temps, parallèlement à la taille de notre économie. C'est pourquoi – en application de l'article 99 de la Constitution et de l'article 30 de la loi sur la Banque nationale – la BNS a adopté une politique de provisionnement qui vise la croissance graduelle de ses réserves monétaires. Cette année, un montant de 885 millions de francs a été réservé à cet effet. Des montants comparables devront être prévus à l'avenir.

Pour la Confédération et les cantons, la clôture de nos comptes 2004 conduit donc à une allocation exceptionnelle de bénéfice. Il est important de souligner que, paradoxalement, la distribution des 21,1 milliards provenant des ventes d'or ne les enrichit nullement. En effet, les collectivités publiques ont reçu jusqu'à présent les revenus de ce capital, un montant de 400 millions leur étant alloué à ce titre cette année encore. Ces revenus ne seront plus distribués à partir de l'an prochain. La Confédération et les cantons gagnent donc en capital, mais perdent en versement d'intérêts. S'ils affectent le produit des ventes d'or au remboursement de leurs dettes, la réduction de leurs charges de financement correspondra grosso modo à la baisse des profits que leur verse la BNS. A titre net, il n'y aura que peu – ou pas – de ressources supplémentaires pouvant être engagées pour de nouvelles dépenses. A tous les niveaux de décision, il faudra donc savoir raison garder.

Initiative Cosa

La distribution du produit des ventes d'or ne mettra pas un terme aux débats politiques sur la distribution des bénéfices de la Banque nationale. L'année prochaine, nous serons probablement appelés à voter sur l'initiative Cosa qui prévoit que le premier milliard de nos bénéfices courants soit attribué aux cantons et que le solde soit affecté à l'AVS.

La Banque nationale s'est toujours donné comme ligne de conduite de ne pas prendre part aux débats politiques du pays à moins que l'exécution de son mandat constitutionnel ne soit menacé. Il y a deux ans, je vous avais déjà indiqué que l'initiative Cosa constituait une menace pour notre indépendance d'action. En effet, lier nos bénéfices au financement d'un élément important de notre sécurité sociale, c'est mettre en place une mécanique visant à forcer la BNS à gérer ses réserves non pas dans l'intérêt de l'accomplissement de son mandat monétaire, mais dans le but de produire le plus de bénéfices possibles. Notre crédibilité internationale, et donc celle de notre politique, s'en trouverait affaiblie. Aucune banque centrale d'un pays industrialisé n'est placée dans une situation comparable. Toutes livrent leurs bénéfices à la caisse centrale de l'Etat. C'est également le cas de la Banque nationale.

Mais le reproche principal que nous faisons à l'initiative Cosa est de reposer sur une illusion: celle d'une Banque nationale capable de verser annuellement des bénéfices nettement supérieurs à un milliard de francs. Une fois cette illusion dissipée, on s'aperçoit que l'initiative n'a guère de sens puisqu'il ne resterait plus rien pour l'AVS.

Or, nous l'avons souvent répété, la distribution actuelle, à hauteur de 2,5 milliards de francs, ne pourra pas durer. Comme le président du Conseil de banque vient de le rappeler, notre bénéfice annuel distribuable est de l'ordre d'un milliard de francs en moyenne. Il peut connaître d'importantes fluctuations, comme le montre le résultat négatif de cette année.

Si nous pouvons actuellement distribuer plus, cela tient au fait que nous épuisons graduellement la provision pour distributions futures de bénéfice, une provision qui s'élevait à 13,4 milliards de francs en 2001 et qui est tombée à 6,9 milliards à la clôture de nos comptes 2004. Cette évolution n'est pas une surprise car il était attendu que la provision baisse progressivement; la rapidité du mouvement, entraînée par notre environnement de bas taux d'intérêt, n'était en revanche pas prévue. Une réduction de notre distribution pourrait déjà s'avérer nécessaire en 2007, soit lors du réexamen de la Convention que nous avons passée en 2002 avec le Département fédéral des finances concernant la distribution des bénéfices. Graduellement, notre distribution de bénéfice va glisser vers un niveau d'un milliard de francs.

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
chers invités,

L'année 2004 a été relativement favorable pour l'économie suisse. Des nuages se sont amoncelés ces derniers temps. La reprise a malheureusement faibli et ne permet pas une diminution rapide du chômage. Notre politique monétaire continue de soutenir la conjoncture, mais nous restons vigilants quant à l'évolution du niveau général des prix.

Avec des prix stables, des taux d'intérêt bas et un bon degré de compétitivité, notre économie est bien placée pour retrouver le chemin d'une plus forte croissance au fur et à mesure du redressement de la conjoncture en Europe.

Mais, comme par le passé, l'environnement international dans lequel nous opérons reste hautement incertain sur le plan conjoncturel comme sur le plan monétaire. La politique indépendante poursuivie par la Banque nationale a permis de créer un cadre monétaire favorable au développement de notre économie. Ce succès dépend non seulement de décisions appropriées en matière de taux d'intérêt, mais aussi de la crédibilité conférée par notre autonomie d'action et par une dotation suffisante en moyens d'intervention. L'intérêt général du pays demande de préserver ces acquis.

Je vous remercie de votre attention, ainsi que de l'intérêt que vous portez à la Banque nationale et à ses activités.

Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés

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

Les deux séries peuvent être obtenues également sur papier. Il est possible de s'y abonner gratuitement et de commander des exemplaires isolés à l'adresse suivante: Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zurich, fax +41 44 631 81 14, e-mail: library@snb.ch.

The Phillips curve under state-dependent pricing

Hasan Bakhshi, Hashmat Khan
et Barbara Rudolf

Working Paper No. 2005-1

(contenu identique à celui du document de travail n° 227 de la Banque d'Angleterre)

Durant les années nonante, l'inflation a ralenti durablement dans de nombreux pays industrialisés. Lorsqu'une économie subit de tels changements structurels, il faut s'attendre à ce que le comportement des entreprises en matière de fixation des prix et, partant, la dynamique de l'inflation se modifient. Deux questions importantes se posent alors en matière de politique monétaire: (1) Dans quelle mesure la dynamique à court terme de l'inflation réagit-elle aux changements du cadre macroéconomique? (2) Dans quelle mesure une courbe de Phillips basée sur l'hypothèse d'un comportement de fixation des prix inchangé reflète-t-elle la dynamique de l'inflation d'une économie lorsque cette hypothèse n'est plus vérifiée?

Une méthode courante visant à modéliser le comportement de fixation des prix des entreprises se fonde sur la supposition que celles-ci fixent leurs prix de manière optimale, étant donné que la dynamique d'ajustements des prix est déterminée de manière exogène (time-dependent pricing). Cette méthode est à la base de la courbe de Phillips néo-keynésienne (NKPC) selon laquelle l'inflation en cours est déterminée par l'inflation prévisible pour la prochaine période et par une mesure de l'activité économique courante. L'hypothèse que la fixation des prix dépend du temps a pour conséquence que les entreprises ne peuvent pas adapter leurs prix aux conditions macroéconomiques nouvelles. Une telle situation n'est guère plausible en cas de grand changement dans l'inflation tendancielle par exemple, ce qui peut réduire l'utilité de ces modèles pour l'analyse de la politique monétaire. C'est pourquoi des méthodes axées sur une détermination endogène des changements de prix ont été développées. Celles-ci permettent aux entreprises de réagir en fixant leurs prix selon la situation macroéconomique (state-dependent pricing). Toutefois, personne n'a tenté, jusqu'à présent, de tracer une courbe de Phillips dans un tel contexte.

Le présent article trace une courbe de Phillips sous la forme d'un modèle dans lequel le comportement relatif à la fixation des prix dépend de la situation. L'équation d'inflation qui en résulte est plus générale que la NKPC et inclut celle-ci comme cas particulier. Elle met l'inflation en relation avec l'inflation passée, avec l'inflation future prévisible, ainsi qu'avec les coûts marginaux réels courants et futurs. L'horizon temporel sur lequel les anticipations se forment est déterminé de manière endogène et dépend du niveau d'inflation d'équilibre ainsi que de l'estimation par les entreprises des frais futurs d'adaptation des prix. Une telle équation structurelle est dénommée courbe de Phillips dépendant de la situation (state-dependent Phillips curve ou SDPC).

Contrairement à la NKPC, la SDPC permet à l'inflation des périodes antérieures d'influer sur l'inflation en cours. Elle fournit ainsi une explication de la persistance de l'inflation lorsque les agents agissent de manière rationnelle. Il s'agit là d'une propriété intéressante, car la recherche empirique effectuée dans divers pays indique qu'une NKPC hybride, incluant l'inflation de la période précédente comme variable explicative supplémentaire, décrit mieux la dynamique de l'inflation que la NKPC initiale, purement prospective. En fait, divers auteurs ont recouru à des spécifications incluant des taux d'inflation décalés comme variables explicatives supplémentaires. Cependant, toutes ces études se fondent sur des hypothèses relatives à la fixation des prix qui dépendent du temps.

Dans une deuxième étape, les auteurs se demandent si une NKPC hybride (NKPC comprenant l'inflation de la période précédente comme variable explicative supplémentaire) peut décrire de manière adéquate la dynamique de l'inflation d'une économie calibrée de façon réaliste avec un comportement de fixation des prix dépendant de la situation. A cette fin, des séries de données sont générées à l'aide du modèle qui inclut cette hypothèse, et cela pour diverses calibrations des frais d'adaptation des prix ainsi que pour des niveaux d'équilibre de l'inflation bas et élevés. Ces données sont utilisées pour estimer une NKPC hybride. L'exactitude de la spécification NKPC est appréciée grâce aux coefficients estimés et aux corrélations entre l'inflation simulée et l'inflation prévue par la NKPC hybride.

Les résultats montrent que la NKPC hybride est une bonne forme réduite de la dynamique de l'inflation pour un large domaine de comportements possibles inhérents à la fixation des prix, avant tout dans un environnement comportant des taux d'inflation bas. La portée explicative de la NKPC correspond largement aux résultats découlant d'estimations à partir de données du monde réel qui figurent dans la littérature empirique. On peut interpréter ces résultats en montrant que la NKPC hybride livre une bonne approximation de la dynamique de l'inflation qui ressort de modèles plus réalistes de fixation des prix. Cependant, on ne peut pas en déduire d'interprétation structurelle des paramètres de la NKPC hybride.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

A l'issue de son examen trimestriel de la situation du 16 juin 2005, la Banque nationale suisse a décidé de laisser à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. 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%.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

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%)

Internet

<http://www.snb.ch>

