

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



# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Décembre 4/2005 23<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Sommaire</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
38	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
42	<b>Normes de fonds propres dans le secteur bancaire: tour d'horizon et perspectives d'avenir</b> Robert Bichsel et Jürg Blum
52	<b>Chronique monétaire</b>
54	<b>Table des matières, 23<sup>e</sup> année, 2005</b>



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

Les doutes qui planaient, au milieu de 2005, sur la capacité de résistance de la conjoncture mondiale se sont dissipés en automne. Sur le marché du pétrole, la situation s'est détendue après la flambée des prix observée en août et en septembre. En outre, la demande a augmenté dans les grandes zones économiques, et les entreprises ont repris confiance. D'importantes impulsions ont émané une nouvelle fois de la robustesse de la conjoncture aux Etats-Unis et du dynamisme de l'évolution économique en Asie. En Europe également, la conjoncture s'est améliorée.

En Suisse, la croissance économique s'est renforcée sensiblement au troisième trimestre de 2005. Les principales impulsions ont continué à découler des exportations; il semble toutefois que le marché intérieur gagne lui aussi peu à peu en vigueur. Le PIB réel s'est accru de 4,3% par rapport à la période précédente et de 2,3% en comparaison annuelle. L'amélioration de la conjoncture s'est reflétée également dans les enquêtes menées auprès des entreprises; depuis le milieu de l'année, les résultats de ces enquêtes étaient de nouveau orientés à la hausse. Le marché du travail lui aussi a montré des signes timides de reprise. Au troisième trimestre, le nombre des emplois a augmenté légèrement. En outre, le taux de chômage et celui des demandeurs d'emploi ont diminué quelque peu, entre août et novembre, pour s'inscrire à respectivement 3,7% et 5,4% en données corrigées des variations saisonnières.

Pour 2006, la BNS table sur une poursuite de la reprise, sur une large assise, et sur une croissance du PIB réel légèrement supérieure à 2%. Etant donné l'évolution favorable des revenus qui est attendue, la consommation privée restera un important soutien de la conjoncture, tandis que la vigueur, du côté des investissements, passera probablement de la construction aux biens d'équipement. La conjoncture mondiale étant robuste, on peut continuer à escompter une croissance vigoureuse des exportations. Dans le sillage de la reprise de la conjoncture, la demande de main-d'œuvre augmentera elle aussi, et le chômage se repliera légèrement.

Le 15 décembre 2005, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la BNS a relevé de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a portée à 0,50%-1,50%. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. En relevant la marge de

fluctuation du Libor, la BNS a adapté le cap de sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture et veillé ainsi à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables.

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

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 140 entreprises de divers secteurs et branches économiques dans les mois de septembre à novembre ont donné une image de la conjoncture plus favorable que celle qui ressortait du précédent cycle d'entretiens. La reprise semble avoir pris une vigueur accrue et s'étendre peu à peu au marché intérieur. Une nouvelle fois, les représentants de l'industrie d'exportation, du secteur financier et de la construction se sont montrés très confiants. Comme lors des entretiens précédents, les représentants du commerce de détail ont qualifié la situation de mitigée. Les interlocuteurs se sont en majorité montrés optimistes quant aux perspectives pour 2006. Cette confiance reposait souvent sur un portefeuille de commandes garantissant une bonne utilisation des capacités de production durant une grande partie de l'année 2006.

### **Normes de fonds propres dans le secteur bancaire: tour d'horizon et perspectives d'avenir (p. 42)**

Les normes de fonds propres se situent au cœur de la réglementation bancaire internationale. Elles jouent, par conséquent, un rôle important en contribuant à la stabilité du système financier. Après des années de négociations, un nouveau dispositif en la matière («Bâle II») est sur le point d'entrer en vigueur. Cet article propose, dans un contexte marqué par cette étape importante, un tour d'horizon de la réglementation en matière de fonds propres. Dans un premier temps, la question de la motivation économique d'une telle réglementation est soulevée. Il ressort, en particulier, que les banques ont tendance à détenir trop peu de capital par rapport à ce qui serait souhaitable dans une perspective d'intérêt général. Ensuite, cette contribution survole les différents instruments – et notamment le modèle intégral dont la popularité est croissante – utilisés pour réglementer les fonds propres. Un accent particulier est mis sur l'évaluation des avantages et des inconvénients de ces différentes approches. Enfin, trois principes sont présentés qui pourraient servir à guider l'évolution future des normes de fonds propres.

# Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-décembre 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 décembre 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
20	2.2 Utilisation des capacités de production
21	2.3 Marché du travail
22	2.4 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt
29	3.2 Cours de change
30	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
32	3.4 Agrégats monétaires
34	3.5 Crédits
35	4 La prévision d'inflation de la BNS
35	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation du 4 <sup>e</sup> trimestre de 2005 au 3 <sup>e</sup> trimestre de 2008
36	Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

## Avant-propos

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

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et monétaire et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en décembre 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 15 décembre 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

La conjoncture mondiale s'est raffermie au second semestre de 2005. Sur le marché du pétrole, la situation s'est détendue après la flambée des prix observée en août et en septembre. En outre, la demande a augmenté dans les grandes zones économiques. A la fin de l'année, les risques vers le haut et vers le bas s'équilibraient approximativement. Les conditions-cadres sur le plan monétaire étant toujours favorables, la conjoncture mondiale pourrait gagner en vigueur dans un contexte de baisse des prix des produits pétroliers. Mais des risques considérables subsistent. Ainsi, les cours de change pourraient subir des corrections abruptes du fait des déséquilibres croissants des balances des transactions courantes, un revirement dans les prix des actifs pourrait se produire à la suite d'une hausse des taux d'intérêt à long terme, et une nouvelle flambée du prix du pétrole est toujours possible.

En Suisse, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur malgré le prix toujours élevé du pétrole. Les principales impulsions ont découlé d'une nouvelle fois des exportations; il semble toutefois que le marché intérieur, à son tour, se ravive progressivement. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel (PIB) dépassait de 4,3% son niveau de la période précédente et de 2,3% celui du trimestre correspondant de 2004. Les indicateurs conjoncturels disponibles pour le quatrième trimestre laissent présager une reprise économique qui se maintient et repose sur une large assise. En moyenne annuelle, le PIB réel devrait augmenter de plus de 1,5%.

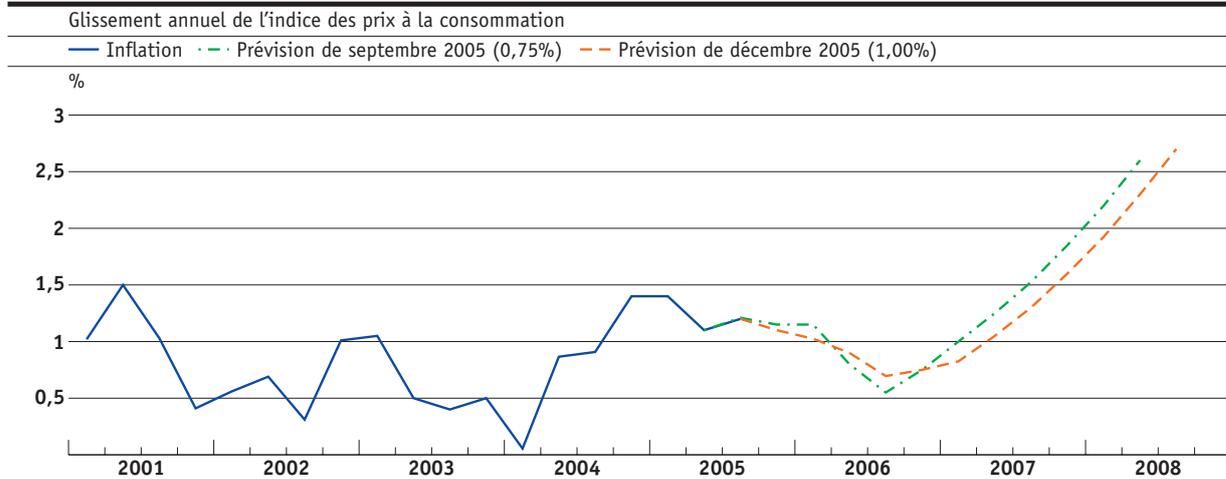
Pour 2006, la BNS table sur une poursuite de la reprise, sur un large front, et sur une croissance du PIB réel légèrement supérieure à 2%. La consommation privée et les exportations resteront d'importants soutiens de la conjoncture, tandis que

la vigueur, du côté des investissements, passera probablement de la construction aux biens d'équipement. Dans le sillage de la reprise de la conjoncture, la demande de main-d'œuvre augmentera elle aussi, et le chômage se repliera légèrement.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre, la BNS a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter ainsi cette marge à 0,50%–1,50%. Elle a en outre annoncé son intention de maintenir le Libor, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. Deux raisons ont joué un rôle déterminant dans cette décision. Premièrement, l'évolution réjouissante de l'économie a balayé les réserves que la BNS avait encore, en septembre, du fait des possibles répercussions du prix élevé du pétrole sur la conjoncture et l'inflation. Deuxièmement, la marge de manœuvre en matière de politique monétaire s'est entre-temps réduite. En relevant la marge de fluctuation du Libor à trois mois, la BNS veut assurer que la stabilité des prix reste garantie, à l'avenir également.

Selon la prévision d'inflation de décembre 2005, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 1% ces trois prochaines années, le renchérissement annuel moyen diminue pour s'établir à 0,8% en 2006. A partir du début de 2007, il faut toutefois s'attendre à de nettes pressions à la hausse sur les prix pour deux raisons, à savoir l'amélioration des perspectives conjoncturelles et l'approvisionnement en liquidités, toujours élevé. Les liquidités excédentaires seront peu à peu réduites grâce au léger resserrement de la politique monétaire. Mais la stabilité des prix ne sera plus assurée dès le milieu de l'année 2008. C'est pourquoi le taux à trois mois ne pourra être maintenu à 1% si la reprise de la conjoncture gagne en vigueur.

Prévisions d'inflation de septembre 2005, avec Libor à 0,75%, et de décembre 2005, avec Libor à 1,00%



Prévision d'inflation de décembre 2005 avec Libor à 1,00%

	2005	2006	2007
Inflation annuelle moyenne en %	1,2	0,8	1,2

# 1 Environnement international

Les doutes qui planaient, au milieu de 2005, sur la capacité de résistance de la conjoncture mondiale se sont dissipés en automne. Sur le marché du pétrole, la situation s'est détendue sensiblement après la flambée des prix observée en août et en septembre. En outre, la demande a augmenté dans les grandes zones économiques, et les entreprises ont repris confiance. La hausse des coûts de l'énergie a toutefois attisé l'inflation dans la plupart des pays.

D'importantes impulsions ont découlé une nouvelle fois de la robustesse de la conjoncture américaine et du dynamisme de l'évolution économique en Asie. En Europe également, la conjoncture a gagné en vigueur. A la fin de l'année, les risques vers le haut et vers le bas s'équilibraient approximativement. Les conditions-cadres sur le plan monétaire étant toujours favorables, la conjoncture mondiale pourrait gagner en vigueur dans un contexte de baisse des prix des produits pétroliers. Toutefois, comme l'OCDE l'a précisé dans son rapport semestriel de décembre, des risques considérables subsistent. Ainsi, les cours de change pourraient subir des corrections abruptes du fait des déséquilibres croissants des balances des transactions courantes, un revirement dans les prix des actifs pourrait se produire à la suite d'une hausse des taux d'intérêt à long terme, et une nouvelle flambée du prix du pétrole est toujours possible.

En vue de sa prévision d'inflation de décembre 2005, la BNS a laissé ses hypothèses

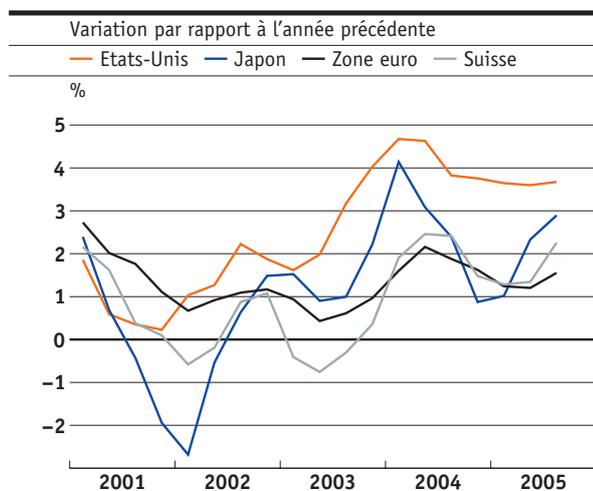
concernant l'évolution du PIB aux Etats-Unis et en Europe presque inchangées. Pour 2006, elle s'attend à une augmentation moyenne du PIB de 3,6% aux Etats-Unis et de 2% en Europe (UE à 15). Ses hypothèses sont ainsi légèrement supérieures aux prévisions consensuelles (voir tableau 1.1 et chapitre 4.1).

## Croissance robuste aux Etats-Unis

Les dégâts considérables que les cyclones Katrina et Rita ont causés dans le sud des Etats-Unis, en août et en septembre, n'ont pas affecté, dans un premier temps, la croissance de l'économie américaine. Du deuxième au troisième trimestre, le PIB réel s'est accru de 4,3%; son rythme de croissance a ainsi été beaucoup plus rapide qu'il ne l'avait été du premier au deuxième trimestre. Une nouvelle fois, la demande intérieure – en particulier la consommation privée – a joué un rôle moteur.

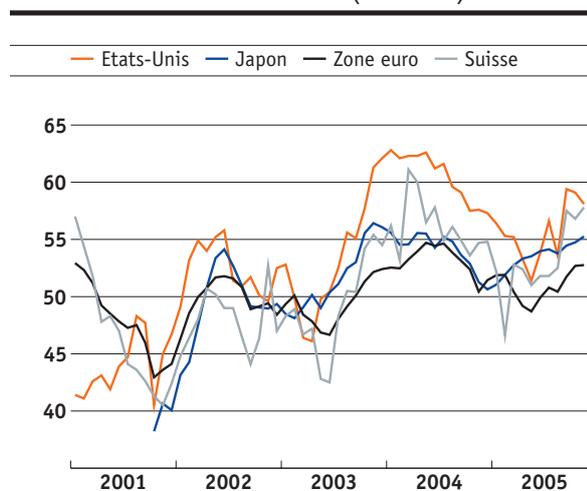
Etant donné les dégâts causés par les cyclones, l'expansion économique devrait se ralentir temporairement au quatrième trimestre, puis repartir rapidement du fait des travaux de reconstruction à entreprendre. Selon les indicateurs avancés, la croissance de l'économie américaine devrait reposer sur une large assise au-delà du quatrième trimestre. La poursuite de la progression de l'emploi stimule en particulier la consommation privée. Etant donné le taux d'épargne très bas des ménages, la consommation privée reste cependant fragile face à des évolutions telles qu'un recul des prix de l'immobilier et une hausse du renchérissement.

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

### Accélération de la conjoncture en Europe

Après une croissance économique modérée au premier semestre, la conjoncture s'est améliorée peu à peu dans la zone euro. Le PIB réel s'est accru de 2,6% du deuxième au troisième trimestre; pour la première fois depuis plus d'un an, il a ainsi progressé à un rythme dépassant son potentiel à long terme. Les principales impulsions sont venues du commerce extérieur et des investissements. L'affaiblissement de l'euro et la vigoureuse demande internationale ont donc plus que compensé les effets modérateurs qu'a engendrés la hausse des coûts de l'énergie. La conjoncture, fait particulièrement réjouissant, s'est accélérée notamment dans les grands pays de l'Europe continentale. La reprise a reposé sur une large assise en France, mais la consommation privée est restée fragile en Allemagne. Dès le deuxième trimestre, l'économie italienne a renoué elle aussi avec la croissance.

Etant donné la hausse des indicateurs avancés de la conjoncture, la croissance économique devrait rester vigoureuse dans la zone euro. Les enquêtes montrent que les entreprises sont de nouveau davantage disposées à engager du personnel.

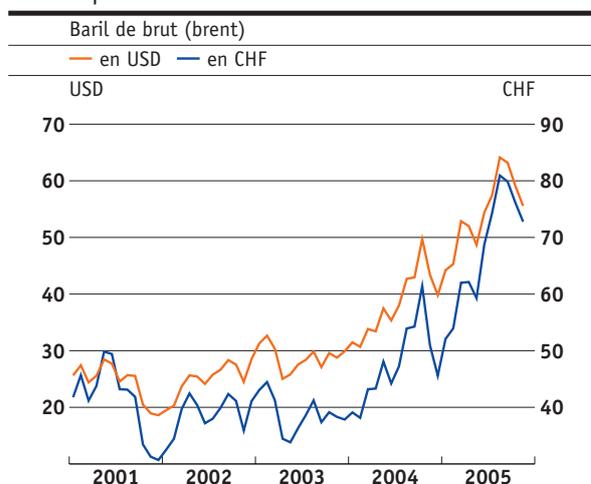
### Croissance vigoureuse en Asie

Au Japon, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au second semestre. Au troisième trimestre, le PIB réel a augmenté de 1% par rapport à la période précédente. La croissance a ainsi été

plus faible qu'au premier semestre, phase durant laquelle la consommation privée avait bénéficié d'un effet de rattrapage. Toutefois, la demande intérieure est restée robuste, et les exportations se sont accrues dans le sillage de la demande vigoureuse en Asie. Un environnement extérieur favorable, les bénéfices élevés d'entreprises et l'optimisme ressortant des enquêtes indiquent que les investissements devraient continuer à progresser. La situation sur le marché du travail s'améliore peu à peu, ce qui se traduit également par une hausse des salaires réels.

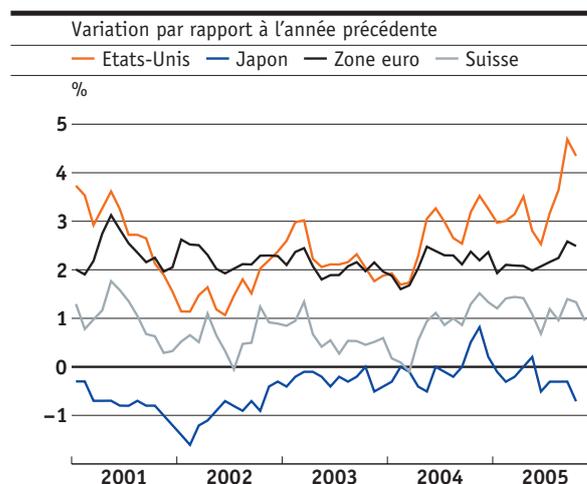
Au troisième trimestre, le PIB réel chinois a encore marqué une forte expansion et dépassait de 9,4% son niveau de la période correspondante de 2004. Les principales impulsions ont découlé des investissements et des exportations. Mais la demande de crédits et les bénéfices des entreprises ont faibli, ce qui indique un prochain ralentissement des investissements. Dans les pays industrialisés d'Asie du Sud-Est (Hong Kong, Corée, Singapour et Taiwan), une hausse sensible du PIB a découlé de la croissance de la demande chinoise de biens du domaine des technologies de l'information. Ces pays semblent avoir surmonté la phase de stagnation qu'ils avaient subie, au second semestre de 2004, du fait d'une récession dans le secteur des technologies de l'information. Les résultats des enquêtes portant sur la conjoncture indiquent que la reprise devrait se poursuivre ces prochains trimestres.

Graphique 1.3  
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4  
Prix à la consommation



Sources: Thomson Datastream et OFS

### Renchérissement élevé du fait de la hausse des prix des produits énergétiques

Dans les pays du G7, les taux d'inflation, mesurés aux prix à la consommation, ont augmenté, en septembre, pour s'établir à 3,3%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis plus de douze ans. Aux Etats-Unis, le renchérissement atteignait 4,3% en octobre, contre 3,2% en juillet; la hausse des prix des produits énergétiques a joué un rôle important dans cette évolution. Dans le même laps de temps, le renchérissement a passé de 2,2% à 2,5% dans la zone euro. En revanche, l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits alimentaires et l'énergie, est restée inchangée en moyenne des pays du G7. La hausse des prix des produits énergétiques n'a donc pas déclenché, jusqu'ici, d'effet de second tour.

### Attentes d'une baisse du prix du pétrole

Le prix du pétrole, qui avait fortement augmenté pour atteindre 68 dollars le baril de Brent à fin août, a diminué par la suite. Au début de décembre, il s'établissait à moins de 56 dollars le baril. Il dépassait ainsi de 8 dollars le niveau observé un an auparavant. Les marchés à terme des produits pétroliers incitent à penser que le prix du pétrole restera élevé ces deux prochaines années. A la bourse de New York (NYMEX), le prix des contrats à terme avec échéance en décembre 2007 était de 61,8 dollars le baril (brut «light») le 6 décembre 2005. A moyen terme, les marchés tablent toutefois sur de nouvelles baisses du prix du pétrole; les contrats qui arriveront à échéance en 2011 se négocient à 56,8 dollars. Dans l'hypothèse d'un ren-

chérissement annuel moyen de 3% dans les pays industrialisés au cours des six prochaines années, ce prix correspond aujourd'hui à environ 48 dollars.

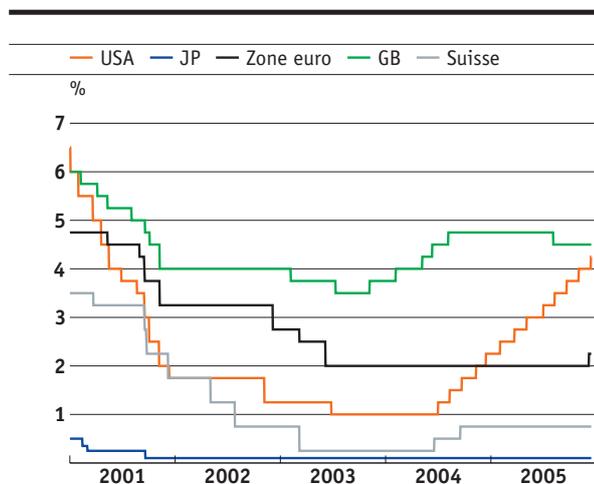
### Resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis et dans la zone euro

Etant donné les perspectives conjoncturelles favorables et l'accélération du renchérissement, la banque centrale des Etats-Unis a poursuivi, au second semestre de 2005, sa stratégie consistant à relever graduellement ses taux d'intérêt. En décembre, elle a procédé à la treizième hausse consécutive du niveau visé du taux de l'argent au jour le jour. Ce taux a ainsi passé de 4% à 4,25%. Début décembre, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé le taux des opérations principales de financement. Elle l'a porté de 2% à 2,25%. Il s'agit de sa première augmentation du taux directeur depuis environ cinq ans.

### Prévisions consensuelles presque inchangées

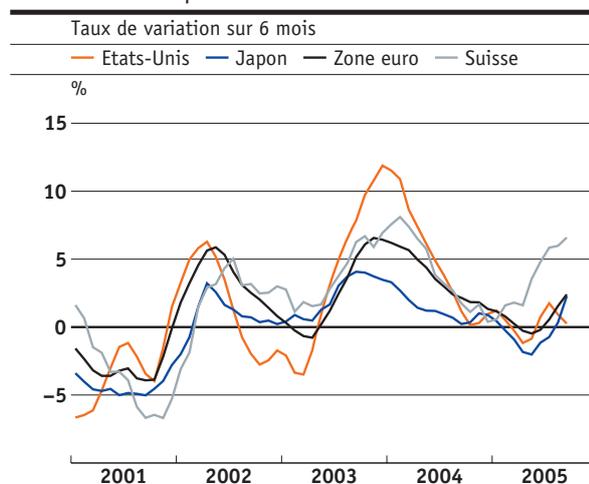
Pour ce qui a trait à la croissance du PIB réel en 2005, les prévisions consensuelles sont restées inchangées, entre août et novembre, à 3,6% pour les Etats-Unis et à 1,3% pour la zone euro. La prévision consensuelle pour le Japon a en revanche été portée à 2,2%. Pour 2006, les instituts de prévisions conjoncturelles tablent toujours sur une croissance du PIB de 3,3% aux Etats-Unis et de 1,7% dans la zone euro, mais ont légèrement révisé à la hausse, par rapport à août, la prévision pour le Japon (1,9%). Les prévisions consensuelles portant sur l'inflation ont été revues quelque peu à la hausse pour les trois régions (voir tableau 1.1).

Graphique 1.5  
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OECD

	Croissance économique <sup>1</sup>				Renchérissement <sup>2</sup>			
	Août		Novembre		Août		Novembre	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Etats-Unis	3,6	3,3	3,6	3,3	3,0	2,5	3,4	3,0
Japon	1,6	1,5	2,2	1,9	-0,2	0,2	-0,2	0,3
Zone euro	1,3	1,7	1,3	1,7	2,0	1,7	2,2	1,9
Allemagne	0,9	1,3	0,8	1,2	1,7	1,5	2,0	1,8
France	1,6	2,0	1,6	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8
Italie	-0,2	1,2	0,1	1,2	2,0	1,9	2,0	2,0
Royaume-Uni	2,0	2,2	1,8	2,2	1,9	1,9	2,1	2,0
Suisse	1,1	1,6	1,2	1,7	1,2	1,0	1,2	1,0

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.

Source: prévisions consensuelles d'août et de novembre 2005. Ces prévisions reposent sur une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; l'enquête porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix et d'autres variables économiques. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

## 2 Evolution économique en Suisse

### 2.1 Demande globale et production

#### Vigueur accrue de la reprise économique

En Suisse aussi, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur au deuxième semestre de 2005. Les principales impulsions ont découlé d'une nouvelle fois des exportations; il semble cependant que le marché intérieur, à son tour, se ravive peu à peu.

Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a augmenté, au troisième trimestre, de 4,3% par rapport au trimestre précédent et de 2,3% en comparaison annuelle. La croissance du PIB s'est avérée nettement plus élevée que la BNS ne l'avait prévu. Les données montrent que la forte progression est à mettre, pour l'essentiel, au compte de la production. En effet, la demande intérieure (sans les stocks) a marqué un léger tassement, conformément aux attentes, après sa vive expansion au deuxième trimestre. Quant aux exportations, elles n'ont augmenté que modestement. En comparaison annuelle toutefois, tant la demande intérieure que les exportations se sont accrues de façon remarquable, soit de respectivement 1,7% et 5,7%.

L'écart sensible entre la croissance du PIB et celle de la demande finale s'est reflété dans la part élevée que les stocks ont prise à la croissance. Ceux-ci ne sont à vrai dire pas calculés séparément, mais sous forme de différence entre la production et la demande. Par conséquent, les erreurs dans

les estimations se répercutent sur les chiffres afférents aux stocks. Il convient donc d'interpréter avec prudence l'évolution de cette composante.

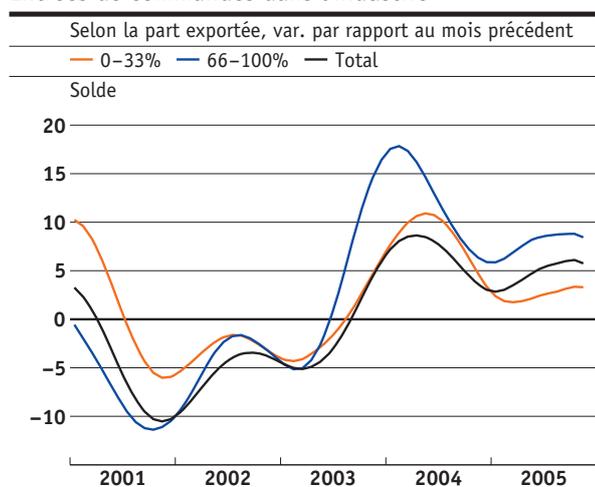
#### Révision à la hausse de la croissance pour le premier semestre

En même temps que son estimation du PIB pour le troisième trimestre de 2005, le seco a publié des résultats révisés pour les premier et deuxième trimestres. Les taux de progression pour ces deux trimestres – respectivement 1,8% et 2,6% – étant supérieurs au potentiel de croissance, il n'est plus question d'une faiblesse de la croissance. De nouveau, on constate un écart important entre l'évolution du PIB et celle de la demande.

#### Reprise reposant sur une large assise dans le secteur de l'industrie

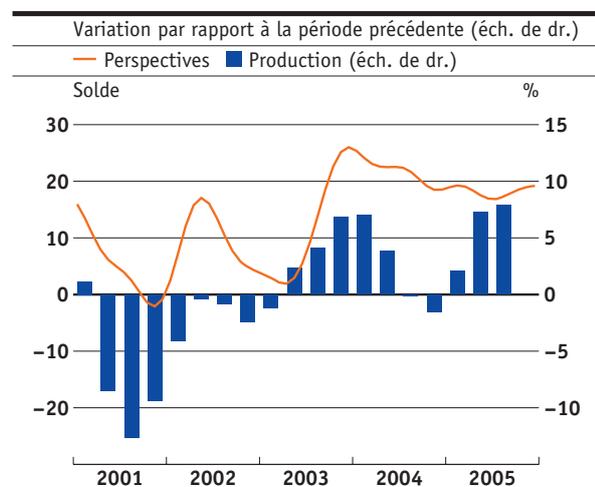
Dans l'industrie, la situation a connu une nouvelle embellie aux cours des mois de juillet à octobre. Les résultats de diverses enquêtes montrent que les entrées de commandes ont été plus nombreuses et que les carnets de commandes ont retrouvé un niveau satisfaisant. La reprise a été sensible non seulement dans les entreprises exportatrices, mais également dans celles qui sont axées sur le marché intérieur. Les chiffres publiés en décembre par l'Office fédéral de la statistique (OFS) sur l'évolution de la production industrielle confirment que la reprise repose sur une large assise. Selon ces données, la production dans l'industrie manufacturière s'est accrue, au troisième trimestre, de près de 8% par rapport au trimestre précédent et de 3,5% en comparaison annuelle.

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		
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	2,0	-0,0	0,8	1,4	2,0	2,2	0,4	0,3	0,5	2,5	2,5	2,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	4,2	1,7	2,2	1,4	1,9	1,5	-1,8	-0,1	1,2	6,0	1,7	-1,3
Formation de capital fixe	-3,1	0,3	-1,3	3,3	8,5	-0,2	6,9	2,2	-6,1	-1,1	23,8	-10,8
Construction	-3,4	2,2	1,8	4,1	5,5	8,2	1,2	1,0	-6,2	-3,8	46,5	-18,1
Biens d'équipement	-2,9	-1,2	-3,8	2,7	11,1	-6,8	12,0	3,2	-5,9	1,4	6,7	-3,8
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-1,0</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>
Exportations totales	0,2	-0,7	-0,5	8,9	13,5	16,2	-0,4	3,4	7,5	-10,2	27,9	0,4
Marchandises	1,4	1,1	-0,1	7,8	11,7	17,4	-4,0	5,9	4,2	-7,4	36,7	-2,8
Sans les MPPAA <sup>1</sup>	3,7	0,4	0,7	7,6	13,8	13,5	-3,4	9,2	0,3	-5,0	37,9	-1,5
Services	-2,8	-5,7	-1,6	12,0	18,5	12,6	9,4	-2,7	16,2	-17,1	6,9	9,9
<b>Demande globale</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,5</b>	<b>7,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>7,1</b>	<b>3,0</b>
Importations totales	3,2	-2,6	1,3	7,4	16,9	4,2	6,8	7,5	-3,4	0,3	19,2	0,0
Marchandises	1,8	-3,0	2,1	6,4	18,2	-0,6	7,2	10,2	-5,0	-0,6	22,7	0,8
Sans les MPPAA <sup>1</sup>	1,6	-2,2	2,7	6,6	14,0	6,2	0,7	13,0	-4,9	1,1	15,3	4,7
Services	11,2	-0,7	-2,7	12,0	10,7	29,4	5,3	-4,4	4,3	4,6	4,7	-3,8
<b>PIB</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>

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

### Confiance retrouvée

L'évolution des attentes a été particulièrement intéressante. Sous l'effet de la flambée du prix du pétrole et de la morosité de la conjoncture dans la zone euro, les entrepreneurs se sont montrés plutôt pessimistes jusqu'en août; une amélioration rapide de l'activité dans l'industrie leur paraissait peu probable. Dans le courant de l'automne, ils ont cependant nettement gagné en confiance. Selon les enquêtes menées en octobre et en novembre, ils tablent, pour les prochains mois, sur une nouvelle progression des commandes et de la production.

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre avec quelque 140 représentants de divers secteurs et branches économiques ont donné l'image d'une reprise reposant sur une assise toujours plus large. En outre, une augmentation de la propension à investir semble se dessiner. La plupart des interlocuteurs ont vu leurs attentes pour 2005 satisfaites et se montrent confiants pour 2006.

### Stagnation des exportations à un niveau élevé

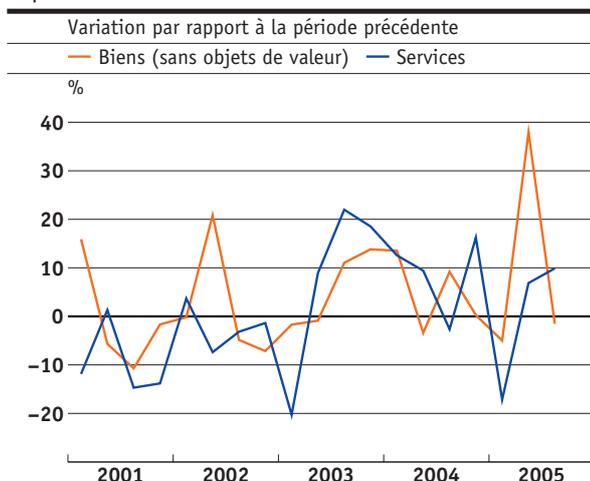
Au troisième trimestre, les exportations dépassaient de 5,7% leur niveau de la période correspondante de 2004. D'un trimestre à l'autre, elles

n'ont toutefois progressé que légèrement. Cette évolution a découlé exclusivement des exportations de services, dont la croissance d'un trimestre à l'autre s'est accélérée. Grâce à l'augmentation des chiffres d'affaires boursiers au niveau mondial et du nombre de touristes en provenance de l'étranger, les commissions encaissées par les banques et les recettes tirées du tourisme se sont accrues sensiblement.

Les exportations de biens ont par contre marqué un léger repli, après une vive expansion au deuxième trimestre. La plupart des branches – machines, électronique, métallurgie, chimie et industrie pharmaceutique notamment – ont pu maintenir leurs exportations aux niveaux élevés du trimestre précédent. Quelques rares secteurs – l'industrie horlogère par exemple – ont vu leurs résultats s'amointrer quelque peu. En octobre, les livraisons de biens à l'étranger sont restées à un niveau élevé.

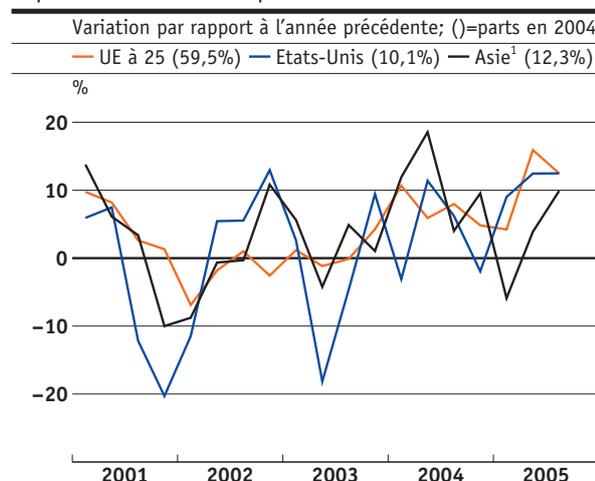
En valeur, les exportations vers les trois grandes régions que sont l'Europe, les Etats-Unis et l'Asie ont évolué favorablement, dépassant de 10% leur niveau de l'année précédente pour chacune de ces zones. Les livraisons aux nouveaux pays membres de l'UE ont une nouvelle fois progressé davantage que la moyenne. Vers la fin du trimestre, seule la demande des pays de l'OPEP et de certains petits pays d'Europe occidentale a faibli.

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)

### Maintien de la croissance des importations

Après leur forte expansion du deuxième trimestre, les importations ont perdu de leur vigueur au troisième trimestre; en comparaison annuelle, elles ont augmenté encore de 3,7%. Les importations de services se sont repliées d'un trimestre à l'autre; selon les données révisées, il s'agit de leur première baisse depuis un an. Les dépenses de touristes suisses à l'étranger, les commissions versées par les banques à l'étranger et les dépenses dans le domaine des transports ont reculé.

Les importations de biens ont continué à croître d'un trimestre à l'autre, mais à un rythme qui a faibli nettement. La croissance des importations de biens d'équipement et de matières premières et produits semi-finis s'est sensiblement ralentie. En revanche, les achats à l'étranger de biens durables, notamment de véhicules de tourisme et d'appareils ménagers, se sont accélérés.

### Consommation privée toujours robuste

La tendance robuste que la consommation privée marque depuis le début de l'année s'est poursuivie. La consommation privée a augmenté de 2,7% par rapport au deuxième trimestre et de 2,1% en comparaison annuelle. Comme aux trimestres précédents, les chiffres d'affaires du commerce de détail en termes réels ont nettement progressé; ils étaient supérieurs de 2,6% à leur niveau du troisième trimestre de 2004. La demande de biens durables a progressé sur un large front.

Dans le secteur du tourisme, la saison estivale a été satisfaisante. Selon le sondage effectué par l'OFS, le nombre de nuitées d'hôtes suisses était, au

troisième trimestre, sensiblement plus élevé qu'à la période correspondante de 2004. L'enquête que le KOF a menée dans la restauration et l'hébergement pour le troisième trimestre et les entretiens des délégués aux relations avec l'économie régionale confirment cette tendance favorable. La saison d'hiver est attendue avec optimisme.

### Climat de consommation inchangé

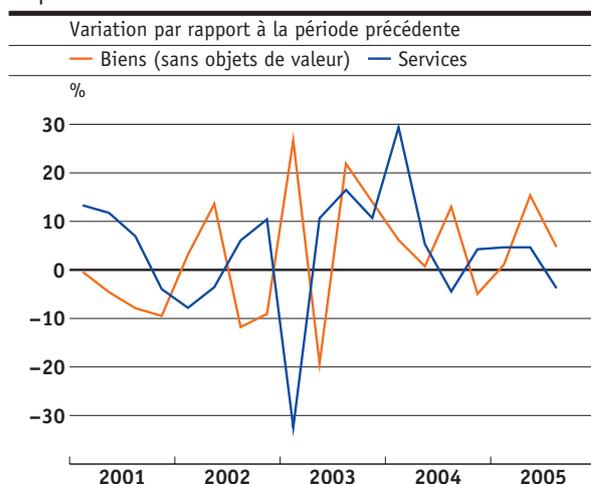
Contrairement à ce que l'on pouvait attendre au vu de la propension croissante à consommer, l'indice du climat de consommation est resté légèrement au-dessous de sa moyenne à long terme. En octobre, les ménages interrogés ont porté des jugements toujours circonspects sur l'évolution de la conjoncture comme sur leur propre situation financière. Ils ont continué à montrer une certaine inquiétude quant à leur emploi et considéré que le moment n'était pas propice à de grosses acquisitions.

La BNS table, pour 2006, sur une augmentation de 1,5% des revenus réels des salariés; cette progression est légèrement supérieure à celle de 2005 (0,9%), ce qui devrait soutenir la consommation privée.

### Stabilisation des investissements en constructions

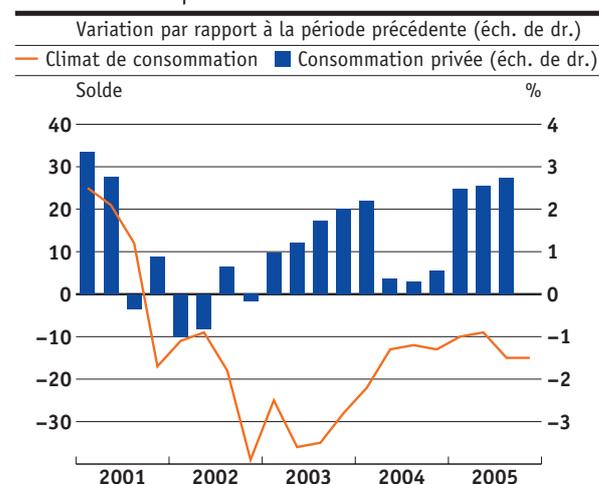
Après un deuxième trimestre caractérisé par une vive croissance due à un effet de rattrapage à la suite de l'hiver rigoureux, les investissements en constructions ont perdu, comme prévu, de leur vigueur au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, ils ont néanmoins augmenté de 2%.

Graphique 2.5  
Importations



Source: seco

Graphique 2.6  
Consommation privée



Source: seco

La construction de logements devrait se stabiliser à un haut niveau en 2006. L'activité dans ce secteur ayant été forte ces trois dernières années, il semble que la demande excédentaire soit en grande partie résorbée. Le nombre de logements vacants, qui augmente de nouveau, et les prix en progression plus lente du côté de l'offre corroborent cette appréciation. En outre, le nombre de permis de construire a stagné en moyenne des trois premiers trimestres. Du côté de l'immobilier commercial, on ne relève aucun signe de reprise, ce secteur se caractérisant toujours par une offre excédentaire de locaux. Quant à la branche du génie civil, elle ne devrait pas non plus engendrer prochainement des impulsions. Dans l'ensemble, les investissements en constructions devraient donc ne progresser que faiblement en 2006.

### Stagnation des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont légèrement diminué du deuxième au troisième trimestre. Ils étaient à peine à leur niveau du troisième trimestre de 2004. Selon des données du seco, la demande dans le domaine des technologies de l'information et de la communication s'est fortement accrue, tandis que les dépenses pour des machines et des véhicules ont fléchi.

Le volume des investissements, approximativement inchangé depuis plus de six trimestres, a tout juste suffi à répondre aux besoins de remplacement,

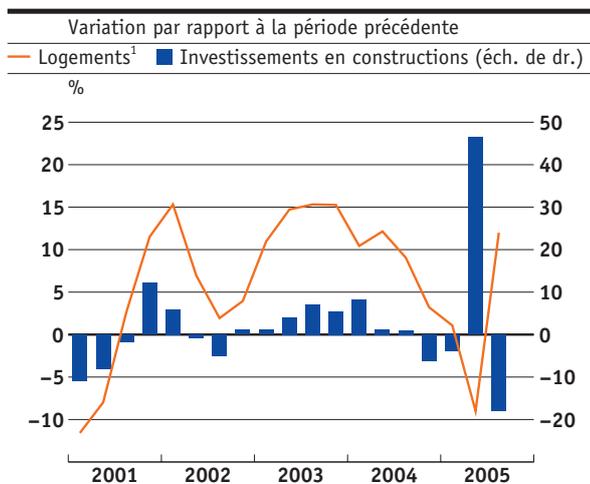
ce qui fait que les capacités techniques n'ont guère augmenté. Etant donné que la production industrielle croît fortement et que les perspectives conjoncturelles sont favorables, les investissements des entreprises devraient retrouver de la vigueur ces prochains trimestres. Le taux d'utilisation des capacités de production et les bénéfices des entreprises, tous deux en progression, vont également dans ce sens.

### Prévisions de croissance pour 2005 et 2006

Pour 2005, la BNS table sur une augmentation moyenne du PIB réel d'au moins 1,5%; elle a ainsi revu à la hausse la prévision (un peu plus de 1%) qu'elle avait faite en septembre lors de son examen trimestriel de la situation. Cette adaptation tient compte notamment des nouvelles estimations du seco concernant l'évolution du PIB dans la première moitié de l'année.

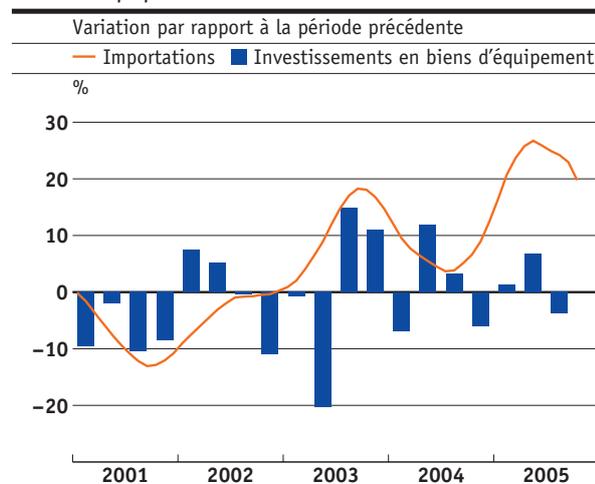
Pour 2006, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise, sur une large assise, et à une progression du PIB réel légèrement supérieure à 2%. Etant donné l'évolution favorable des revenus, la consommation privée continuera à soutenir la conjoncture, tandis que les investissements en biens d'équipement devraient prendre le relais des investissements en constructions. En raison de la conjoncture robuste au niveau mondial, on peut continuer à tableur sur une forte expansion des exportations. Les entreprises investissant de plus en plus, les importations devraient elles aussi augmenter. Dans le sillage de la reprise économique, la demande de main-d'œuvre augmentera et le chômage diminuera sans doute légèrement.

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

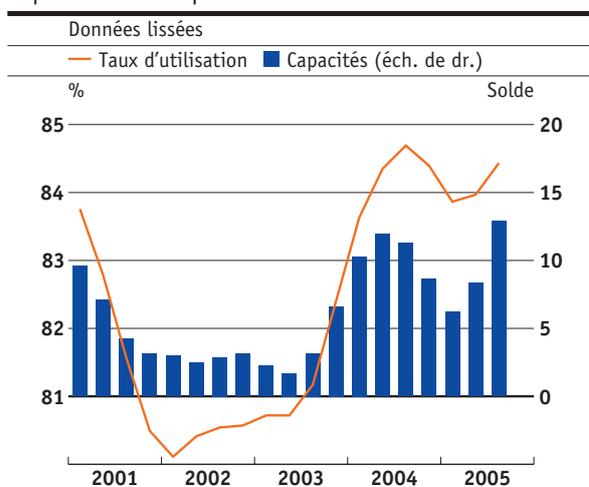
### Meilleure utilisation des capacités de production dans l'industrie

L'enquête menée en octobre 2005 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ fait apparaître une amélioration du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie. Ce taux, qui était de 84% au deuxième trimestre, atteignait 84,4% au troisième trimestre, soit un niveau supérieur à sa moyenne à long terme. Durant la même période, les capacités techniques ont été sensiblement accrues; le résultat tiré de l'enquête est le plus élevé observé depuis quinze ans. Au cours des derniers trimestres, les investissements ont dans l'ensemble stagné, mais marqué une évolution positive dans l'industrie.

### Comblement plus rapide de l'écart de production pour l'ensemble de l'économie

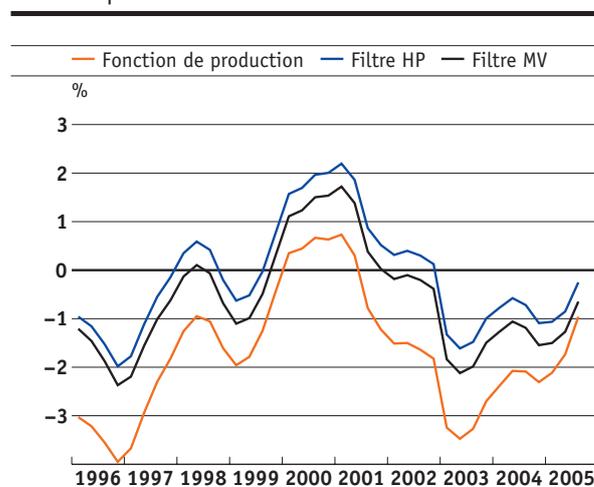
L'accélération de la croissance du PIB au premier semestre de 2005 n'est pas restée sans effet sur l'écart de production pour l'ensemble de l'économie (différence, en pourcentage, entre le PIB réel et la production potentielle estimée). Le graphique 2.10 montre trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes de calcul de la production potentielle (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott (HP) et filtre multivarié (MV)). Toutes trois aboutissent, comme précédemment, à un résultat négatif, ce qui signifie que des facteurs de production restent inutilisés. Les estimations actualisées indiquent cependant que l'écart de production s'est réduit de façon nettement plus rapide que ce à quoi on s'attendait. La forte croissance du PIB au troisième trimestre a contribué à renforcer cette évolution. En outre, il est intéressant de noter que les trois courbes se rapprochent les unes des autres.

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

### Légère progression de l'emploi

L'amélioration de la conjoncture s'est reflétée sur le marché du travail. Au troisième trimestre et pour la deuxième fois consécutive, le nombre des emplois a progressé de 0,4% par rapport au trimestre précédent; il s'est ainsi inscrit légèrement au-dessus de son niveau de la période correspondante de 2004. Pour la première fois depuis 2001, le nombre des postes à plein temps a lui aussi augmenté. Quant au nombre total d'heures travaillées, il a marqué une hausse de 0,5%, dépassant quelque peu le niveau qu'il avait atteint un an auparavant.

La répartition par secteurs montre toutefois la persistance d'écart considérables. Dans l'industrie et dans la construction, l'emploi a progressé nettement d'un trimestre à l'autre (0,7% et 3,3%); les taux de croissance ont été supérieurs à la moyenne dans l'industrie chimique, la métallurgie, la technologie médicale et l'horlogerie. Par contre, l'emploi a stagné dans les services. D'importantes branches, telles que le commerce de détail et les banques – qui, à elles deux, représentent près de 12% des actifs occupés –, ont continué à supprimer des postes de travail.

### Léger repli du chômage

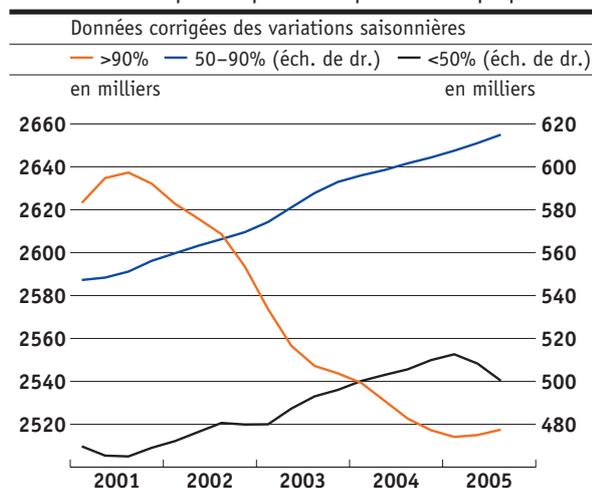
D'août à novembre, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement a augmenté, passant à 146 800 (3,7% de la population active). Le nombre de demandeurs d'emploi s'est lui aussi accru pour atteindre 216 900 (5,5%). Les données corrigées des variations saisonnières, qui sont plus pertinentes, montrent en revanche que, dans la même période, le taux de chômage et le taux de demandeurs d'emploi ont tous deux diminué de 0,1 point pour s'établir à respectivement 3,7% et 5,4%.

### Meilleures perspectives pour l'emploi

Au troisième trimestre, l'indice des places vacantes affichait une tendance à la hausse dans l'industrie et le secteur des services, ce qui laisse entrevoir un accroissement de l'emploi. La BNS table sur une augmentation de l'ordre de 0,5%–1% du nombre d'emplois, après une croissance estimée à 0,4% pour 2005. Le taux de chômage devrait se réduire à 3,2% d'ici au quatrième trimestre de 2006.

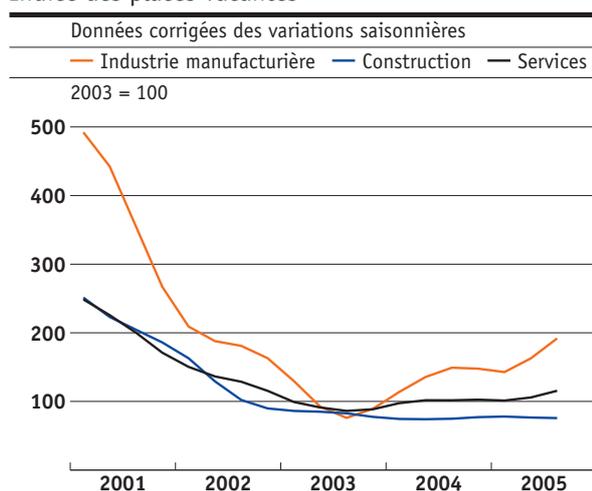
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



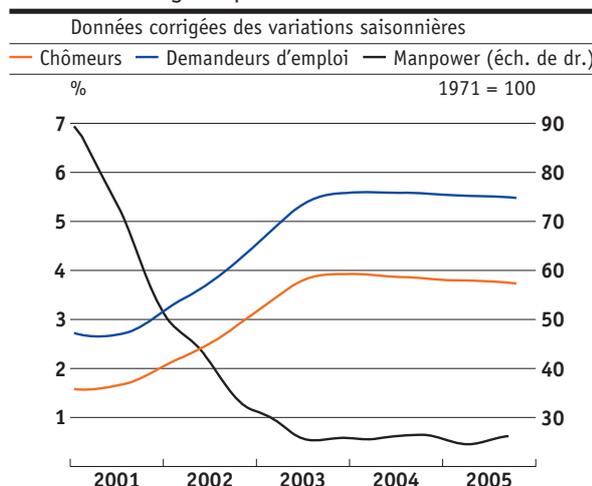
Graphique 2.12

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

### Pressions à la hausse modérées sur les prix à la production et à l'importation

Les impulsions que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, sont restées faibles entre juillet et octobre. Une seule exception vient des produits pétroliers, dont les prix se sont accrus en moyenne de près de 34% sur un an. Du côté des marchandises fabriquées en Suisse, le renchérissement annuel s'établissait à 0,9% en octobre, après 0,6% en juillet. En revanche, la hausse des prix des produits importés a faibli dans la même période, passant de 2% à 1,4%.

Les prix des produits agricoles, qui marquent une tendance à la baisse depuis juillet 2004, ont continué à diminuer, mais à un rythme faiblissant; en octobre, ils étaient inférieurs de 0,6% à leur niveau de l'année précédente (moyenne des prix à l'importation et à la production). Les prix des biens de consommation et des biens d'équipement ont eux aussi poursuivi leur tendance à la baisse, tandis que, du côté des biens intermédiaires, le renchérissement annuel a faibli pour s'inscrire à 0,3%. Dans le domaine des produits énergétiques (produits pétroliers, gaz et électricité), le renchérissement annuel est toutefois resté élevé. Il atteignait encore 15,6% en octobre, contre 17,1% en juillet.

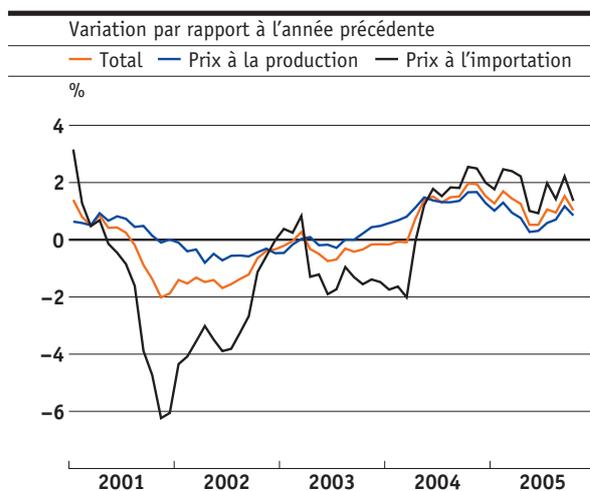
### Repli du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'établissait à 1% en novembre, après 1,4% en septembre et 1,3% en octobre. Il est dû en grande partie aux produits pétroliers (mazout et carburants); ceux-ci sont en effet à l'origine de 80% du renchérissement annuel en moyenne des mois d'août à novembre. Abstraction faite de cette composante, la hausse des prix à la consommation est restée stable à 0,2%. La tendance à la baisse des prix des marchandises – elles entrent pour près de 40% dans la composition du panier de l'indice – a cependant légèrement faibli.

### Nouveau recul du renchérissement intérieur

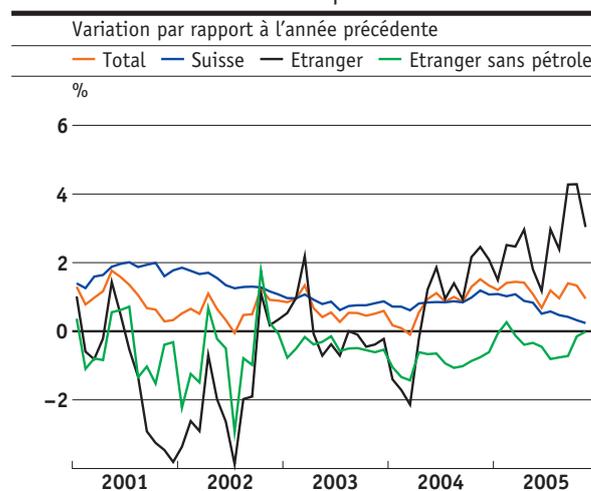
Entre août et novembre, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse a diminué, passant à 0,2%. La baisse des prix des marchandises s'est renforcée (-0,7%); les prix de nombreux produits alimentaires et de l'électricité ont fléchi. Dans les services, la hausse des prix s'est ralentie, en particulier dans les télécommunications et l'hôtellerie. Quant à l'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, il a augmenté de 0,5% d'un relevé à l'autre, de sorte que le renchérissement annuel dans ce domaine s'est maintenu à 1%.

Graphique 2.14  
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15  
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS

	2004	2005						
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>
Marchandises et services du pays	0,9	1,1	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Marchandises	0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,8	-0,7
Services	1,0	1,5	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5
Services privés, sans loyers	0,6	1,1	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
Loyers	1,2	1,9	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Services publics	1,9	1,9	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Marchandises et services de l'étranger	0,6	2,2	2,0	3,2	2,4	4,3	4,3	3,0
Sans produits pétroliers	-0,9	0,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7	-0,2	-0,0
Produits pétroliers	9,3	14,0	14,7	23,5	18,2	29,4	26,0	18,1

Sources: OFS et BNS

### Accélération du renchérissement importé

Le renchérissement annuel des biens de consommation importés a passé de 2,4% en août à 3% en novembre. Cette accélération est due aux prix des marchandises importées (sans les produits pétroliers), qui n'ont plus diminué en novembre. En outre, les prix dans le secteur de l'habillement ont interrompu leur mouvement de repli, tandis que ceux du gaz ont augmenté. Dans le domaine de l'électronique domestique, en revanche, la tendance à la baisse s'est maintenue. Les prix des produits pétroliers qui entrent dans la composition de l'IPC (mazout et carburants) dépassaient de 18,1% leur niveau du mois correspondant de 2004.

### Stabilité des inflations sous-jacentes calculées par la BNS...

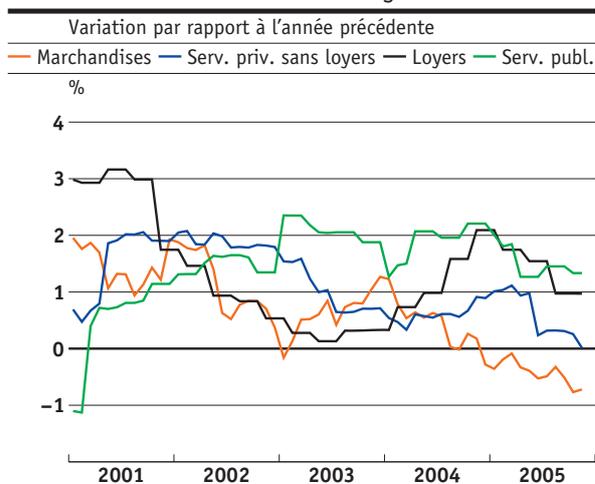
Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale à long terme des prix. C'est pourquoi la BNS calcule une inflation sous-jacente. Elle procède ainsi: chaque mois, les 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, en novembre comme en août, à 0,6%. Une telle inflation sous-jacente indique une tendance faible et stable du niveau général des prix.

### ... et par l'OFS

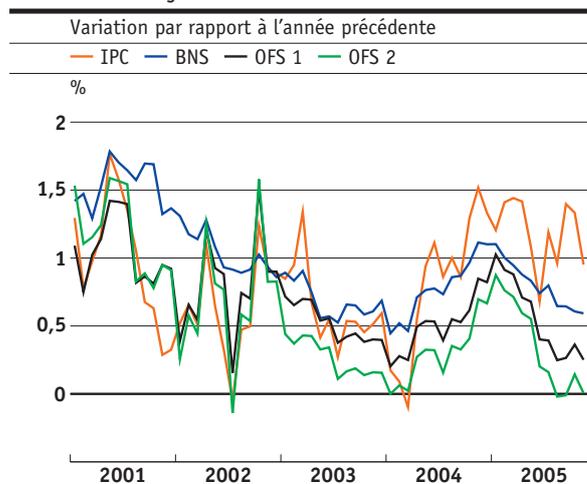
Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Entre août et novembre, l'inflation sous-jacente 1 a augmenté de 0,1 point, passant à 0,3%, tandis que l'inflation sous-jacente 2 est restée stable à 0%. Les écarts entre les inflations sous-jacentes de la BNS et de l'OFS s'expliquent en grande partie par les baisses de prix dans l'électronique et les télécommunications. Dans le calcul de la BNS, ces baisses de prix sont exclues du fait qu'elles entrent dans les effets spéciaux qui modèrent le renchérissement. L'OFS, par contre, en tient compte dans ses inflations sous-jacentes.

Graphique 2.16  
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.17  
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

## 3 Evolution monétaire

### 3.1 Evolution des taux d'intérêt

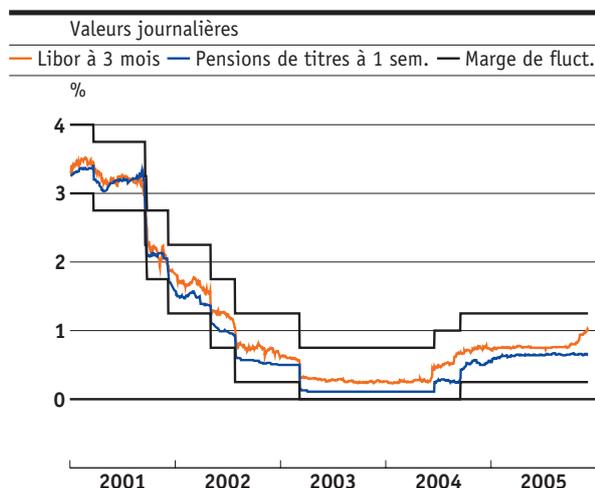
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de septembre 2005, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Elle a annoncé son intention de maintenir le Libor dans la zone médiane de cette marge, soit autour de 0,75%. Deux arguments ont joué un rôle déterminant dans cette décision. Premièrement, les perspectives d'inflation restaient favorables, en dépit du prix élevé du pétrole, jusqu'au milieu de l'année 2006. Deuxièmement, une incertitude accrue pesait sur les perspectives conjoncturelles du fait des prix des produits pétroliers, qui avaient fortement augmenté. Aussi la Banque nationale a-t-elle opté pour un statu quo. Elle a cependant laissé entendre qu'une adaptation du cap de sa politique monétaire serait inéluctable si la reprise attendue de la conjoncture se confirmait.

#### Hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire suisse

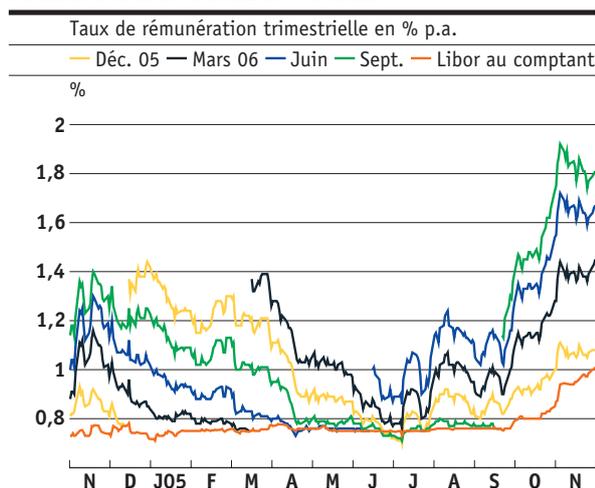
Bien que la Banque nationale ait maintenu les taux d'intérêt appliqués à ses pensions de titres approximativement à leur niveau de la mi-septembre – ces taux, par lesquels la Banque nationale gère indirectement le Libor à trois mois, ont fluctué entre 0,64% et 0,67% –, le Libor à trois mois a augmenté, passant de 0,76% à la mi-septembre à 1,04% à la mi-décembre. Ainsi, les marchés s'attendaient toujours plus à un relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. La Banque nationale a toléré cette hausse du Libor à trois mois parce que les raisons qui l'avaient incitée à un statu quo, en septembre, avaient perdu de leur pertinence.

L'attente d'une hausse prochaine des taux d'intérêt s'est reflétée également dans les contrats à terme («futures») sur le Libor à trois mois à exécuter peu après l'examen de décembre de la situation économique et monétaire. Les taux appliqués à ces contrats ont augmenté pour s'établir à 1,10%, ce qui correspond à un relèvement d'au moins 25 points de base du taux de référence de la Banque nationale. Des taux d'intérêt sensiblement plus élevés ont été appliqués aux contrats à exécuter en mars, en juin et en septembre 2006. On peut en conclure que les marchés tablent sur une hausse graduelle, en 2006, des taux d'intérêt à court terme (voir graphique 3.2).

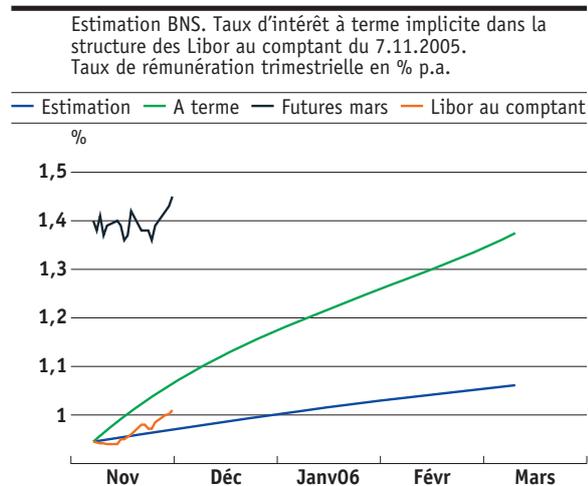
Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



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

L'incertitude des opérateurs sur les marchés était cependant élevée, comme le montre l'écart entre le taux des « futures » à exécuter à la mi-mars 2006, ou le taux à terme du Libor à trois mois, et le Libor à trois mois qui est attendu (ce dernier est estimé à l'aide d'un modèle de structure par termes de taux). L'écart ainsi calculé – il reflète une prime de risques – atteignait plus de 30 points de base le 7 novembre 2005 (voir graphique 3.3).

#### Hausse, à l'étranger également, des taux à court terme

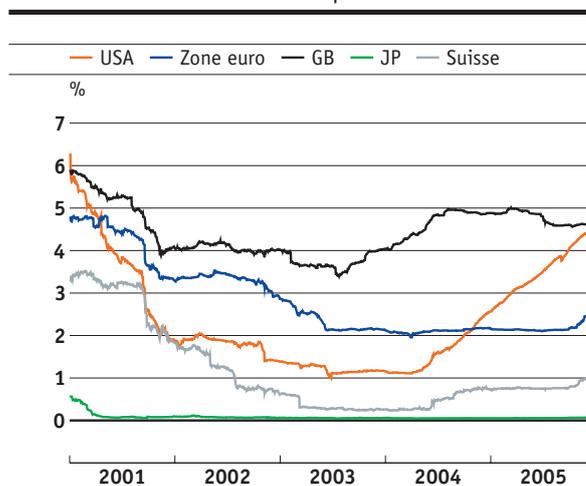
Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté à l'étranger également. L'attente d'un relèvement des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) ayant encore gagné du terrain, le Libor pour dépôts à trois mois en euros a passé de 2,14% à la mi-septembre à 2,46% à la mi-décembre. Par conséquent, l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en euros et en francs n'a guère varié; il s'établissait à 1,41 point à la mi-décembre. La hausse des rémunérations sur les dépôts à court terme en dollars a été en revanche relativement forte. L'écart entre les Libor pour dépôts à trois mois en dollars et en francs atteignait 3,45 points à la mi-décembre, contre 3,11 points à la mi-septembre.

#### Hausse généralisée des taux longs

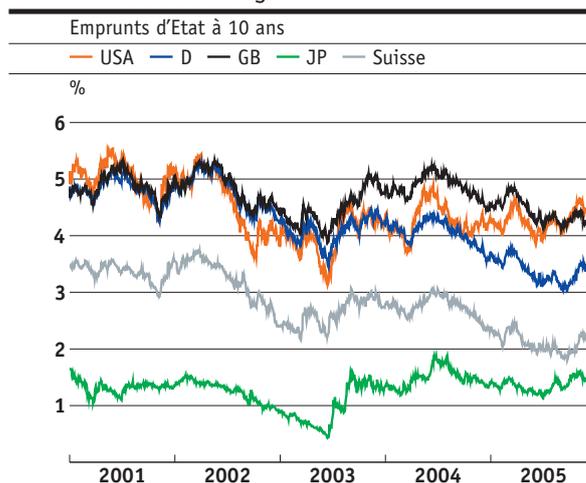
Le mouvement de repli qui caractérisait les rendements à long terme sur les principaux marchés obligataires depuis le mois d'avril 2004 a pris fin en septembre 2005 (voir graphique 3.5). Entre la mi-septembre et la mi-décembre, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse a augmenté de 28 points de base. Il s'établissait à 2,15% et avait ainsi retrouvé son niveau d'avril dernier. La hausse des rendements, observée sur le plan mondial, est due sans doute principalement à l'amélioration des perspectives conjoncturelles et à des anticipations inflationnistes accrues.

Le graphique 3.6 montre les rendements nominaux, pour diverses durées, d'emprunts à intérêts précomptés de la Confédération suisse. On peut en déduire que les rendements ont sensiblement augmenté pour les durées les plus courtes. En revanche, ils n'ont guère varié pour les durées les plus longues. Aussi la courbe des taux d'intérêt s'est-elle nettement aplatie (voir graphique 3.7).

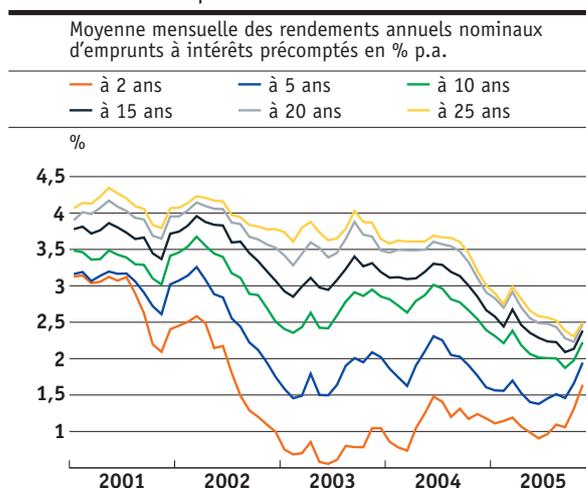
Graphique 3.4  
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.5  
Taux d'intérêt à l'étranger



Graphique 3.6  
Rendements d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.4 et 3.6: BNS

Sources pour graphique 3.5: Thomson Datastream et BNS

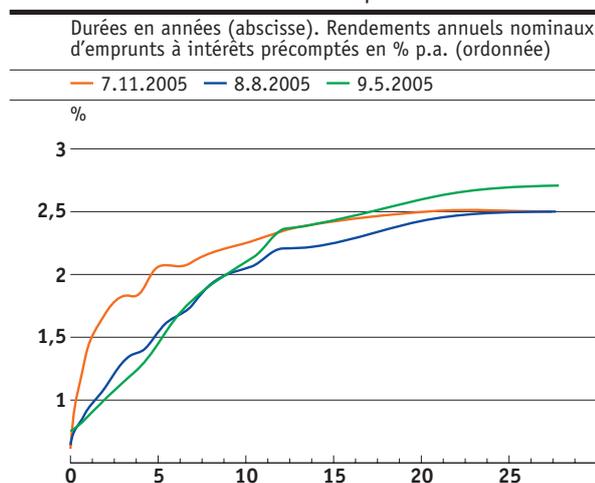
### Diminution des écarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires peut être illustrée au moyen des écarts entre les taux d'intérêt. Ces écarts, mesurés entre les rendements des emprunts des cantons et des entreprises et le rendement des obligations de la Confédération, peuvent être également considérés comme des primes pour le risque de crédit (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 33). Comme l'indiquent les graphiques 3.8 et 3.9, les écarts entre taux d'intérêt se sont maintenus à un niveau très bas, depuis le mois de juillet, tant pour les débiteurs de première classe que pour ceux de troisième classe. L'écart pour les emprunts de première classe de l'industrie a fléchi, passant de 50 points de base au début de septembre à 20 points de base à fin novembre. Les rendements utilisés dans les calculs ci-dessus se réfèrent à des emprunts à intérêts précomptés d'une durée de cinq ans.

Le risque que court un investisseur – être confronté au fait que des entreprises ne soient plus en mesure d'assurer le service de la dette sur leurs emprunts – est nettement moins élevé dans une phase de reprise de la conjoncture que dans une période d'affaiblissement de l'activité économique. Le niveau historiquement bas des écarts entre taux d'intérêt et la diminution de certains écarts laissent donc entrevoir des perspectives conjoncturelles favorables.

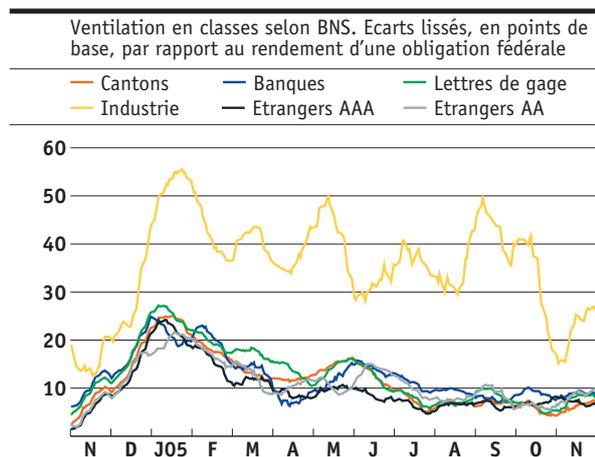
Graphique 3.7

Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



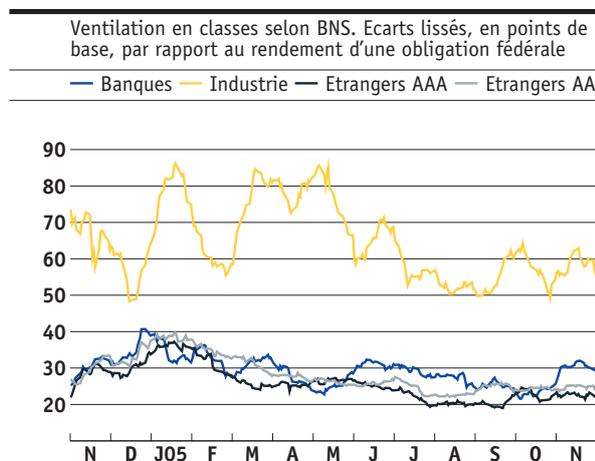
Graphique 3.8

Écarts de rendements pour emprunts à 5 ans de 1<sup>re</sup> classe



Graphique 3.9

Écarts de rendements pour emprunts à 5 ans de 3<sup>e</sup> classe



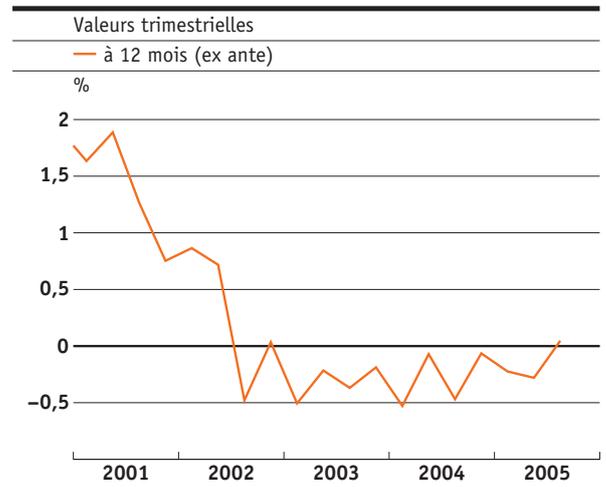
Source pour graphiques 3.7, 3.8 et 3.9: BNS

### Taux d'intérêt réels à court terme légèrement positifs

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. Les anticipations inflationnistes qui entrent dans ce calcul correspondent à la moyenne de prévisions d'inflation à un an («Prévisions consensuelles» de septembre 2005)<sup>2</sup>. Au troisième trimestre, le taux d'intérêt réel à court terme a augmenté de 35 points de base pour s'établir à 0,1%. Ainsi, il était dans la zone positive, pour la première fois depuis près de trois ans. Sa hausse par rapport au trimestre précédent s'explique à hauteur d'un tiers par l'augmentation du taux nominal et à hauteur de deux tiers par des anticipations inflationnistes plus faibles. Sous l'angle du taux d'intérêt à douze mois en termes réels, la politique monétaire était donc un peu moins expansionniste qu'au trimestre précédent.

2 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.10  
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

## 3.2 Cours de change

### Hausse du dollar

Le dollar s'est revalorisé face aux principales autres monnaies et a atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis deux ans. Cette évolution a sans doute découlé en partie du dynamisme accru de l'économie américaine. En outre, les écarts croissants entre les taux d'intérêt ont rendu les placements en dollars plus attrayants et, partant, soutenu la monnaie américaine. Les opérateurs sur les marchés semblent tabler, ces prochains mois, sur de nouvelles hausses des taux d'intérêt directs aux Etats-Unis. Le dollar valait 1,295 franc à la mi-décembre, contre 1,26 franc à la mi-septembre. Face au franc, le dollar a atteint, à la mi-novembre, son niveau le plus élevé depuis mai 2004. Il s'est revalorisé de 14% depuis le début de l'année. Quant à l'euro, il a fluctué entre 1,55 et 1,54 franc.

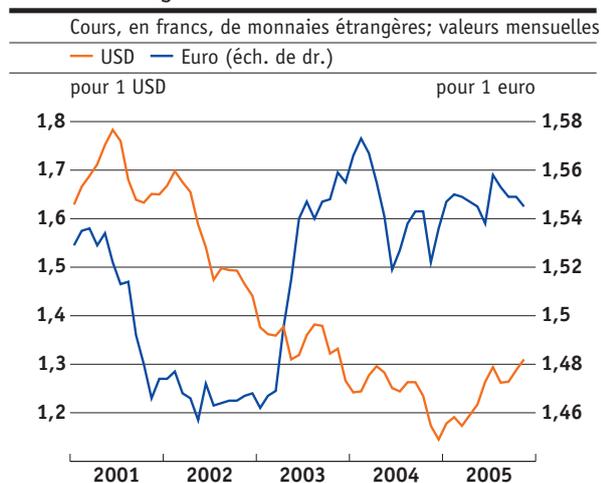
En données pondérées par les exportations vers les principaux partenaires commerciaux, la valeur extérieure du franc a augmenté légèrement, en termes réels, depuis septembre (voir graphique 3.12). Néanmoins, elle était encore quelque peu inférieure à son niveau du début de l'année. Vis-à-vis de l'euro, l'indice était à son niveau du début de l'année, mais inférieur de 3,6% à la valeur observée lors de l'introduction de la monnaie unique, au début de 1999.

### Conditions monétaires inchangées

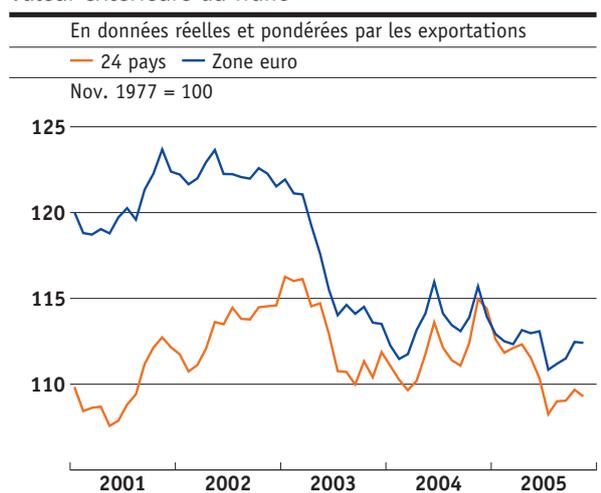
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Les deux courbes du graphique 3.13 sont construites avec des pondérations différentes des deux composantes (5 pour 1 pour l'une des deux courbes et 3 pour 1 pour l'autre). Une hausse de l'indice signifie un durcissement des conditions monétaires, alors qu'un repli indique un allègement (voir encadré «Indice des conditions monétaires», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27). L'ICM est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire.

L'évolution de l'ICM entre la mi-septembre et le début de décembre montre que les conditions monétaires en Suisse sont devenues légèrement plus restrictives.

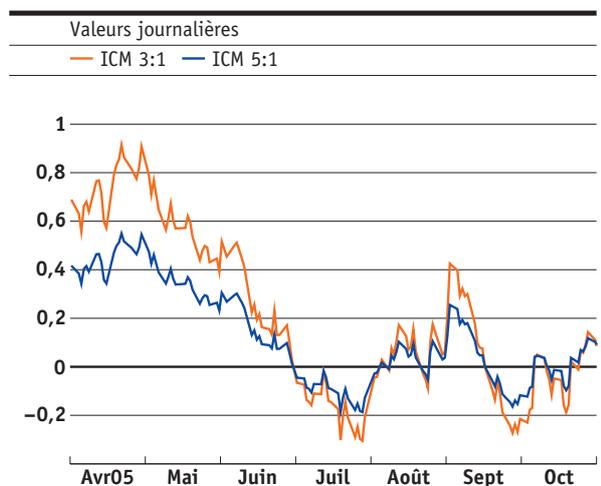
Graphique 3.11  
Cours de change



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 sur les marchés des actions

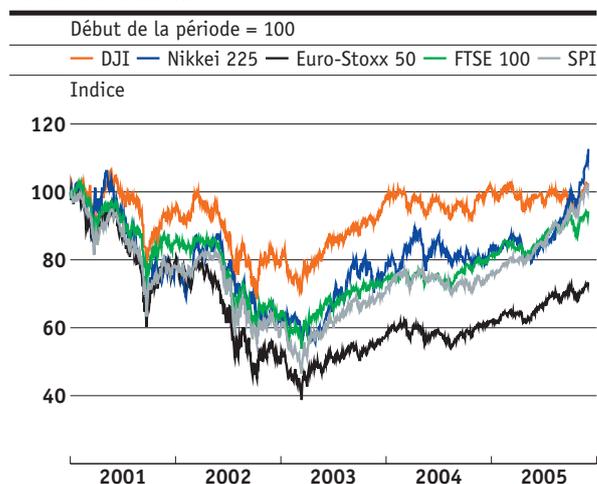
Après un recul en octobre, les cours des actions ont repris leur mouvement de hausse, en novembre, tant en Europe qu'au Japon. Des données positives sur la conjoncture, le repli du prix du pétrole et les bons résultats publiés par de nombreuses entreprises ont soutenu les marchés. Depuis le début de l'année, l'indice des valeurs européennes «Euro-Stoxx 50» a gagné 18%, tandis que l'indice japonais «Nikkei 225» s'est accru de 36%. Par contre, l'indice américain «S&P 500» n'a progressé que de 5%. En Suisse, le SPI a augmenté de 33% et enregistré ainsi une hausse supérieure à la moyenne; tous les indices partiels ont contribué à cette évolution favorable (voir graphique 3.15).

Le graphique 3.16 montre, en données annualisées, les écarts types mensuels du SPI et du S&P 500 pour les cinq dernières années. Ces écarts – un indicateur de la volatilité – ont évolué de manière très semblable et étaient, dans la période récente, à des niveaux historiquement bas, ce qui laisse supposer un faible risque de marché. Ainsi, la forte hausse des cours des actions suisses s'est déroulée dans un environnement caractérisé par une faible incertitude. On peut également noter que la performance du marché suisse en 2005 a été nettement supérieure à celle du marché américain, quand bien même les risques de marché étaient approximativement identiques.

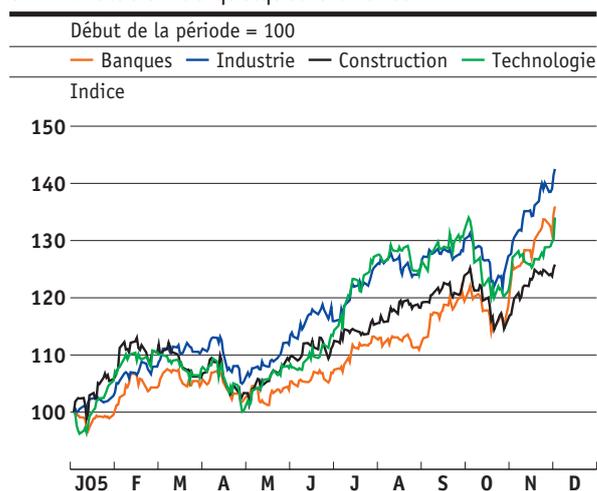
#### Forte hausse des prix des appartements, mais aucun signe de surchauffe sur le marché de l'immobilier dans son ensemble

Les effets des variations des taux d'intérêt sur l'économie réelle sont visibles notamment sur le marché de l'immobilier. Les immeubles étant des biens de consommation à très longue durée d'utilisation, les variations des taux d'intérêt engendrent de fortes adaptations de la demande pour tous les types de bâtiments. Mais, comme l'offre de nouveaux immeubles est relativement faible par rapport à l'ensemble du parc immobilier, les variations de la demande se traduisent par de fortes fluctuations des prix. De toutes les composantes du PIB, la demande d'immeubles destinés à l'habitation est sans doute celle qui réagit le plus à un assouplissement des rénes monétaires. La politique monétaire ayant été longtemps expansionniste, on peut se

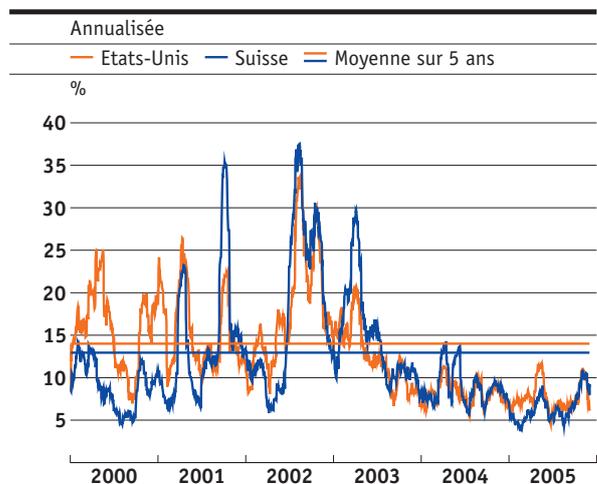
Graphique 3.14  
Cours des actions



Graphique 3.15  
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.16  
Volatilité des cours des actions



Sources pour graphique 3.14: Banque des Règlements Internationaux (BRI), Bloomberg

Source pour graphique 3.15: Bloomberg

Sources pour graphique 3.16: Bloomberg, Thomson Datastream

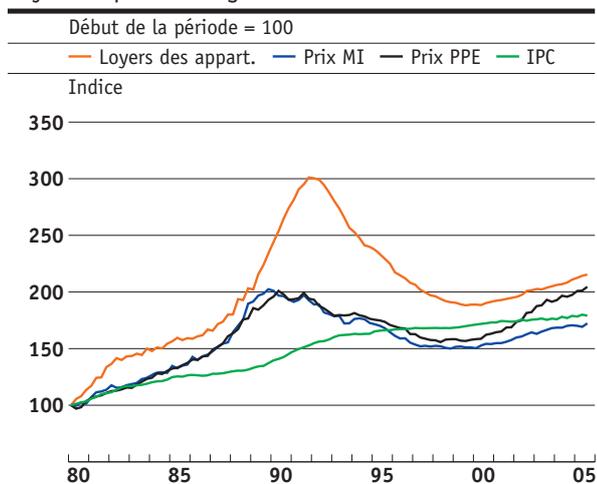
demander si des signes de surchauffe sont apparus sur le marché suisse de l'immobilier.

Les graphiques 3.17 et 3.18 montrent l'évolution, ces vingt-cinq dernières années, des loyers et prix des logements, des loyers des surfaces commerciales et du renchérissement (indice suisse des prix à la consommation). Dans les années quatre-vingt, tant les loyers et prix des logements que les loyers des surfaces commerciales ont très fortement augmenté. Les prix des maisons familiales et des appartements ont doublé en une décennie. La hausse a été encore plus vive pour les loyers des logements. Après l'éclatement de la bulle spéculative, au début des années nonante, le marché de l'immobilier est entré dans une longue phase de correction. Les loyers des appartements et les prix des maisons familiales et des appartements ont commencé à se redresser vers la fin du siècle dernier (voir graphique 3.17). Mais leur hausse est restée modérée sur l'ensemble de la Suisse. Le niveau général des prix de l'immobilier est toujours nettement inférieur au point culminant qu'il avait atteint dans les années 1989/90. Les prix des appartements en propriété par étage font toutefois exception à cette règle. En effet, ils ont vigoureusement augmenté dans la période récente et passé, en 2005, au-dessus du niveau record qu'ils avaient atteint en 1990. Si l'on tient compte du renchérissement, les prix des appartements en propriété par étage et les loyers des logements sont supérieurs à leur niveau de 1980. En revanche, les prix des maisons familiales sont toujours inférieurs au niveau observé il y a vingt-cinq ans.

Les loyers des surfaces commerciales ont évolué selon un autre schéma (voir graphique 3.18). Les loyers des bureaux ont augmenté entre le tournant du siècle dernier et 2003, puis marqué une tendance à la baisse. Quant aux loyers des surfaces artisanales et industrielles, ils ont évolué sans tendance précise au cours des dix dernières années. Si l'on tient compte du renchérissement, les loyers des surfaces commerciales sont même inférieurs à leur niveau de 1980.

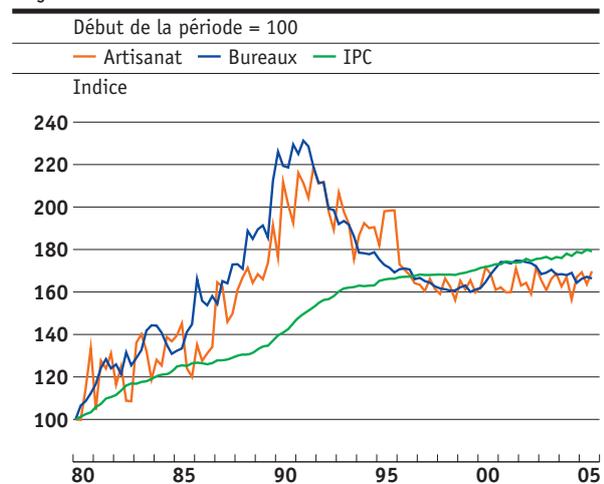
En résumé, la politique monétaire expansionniste n'a engendré aucun symptôme de bulle spéculative sur le marché de l'immobilier. Une bulle spéculative apparaît lorsque les intervenants sur le marché pensent que les prix vont augmenter à l'avenir, ce qui les amène à accroître leur demande d'immeubles. Mais, plus les prix s'écartent de leur niveau d'équilibre, plus les risques de correction sont élevés. Pour compenser les risques accrus, les prix doivent augmenter toujours plus rapidement. De tels phénomènes ne semblent pas se dessiner en Suisse, même si des différences considérables peuvent être observées d'une région à l'autre du pays. En effet, les prix et loyers des logements augmentent modérément, à l'exception des prix des appartements en propriété par étage. Du côté des surfaces commerciales, une adaptation à des changements structurels – passage à une production en flux tendus ou, dans le secteur des services, diminution des surfaces grâce à l'enregistrement électronique des données – est en cours. La Banque nationale continue à suivre attentivement l'évolution sur le marché de l'immobilier.

Graphique 3.17  
Loyers et prix des logements



Source: Wüest & Partner

Graphique 3.18  
Loyers des surfaces commerciales



Source: Wüest & Partner

## 3.4 Agrégats monétaires

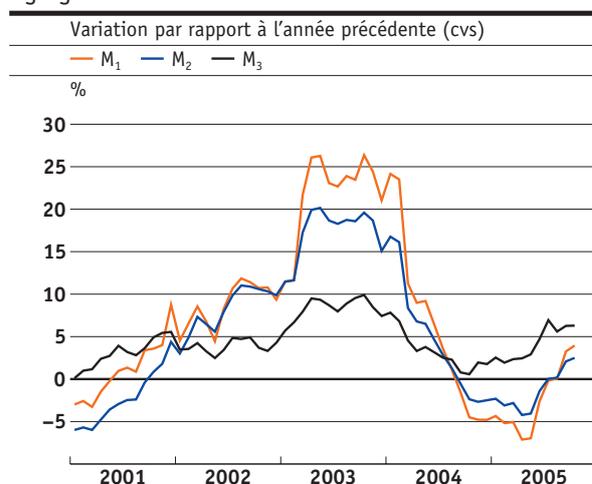
### Croissance vigoureuse de $M_3$

En novembre, les masses monétaires  $M_1$  (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et  $M_2$  ( $M_1$  et dépôts d'épargne) dépassaient de respectivement 4,2% et 2,6% leur niveau du mois correspondant de 2004. La croissance de  $M_3$  ( $M_2$  et dépôts à terme) était cependant sensiblement plus forte puisqu'elle atteignait 6,4%. Comme aux trimestres précédents, la vive expansion des dépôts à terme (+29,7% entre novembre 2004 et le même mois de 2005) explique en grande partie la croissance de  $M_3$ . Dans l'expansion des dépôts à terme, des remaniements de portefeuille, au détriment des dépôts à vue, ont longtemps joué un rôle. En novembre cependant, les dépôts à vue ont eux aussi augmenté (+2,7%).

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et un possible danger inflationniste, il faut estimer l'excédent de mon-

naie (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). 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. Si le niveau actuel de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante, ce qui peut engendrer une accélération du renchérissement dans les quatre à six trimestres suivants. Le graphique 3.20 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire  $M_3$  et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes dues au modèle utilisé, l'estimation est faite selon deux variantes. Comme les estimations portant sur le troisième trimestre aboutissent soit à un excédent de monnaie nul, soit à un léger excédent, il ne faut guère s'attendre, selon le «ECM-money gap», à un risque pesant sur les prix à un horizon d'un an à un an et demi.

Graphique 3.19  
Agrégats monétaires



Source: BNS

	2003	2004	2004		2005			Septembre	Octobre	Novembre
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.			
Monnaie centrale <sup>2</sup>	40,4	41,7	41,1	41,8	42,1	41,6	41,2	41,2	41,5	41,7
Variation <sup>3</sup>	5,3	3,2	0,2	0,7	-0,5	-0,2	0,3	0,7	1,9	0,9
M <sub>1</sub> <sup>2</sup>	273,5	288,5	281,9	279,1	283,0	279,0	284,8	287,2	289,4	294,3
Variation <sup>3</sup>	21,9	5,5	1,0	-4,8	-4,9	-5,6	1,0	3,2	3,9	4,2
M <sub>2</sub> <sup>2</sup>	475,1	495,6	488,3	485,4	491,2	487,2	492,1	494,2	495,9	501,2
Variation <sup>3</sup>	17,4	4,3	1,2	-2,6	-2,8	-3,2	0,8	2,1	2,5	2,6
M <sub>3</sub> <sup>2</sup>	544,9	562,5	557,9	564,8	576,6	582,4	593,0	593,2	595,5	603,2
Variation <sup>3</sup>	8,3	3,2	1,9	1,4	2,3	3,3	6,3	6,3	6,3	6,4

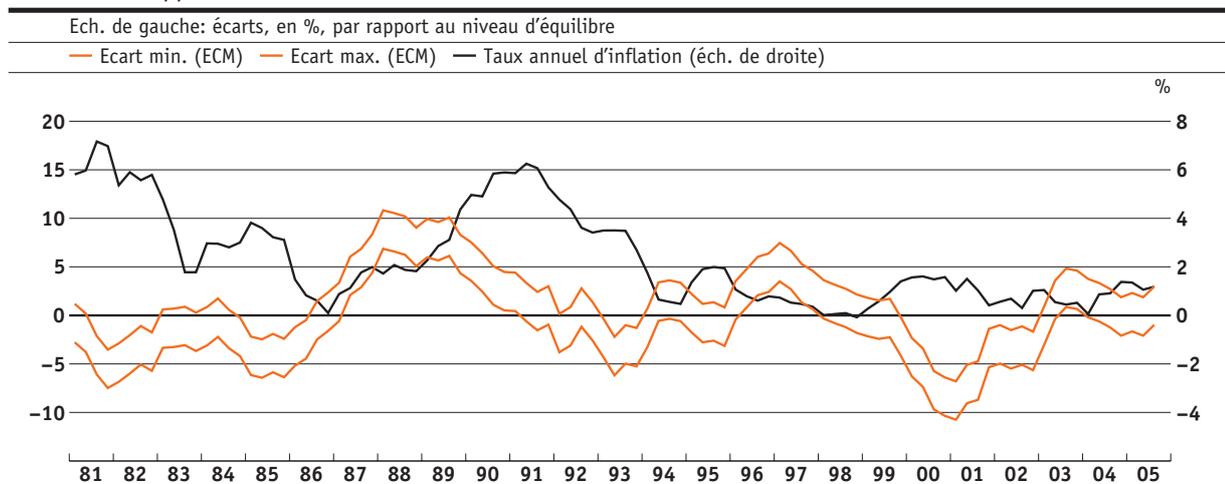
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

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

Source: BNS

Graphique 3.20  
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

## 3.5 Crédits

### Croissance plus forte des crédits

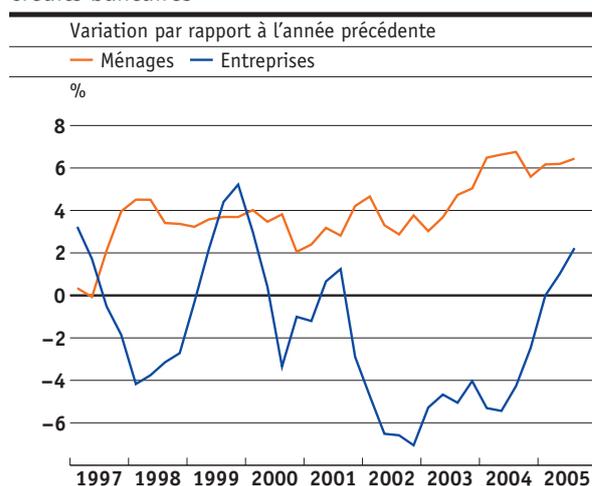
Les crédits bancaires ont continué à augmenter. A fin octobre, ils dépassaient de 4,4% le niveau observé un an auparavant.

Les crédits aux ménages – ils constituent les deux tiers de l'ensemble des crédits à la clientèle – ont poursuivi leur croissance au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 2004, ils se sont accrus de 6,4% selon la statistique de la BNS sur l'encours des crédits. Les crédits aux entreprises, plus sensibles à l'évolution de la conjoncture, ont eux aussi continué à progresser. Après une longue phase de recul, ces crédits ont

amorcé un redressement au cours de l'année 2005. Par rapport au troisième trimestre de 2004, ils ont augmenté de 2,2%.

On observe les mêmes tendances si l'on répartit les crédits en créances hypothécaires et en autres crédits. Les créances hypothécaires, soit les quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits à la clientèle, ont continué à croître fortement en octobre. Quant aux autres crédits, ils se sont stabilisés depuis le printemps (selon la statistique des bilans mensuels que dresse la BNS). La tendance au repli qui les caractérisait depuis des années semble ainsi avoir pris fin. Mais les deux composantes des autres crédits marquent toujours des évolutions divergentes. D'un côté, la partie gagée des autres crédits tend à progresser depuis fin 2003. En comparaison annuelle, cette partie augmente même vigoureusement. De l'autre, la partie non gagée se maintient approximativement à son niveau du milieu de l'année 2004. En comparaison annuelle, les autres crédits non gagés sont les seuls à diminuer encore légèrement.

Graphique 3.21  
Crédits bancaires



Source: BNS

### Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2003	2004	2004		2005					
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre
<b>Total</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>
Créances hypothécaires	5,6	5,4	5,4	5,2	5,1	5,1	5,3	5,3	5,4	5,4
Autres crédits	-8,7	-3,1	-1,2	-2,6	-1,9	-1,2	0,1	-0,4	-0,2	0,3
dont gagés	-10,7	3,2	7,2	4,0	3,5	-0,1	3,2	2,5	3,2	4,6
dont non gagés	-7,4	-7,1	-6,6	-6,8	-5,7	-1,9	-2,2	-2,6	-2,7	-2,8

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 clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs.

### 4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 résume les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de septembre et de décembre.

#### Accélération de la conjoncture mondiale malgré la hausse du prix du pétrole

Par rapport à ce qui avait été retenu pour la prévision de septembre, les hypothèses sur l'économie mondiale n'ont pas beaucoup changé. La croissance du PIB aux Etats-Unis est un peu plus faible à court terme, mais légèrement plus vigoureuse à moyen terme. Inversement, on table pour l'Europe sur une reprise un peu plus vive en 2005 et une croissance légèrement plus faible à moyen terme. L'hypothèse retenue au sujet du prix du pétrole est restée inchangée. Mais la hausse que le prix du pétrole a enregistrée jusque-là devrait avoir, a-t-on admis, des répercussions plus fortes sur le niveau des prix à l'étranger. Enfin, la relation de change entre le dollar et l'euro a été fixée à 1,20, soit à un niveau très proche de celui de septembre.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2005	2006	2007
<b>Prévision de décembre 2005</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	3,5	3,6	3,5
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,4	2,0	2,4
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,25	1,20	1,20
Prix du baril de pétrole en dollar <sup>2</sup>	55,0	59,0	59,0
<b>Prévision de septembre 2005</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	3,6	3,6	3,4
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,4	2,0	2,4
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,25	1,21	1,21
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	53,3	58,0	58,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

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

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (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 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 tri-

mestre, sous forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Enfin, troisième élément, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. La marge de fluctuation offre à la BNS une certaine souplesse et lui permet de réagir à des évolutions inattendues sur les marchés monétaire et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

## 4.2 Prédiction d'inflation du 4<sup>e</sup> trimestre de 2005 au 3<sup>e</sup> trimestre de 2008

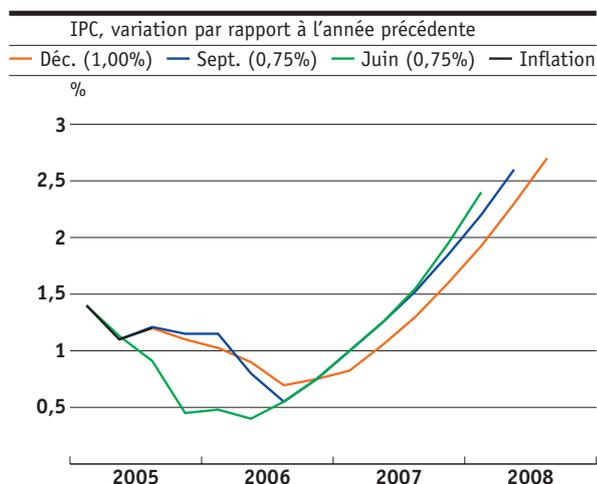
La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de juin, de septembre et de décembre 2005 font l'objet du graphique 4.1. La prédiction de décembre porte sur une période allant du quatrième trimestre de 2005 au troisième trimestre de 2008. Les prévisions de juin et de septembre reposaient sur un Libor à trois mois maintenu à 0,75%. La prédiction de décembre a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 1%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 25 points de base, le 15 décembre, pour la porter à 0,50%–1,50%.

La BNS table sur un renchérissement de 1,1% au quatrième trimestre de 2005, d'où un renchérissement annuel moyen de 1,2%. Entre le premier et le troisième trimestre de 2006, le renchérissement annuel devrait fléchir, passant de 1% à 0,7%. Dans l'hypothèse d'un prix du pétrole inchangé à 59 dollars le baril de brut (voir chapitre 4.1), la contribution des produits pétroliers au renchérissement – mazout et carburants entrent dans l'indice des prix à la consommation – diminuera au cours de l'année 2006, tandis que la hausse des prix devrait rester modérée du côté des services et des autres

marchandises. Du fait de la vive concurrence dans le commerce de détail, la marge pour des hausses de prix restera faible, en particulier dans le domaine des biens d'usage quotidien. La BNS escompte un renchérissement annuel moyen de 0,8% en 2006, soit un taux identique à celui qui ressortait de sa prédiction de septembre. Sans le léger relèvement de la marge de fluctuation, l'inflation aurait toutefois été un peu plus forte en 2006. Cela est dû à l'évolution de la conjoncture, plus favorable que ce qui avait été retenu pour la prédiction de septembre. La BNS table sur une croissance du PIB réel de plus de 2% en 2006.

À la suite de la politique monétaire expansionniste et de la reprise de la conjoncture, les crédits bancaires et les agrégats monétaires augmentent eux aussi nettement. L'approvisionnement de l'économie en liquidités est abondant, d'où des risques pesant à terme sur la stabilité des prix. À partir de 2007, la prédiction d'inflation de décembre est néanmoins inférieure à celle de septembre. Il faut y voir les effets modérateurs que la hausse des taux d'intérêt de décembre aura sur l'inflation. Le renchérissement annuel moyen attendu pour 2007 est de 1,2%, toujours avec un Libor à trois mois inchangé à 1%. L'inflation s'accélère toutefois nettement à partir du milieu de l'année 2007 et sort de la zone assimilée à la stabilité des prix dès le deuxième trimestre de 2008. On peut en conclure que la politique monétaire sera trop expansionniste, à la longue, avec un Libor à trois mois maintenu à 1%. Aussi le cap de la politique monétaire devra-t-il être adapté en cas de poursuite de la reprise de la conjoncture.

Graphique 4.1  
Prévisions d'inflation de la BNS



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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de décembre 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 septembre à novembre 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, pour les mois de septembre à novembre 2005, une image plus favorable de la conjoncture que lors du dernier cycle d'entretiens. Il semble que l'essor de la conjoncture ait gagné en vigueur et qu'il touche peu à peu l'économie intérieure. Les représentants de l'industrie d'exportation, du secteur financier et de la construction se sont une nouvelle fois montrés exceptionnellement confiants. Comme lors des entretiens précédents, les interlocuteurs appartenant au domaine du com-

merce de détail ont qualifié la situation de mitigée. La plupart des personnes interrogées ont souligné l'âpreté de la concurrence en matière de prix.

Les investissements ont augmenté d'une manière générale et il n'a plus été question de les geler. Compte tenu de la forte concurrence, les investissements les plus importants ont été ceux de renouvellement et de rationalisation. Néanmoins, les investissements d'extension ont aussi progressé. Les interlocuteurs ont en majorité émis un jugement optimiste quant aux perspectives pour 2006. Cette confiance a souvent reposé sur des carnets de commandes bien remplis promettant une utilisation tout à fait satisfaisante des capacités de production pendant une grande partie de l'année prochaine.

# 1 Production

## Industrie

Les représentants de l'industrie affichaient une assurance certaine quant à la marche de leurs affaires. Les entreprises ont atteint, voire souvent dépassé les objectifs ambitieux qu'elles s'étaient fixés pour 2005. Etant donné que les capacités de production étaient entièrement utilisées, les délais de livraison se sont rallongés. Les interlocuteurs considéraient toujours l'Asie (Chine), l'Europe centrale et orientale ainsi que les Etats-Unis comme des débouchés particulièrement dynamiques. Par contre, ils ont une fois de plus qualifié de médiocre l'évolution des affaires en Europe occidentale; la situation semble toutefois ne pas s'être détériorée davantage.

L'industrie chimique et pharmaceutique, mais aussi l'horlogerie et les secteurs de la technologie médicale et de la biotechnologie ainsi que de l'électrotechnique (y compris l'électronique) ont continué à marquer une forte expansion. Il apparaît également que la marche des affaires commence à s'améliorer aussi dans les domaines dont l'évolution conjoncturelle était à la traîne, soit notamment la construction de machines en général et la construction de véhicules. D'autres secteurs tels que l'industrie textile et l'habillement devaient toujours faire face à un environnement difficile, mais eux aussi tablaient sur une conjoncture assez favorable en 2006.

## Services

Le commerce de détail a de nouveau qualifié de mitigée la marche de ses affaires, mais, ça et là, il était question d'une timide amélioration. Les consommateurs ont de nouveau été jugés circonspects et attentifs aux prix. Les pressions à la baisse exercées sur les prix ont causé de sérieux problèmes aux grandes chaînes de distribution: le chiffre d'affaires réalisé avec les nouvelles gammes à bas prix augmente certes fortement, mais cet accroissement se fait au détriment de l'assortiment ordinaire, de sorte qu'en fin de compte, le chiffre d'affaires global ne progresse guère. Les petits commerces spécialisés dans le haut de gamme ont enregistré une évolution assez bonne de leur chiffre d'affaires, en raison notamment de la reprise du tourisme.

En dépit du mauvais temps et des inondations de la fin août, les interlocuteurs de l'hôtellerie ont estimé en majorité que la saison d'été avait connu un déroulement satisfaisant, voire bon. Souvent, les réservations faites en automne ont compensé, du moins en partie, les pertes enregistrées en été. Le tourisme urbain a bénéficié d'un développement

considérable du fait, entre autres, du nombre croissant d'hôtes venant d'Asie. Les restaurateurs, par contre, toujours confrontés à une clientèle réservée et à une forte concurrence, continuaient à qualifier la situation de difficile. Comme aux trimestres précédents, des efforts d'économie sont fournis non seulement par les particuliers, mais aussi par les entreprises; ces derniers temps, cependant, les clients appartenant au secteur financier consentent à des dépenses un peu plus généreuses.

Les représentants du secteur des services aux entreprises, secteur qui comprend les transports, la télécommunication, la logistique et les conseils aux entreprises, ont signalé que la marche de leurs affaires se dynamisait. Cette constatation s'applique aussi au secteur publicitaire. Celui-ci a surtout profité des annonces immobilières créées à grands frais, mais les annonces en général semblent elles aussi retrouver de la vigueur.

Pour les banques, la marche des affaires est restée bonne, en particulier dans les domaines les plus rentables, à savoir les prêts hypothécaires et la gestion de fortune. Les avis divergent en ce qui concerne l'évolution du marché hypothécaire, les prévisions variant fortement d'une région à l'autre. Plusieurs interlocuteurs, dont des représentants de la construction et de l'immobilier, décelaient par endroits des signes de surchauffe et, du côté des banques, une propension nettement accrue à prendre des risques; d'autres interlocuteurs en revanche affirmaient que les risques étaient maîtrisés.

## Construction

Les entreprises axées sur la construction de logements ont porté un jugement toujours très positif sur la marche de leurs affaires et ne prévoyaient guère de tendance à la baisse dans l'immédiat. Les carnets de commandes devraient rester bien garnis pour le moment et pourraient même se remplir encore quelque peu dans certaines régions. Les représentants de la construction étaient toutefois conscients du fait que des temps plus durs suivraient la période de forte expansion dans la construction de logements. Soucieuses de maintenir une bonne utilisation de leurs capacités également en période d'activité plus faible, les entreprises de construction n'ont guère accru leur potentiel ces dernières années. Les interlocuteurs estimaient pour la plupart qu'aucune impulsion ne viendrait stimuler la construction d'immeubles destinés au commerce et à l'artisanat; ils tablaient toutefois sur une extension des surfaces de vente. Pour ce qui est du génie civil, les perspectives restaient moroses.

## 2 Marché du travail

Globalement, les entreprises sont demeurées réservées en matière d'embauche. Elles n'ont souvent eu recours qu'à des collaborateurs temporaires pour renforcer leurs effectifs. Comme les trimestres précédents, le commerce de détail avait tendance à supprimer des emplois. Des interlocuteurs représentant diverses branches ont attiré l'attention sur le fait que les entreprises manquaient cruellement de collaborateurs spécialisés, notamment dans le domaine technico-commercial.

## 3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Bien que les affaires aient mieux marché, la forte pression exercée sur les prix de vente et les marges est restée l'une des préoccupations principales. En général, les coûts plus élevés qui découlaient d'une majoration des prix de l'énergie et des matières premières n'ont pu être répercutés sur les clients finaux, réduisant ainsi massivement les revenus réalisés dans certains secteurs tels que les transports, en particulier le trafic aérien. Les entreprises ont souvent tenté de compenser la réduction de leurs marges par des économies dans d'autres domaines. De nombreux fournisseurs, notamment du secteur de l'alimentation, ont souffert directement des pressions exercées sur les prix dans le commerce de détail. En réaction à cette situation, les interlocuteurs ont insisté sur le fait qu'il était indispensable d'augmenter la productivité, de réduire les coûts et d'innover pour investir si possible de nouveaux créneaux rentables non seulement dans le secteur de l'industrie, mais aussi dans celui des services. Seules quelques rares entreprises dont les produits bénéficiaient d'une forte demande ont pu majorer les prix. D'une manière plus générale, un nombre croissant d'entreprises envisageaient d'augmenter les prix l'année prochaine.

# Normes de fonds propres dans le secteur bancaire: tour d'horizon et perspectives d'avenir

Robert Bichsel et Jürg Blum, Stabilité systémique,  
Banque nationale suisse, Zurich

## 1 Introduction<sup>1</sup>

Depuis près de deux décennies, les normes de fonds propres sont au centre de la réglementation bancaire internationale. Après une époque de libéralisation et de déréglementation, l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988<sup>2</sup> («Bâle I») a reflété le début d'une nouvelle phase de réglementation et la tentative d'harmoniser la réglementation bancaire sur le plan international. Après des années de négociations, un nouvel accord sur les fonds propres a été adopté en juin 2004. Cet accord («Bâle II») devrait entrer en vigueur en 2007. Cette étape importante constitue, à nos yeux, une bonne opportunité pour procéder à un tour d'horizon des approches utilisées en matière de normes de fonds propres et pour se projeter dans l'avenir.

Cet article se concentre sur trois éléments. Dans un premier temps, nous soulevons la question de la motivation économique des normes de fonds propres dans le secteur bancaire. Nous donnons ensuite un aperçu des différents instruments utilisés pour réglementer les fonds propres. Enfin, nous identifions trois principes qui devraient, à notre avis, guider l'évolution future des exigences de fonds propres.

Notre message principal est que l'implémentation de normes de fonds propres pondérées en fonction des risques dans le secteur bancaire, dans le but de contraindre les banques à détenir une quantité optimale de capital, est souhaitable. Toutefois, les problèmes de mesure du risque et l'asymétrie d'information qui caractérisent les opérations bancaires empêchent l'implémentation de normes reflétant intégralement et exactement les risques encourus par les banques. Nous soulignons en particulier le fait que l'espoir, suscité par l'approche du modèle intégral (full-model approach), de résoudre les problèmes de mesure du risque en déléguant cette tâche aux banques est fallacieux. L'incapacité à refléter intégralement et exactement les risques encourus a pour conséquence que toute norme de fonds propres laissera des opportunités d'arbitrage réglementaire aux banques. Dans ces conditions nous affirmons que, en guise de protection contre le danger que des banques adoptent un profil extrêmement risqué et exploitent l'inexactitude des pondérations risque, il serait souhaitable de compléter les exigences de fonds propres pondérées en fonction des risques par un seuil qui soit indépendant de la mesure des risques encourus par les banques.

1 Les auteurs remercient Niklaus Blattner et Bertrand Rime, ainsi qu'un expert anonyme, pour leurs commentaires.

2 Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1988).

## 2 Motivation des normes de fonds propres

Cette section résume les principaux arguments motivant l'implémentation de normes de fonds propres dans le secteur bancaire. Après avoir examiné les facteurs qui déterminent la structure optimale de capital, nous analysons deux raisons pour lesquelles les banques pourraient adopter, sur une base volontaire, une structure qui dévie de l'optimum. Nous argumentons en particulier que les banques ont tendance à détenir trop peu de fonds propres et, partant, à s'endetter exagérément. Dans ce contexte, les normes de fonds propres doivent être vues comme un instrument visant à amener les banques à détenir des ratios de fonds propres conformes à l'optimum social – autrement dit conformes au niveau souhaitable dans une perspective d'intérêt général.

### Structure optimale du capital bancaire

La plupart des analyses portant sur la structure de financement des entreprises se réfèrent à la contribution de Modigliani et Miller (1958). Ces auteurs ont démontré que, sous l'hypothèse d'un fonctionnement parfait des marchés, l'importance relative des fonds propres et des fonds étrangers (dette) en tant que source de financement n'affecte pas la valeur d'une entreprise. En d'autres termes, sous ces hypothèses, le choix concernant la structure de financement est sans importance et le ratio de fonds propres optimal n'est pas défini de manière unique. Ce résultat constitue un bon point de départ pour mener des réflexions sur la structure optimale du capital. Bien qu'il ne soit pas réaliste – la structure de financement peut jouer un rôle important dans la pratique – il met en exergue les facteurs qui influent sur les choix de financement d'une entreprise.

L'hypothèse des marchés parfaits, dépourvue de frictions, joue un rôle central dans le résultat de Modigliani et Miller. Cette hypothèse implique notamment une absence d'asymétrie d'information et un accès illimité au marché des crédits aux conditions du marché. La réalité s'écarte cependant considérablement de ce monde hypothétique. Deux facteurs jouent un rôle prépondérant dans ce contexte: la fiscalité et les coûts liés à l'insolvabilité.<sup>3</sup> D'une part, les fonds étrangers permettent de réduire la charge fiscale d'une entreprise. Contrairement à la distribution de dividendes aux actionnaires, le versement d'intérêts sur la dette est une

3 Modigliani et Miller (1958) ont eux-même analysé les conséquences de ces déviations «classiques» par rapport au modèle basé sur l'hypothèse de marchés parfaits et l'absence de frictions.

En outre, de nombreux ouvrages ont été consacrés aux conséquences du relâchement d'autres hypothèses. Voir Myers (2001) pour une synthèse des théories concurrentes relatives à la structure du capital.

dépense déductible sur le plan fiscal. Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement des fonds étrangers accroît donc le montant disponible après impôts pour les créanciers et les actionnaires. D'autre part, un accroissement de l'endettement est coûteux pour la banque dans la mesure où il entraîne une hausse du risque de faillite et, partant, de la probabilité que les coûts qui en résultent se matérialisent. Dans le contexte de ce simple arbitrage, une entreprise augmentera son endettement jusqu'à ce que la valeur marginale de la déduction fiscale corresponde aux coûts marginaux représentés par l'augmentation du risque de faillite.

Quels que soient les facteurs généraux qui déterminent le choix optimal d'une entreprise en matière de financement,<sup>4</sup> deux raisons encouragent les banques à détenir une proportion particulièrement élevée de dette. Premièrement, une part substantielle de la dette bancaire est constituée de dépôts à vue ainsi que d'autres engagements à très court terme. Les bailleurs de fonds valorisent la liquidité élevée de ces créances et sont, en conséquence, disposés à accepter un taux d'intérêt plus bas que celui lié à des placements moins liquides. En raison de cette «prime de liquidité», les coûts marginaux des fonds étrangers (à court terme) accordés aux banques tendent à être inférieurs

à ceux d'autres entreprises. Deuxièmement, les créanciers des banques bénéficient d'une protection particulièrement généreuse. Grâce à des assurances dépôts (explicites) et à des garanties (implicites) fournies par l'Etat, les créances bancaires sont considérées comme particulièrement sûres et ce indépendamment du risque effectif qu'elles incorporent. Ce «subside» constitue un autre facteur encourageant les banques à préférer le financement par dette aux fonds propres. De fait, et bien que d'autres facteurs soient susceptibles d'influencer le choix des entreprises en matière de structure de financement, on constate que le ratio de fonds propres est particulièrement faible dans le secteur bancaire (voir encadré).

#### Justification des normes de fonds propres

Comme nous l'avons vu à la section précédente, les banques détiennent des fonds propres dans leur propre intérêt. Une banque non réglementée tendra cependant à détenir trop peu de fonds propres par rapport à ce qui serait désirable dans une perspective d'intérêt général. Deux facteurs contribuent à expliquer l'écart entre le ratio des fonds propres optimal du point de vue de la banque et le ratio optimal du point de vue de la collectivité.

## Encadré: Ratio de fonds propres dans le secteur bancaire: mise en perspective

Le ratio entre les fonds propres et la somme du bilan dans le secteur bancaire est, tant en Suisse que dans le reste du monde, généralement inférieur à 10%. En Suisse, le ratio de fonds propres (non pondéré) de chacune des deux grandes banques est inférieur à 3%. Parallèlement, leur capitalisation mesurée à l'aune du ratio pondéré en fonction des risques – qui est réglementé – est bonne.<sup>5</sup> Les comparaisons suivantes permettent de mettre ces chiffres en perspective :

- Le ratio de fonds propres des sociétés cotées en bourse se situe habituellement entre 30 et 40%. Des entreprises comme Nestlé (40%) ou Novartis (63%), qui affrontent avec succès la concurrence internationale, disposent également d'un ratio élevé.
- Par le passé, le ratio de fonds propres (non pondéré) dans le secteur bancaire était supérieur au niveau actuel. Vers 1900, il excédait

20% pour les grandes banques et 10% pour les banques cantonales.

- Les banques elles-mêmes estiment, dans le cadre de leur procédure d'attribution de crédits, qu'un débiteur est solvable lorsque son ratio de fonds propres se situe aux environs de 30%. Cette limite peut être inférieure ou supérieure, en fonction d'autres caractéristiques du débiteur.

Ces comparaisons tendent à indiquer que, rapportée aux actifs, la couverture en fonds propres des banques est particulièrement faible à la fois en comparaison historique que par rapport à d'autres branches. Cela n'implique cependant pas forcément que le ratio des fonds propres dans le secteur bancaire est trop faible, c'est-à-dire qu'il est inférieur au ratio optimal dans une perspective d'intérêt général.

4 Voir aussi Harris et Raviv (1991) pour un large aperçu de la littérature sur la structure du capital.

5 Les ratios sont calculés sur une base consolidée (groupe) à la fin 2004. Voir à la section 3.2 une définition du ratio des fonds propres pondéré en fonction des risques.

Premièrement, les banques ne prennent pas en compte les externalités négatives qu'elles engendrent en cas de faillite. Bien que ce comportement ne soit pas spécifique aux banques, il est particulièrement problématique dans ce cas en raison de la gravité des externalités engendrées. Une faillite bancaire peut donner lieu à une perte de confiance dans le système bancaire et, partant, contaminer d'autres banques en déclenchant, par exemple, une ruée sur leurs guichets (bank run). Un rationnement de l'offre de crédits résultant d'une crise bancaire peut entraver la croissance économique et occasionner des coûts sous la forme d'une réduction substantielle du PIB<sup>6</sup>. Certes, la survie d'une banque – et donc la détention des fonds propres qui contribuent à assurer cette survie – sont en premier lieu dans l'intérêt de la banque elle-même. En raison de la responsabilité limitée, une banque (ses propriétaires) ne supportent cependant pas les coûts évoqués ci-dessus. En conséquence, le risque de faillite optimal dans une perspective d'intérêt général – qui tient compte de ces externalités – sera plus faible que celui qui maximise la valeur de la banque pour ses actionnaires. En corollaire, les banques détiendront un ratio de fonds propres trop faible par rapport au ratio optimal dans une perspective d'intérêt général.<sup>7</sup>

Deuxièmement, la préférence des banques pour le financement par dette résulte, comme nous l'avons indiqué dans la section précédente, du subventionnement de leurs fonds étrangers. En raison d'assurances dépôts et de garanties de l'Etat – dont les primes sont généralement trop faibles – les banques tendent à payer des intérêts sur leurs dettes qui ne reflètent pas la totalité des risques sous-jacents. Les coûts de ce filet de sécurité sont couverts par l'Etat et donc, finalement, par les contribuables. Les banques, n'ayant pas à payer le véritable coût de leurs dettes, tendront à en déterminer plus qu'il ne serait souhaitable dans une perspective d'intérêt général.<sup>8</sup>

Les normes de fonds propres doivent être considérées comme une tentative de corriger cette faille du marché qui se manifeste par une inclinaison des banques à détenir des ratios de fonds propres trop faibles.<sup>9</sup> Par ce biais, les normes de fonds propres peuvent contribuer à augmenter l'efficacité de l'ensemble de l'économie.

6 Voir Hoggarth et Saporta (2001) pour un aperçu des coûts découlant des crises bancaires.

7 Voir par exemple John, John et Senbet (1991).

8 Voir par exemple Berger, Herring et Szegö (1995). Freixas et Rochet (1997) donnent une vue d'ensemble de la nécessité d'exercer une surveillance bancaire et des effets négatifs du filet de sécurité sur le comportement des banques.

9 Il y a naturellement d'autres moyens d'influer sur le comportement et les risques des banques, tels que la fixation de contraintes sur les possibilités d'investissement, l'implémentation de normes de liquidité, la fixation d'une limite supérieure aux taux d'intérêts ou le renforcement de la discipline de marché (notamment par le biais d'une réduction de l'étendue du filet de sécurité). Voir le manuel de Freixas et Rochet (1997) pour une description de ces instruments. Dans notre article, nous faisons abstraction de ces instruments alternatifs pour nous concentrer sur les normes de fonds propres.

## 3 Normes de fonds propres

Les normes de fonds propres peuvent prendre différentes formes. Nous distinguons trois catégories: la simple limite à l'endettement (gearing ratio limit), les exigences de fonds propres pondérées en fonction des risques et l'approche dite du modèle intégral.<sup>10</sup>

### 3.1 Gearing Ratio Limit

La fixation d'une «gearing ratio limit» (GRL), c'est-à-dire d'une limite supérieure à l'endettement – ou vu sous un autre angle d'une limite inférieure au ratio entre les fonds propres et les actifs (non pondérés) d'une banque – constitue l'approche la plus évidente pour dissuader un établissement de s'endetter excessivement. Cet instrument présente trois caractéristiques intéressantes du point de vue prudentiel. Premièrement, la GRL procure une couverture minimale (un coussin de sécurité), qui protège une banque des conséquences de pertes. Plus la GRL est basse et plus les chocs qu'une banque peut absorber sans tomber en faillite sont grands. Deuxièmement, une GRL détermine la perte minimale à la charge des actionnaires et, partant, leur inclinaison à prendre des risques: plus la GRL est faible et plus les conséquences de la responsabilité limitée sur la prise de risque (aléa moral) sont réduites. En principe, une GRL plus faible a le même effet sur le comportement des actionnaires d'une banque qu'une franchise plus élevée sur celui des assurés. Troisièmement, la GRL est une règle simple et transparente. D'une part, son implémentation est simple pour les banques et, d'autre part, son respect par les banques est facilement vérifiable pour les autorités de surveillance et les participants au marché.

Toutefois, la simplicité de la GRL est aussi son inconvénient majeur. La GRL est une norme de fonds propres qui ne tient compte que d'une composante du profil de risque d'une banque: son endettement. La GRL ignore la deuxième composante, à savoir le risque incorporé dans ses actifs. La fixation d'une GRL peut inciter une banque à accroître sa prise de risque pouvant potentiellement conduire à une hausse du risque d'insolvabilité. Le mécanisme est le suivant: du point de vue de la banque, l'exigence de fonds propres uniforme découlant de la GRL est trop élevée pour des actifs

10 Une série d'autres méthodes ont encore été proposées, mais elles n'ont joué qu'un rôle mineur dans le débat sur la réglementation prudentielle. Mentionnons la «méthode du Pre-Commitment» (Kupiec et O'Brien, 1995), la «Supervisory Approach» (Estrella 1998) et la «méthode Base Plus» (Shepherd-Walwyn et Litterman, 1998). Pour de plus amples informations au sujet des normes de fonds propres, voir Dewatripont et Tirole (1994) ou l'article récapitulatif de Santos (2001).

très sûrs et trop basse pour des actifs très risqués. En d'autres termes, en l'absence de réglementation la banque détiendrait plus de fonds propres pour ses actifs risqués et moins de fonds propres pour ses actifs peu risqués que ne l'exige une GRL. En conséquence, la banque pourrait être encline à substituer les actifs peu risqués, qui apparaissent trop «chers» en termes d'exigence de fonds propres, par des actifs à plus haut risque, qui apparaissent relativement bon marchés.<sup>11</sup>

Ainsi, l'effet d'une GRL sur le profil global de risque d'une banque – et donc sur sa probabilité de faillite – dépend de deux facteurs. Premièrement, en garantissant l'existence d'un coussin de sécurité la GRL assure que – à niveau de risque constant – le danger d'insolvabilité soit plus faible. Deuxièmement, la GRL influe indirectement sur la propension au risque d'une banque. Cet effet est cependant ambigu dans la mesure où une GRL peut conduire à une hausse ou à une baisse de la prise de risque en fonction de l'amplitude relative de l'effet responsabilité limitée (baisse du risque) et de l'effet de substitution des actifs (hausse du risque). L'effet d'une GRL sur la probabilité d'insolvabilité d'une banque est donc lui aussi, en principe, ambigu. Le cas dans lequel une GRL conduit à une augmentation de la probabilité de faillite apparaît cependant comme un cas théorique extrême.<sup>12</sup>

11 Pour une démonstration formelle de ce mécanisme, voir Kim et Santomero (1988) ou Rochet (1992).

12 Voir Bichsel et Blum (2004) pour une analyse empirique de la relation entre le risque et les fonds propres des banques.

### 3.2 Exigences de fonds propres pondérées en fonction des risques

Un moyen simple d'améliorer la GRL en tant qu'instrument de réglementation prudentielle est de prendre en compte les risques en fixant les exigences minimales de fonds propres. Autrement dit, exiger de la part des banques qui détiennent des actifs plus risqués de détenir plus de fonds propres. Une telle approche est connue sous le nom de normes de fonds pondérées en fonction des risques ou «risk-weighted capital requirements» (RCWR). Elle fixe une limite inférieure au rapport entre les fonds propres d'une banque et la somme pondérée de ses actifs, les actifs risqués étant pondérés plus fortement que les autres.

Si les RWCR sont de conception simple et convainquent intuitivement, un problème fondamental entrave leur réalisation: la mesure des risques incorporés dans les actifs des banques. Cette difficulté résulte du manque de transparence inhérent aux opérations bancaires. Une fonction essentielle des banques est le financement de projets dont l'accès direct au marché des capitaux est limité en raison de problèmes d'asymétrie d'information. En conséquence, les observateurs externes et en particulier les autorités de surveillance, ne sont en général pas en mesure d'évaluer correctement les risques incorporés dans les actifs d'une banque.<sup>13</sup> Lorsque les banques sont soumises à des RWCR, les autorités de surveillance doivent donc faire face à deux problèmes connexes: (i) fixer les pondérations risque pour des actifs ou des catégories d'actifs dont elles ne peuvent pas mesurer le risque avec exactitude et (ii) vérifier si les banques classent correctement leurs actifs dans les catégories de risques fixées. Généralement, il en découle des pondérations risque inexactes et donc des opportunités d'arbitrage réglementaire: comme sous un régime de GRL, les banques sont incitées à substituer des actifs dont la pondération risque est trop élevée par des actifs dont la pondération est trop faible.

L'accord de Bâle de 1988 (Bâle I), qui a établi des prescriptions en matière de fonds propres unifiées sur le plan international, est un bon exemple de régime RWCR offrant des opportunités d'arbitrage réglementaires. Bâle I se caractérise par un petit nombre de catégories de risques larges et hétérogènes. Les crédits aux entreprises, par

13 A propos du manque de transparence des banques, voir par exemple Morgan (2002).

exemple, ont tous la même pondération risque de 100%, indépendamment de la solvabilité du débiteur et, partant, du risque sous-jacent. Sous Bâle I, les pondérations risque qui reflètent les risques sous-jacents avec exactitude constituent l'exception plutôt que la règle; et les banques ont visiblement appris à exploiter les opportunités d'arbitrage réglementaire qui en résultent.<sup>14</sup>

Les problèmes d'arbitrage réglementaire constituent le principal motif de la révision de Bâle I. Les nouvelles normes de fonds propres (Bâle II)<sup>15</sup> visent à limiter les opportunités d'arbitrage réglementaire en améliorant la mesure des risques et donc en assurant une plus grande concordance entre les pondérations risque d'une position et les risques sous-jacents. Il n'est cependant pas certain que cet objectif soit atteint. D'un côté, des progrès considérables ont été réalisés par rapport à Bâle I. Sous l'approche standard (standard approach) les opportunités d'arbitrage réglementaire ont été réduites à un coût raisonnable en termes de complexité. Ces améliorations résultent de l'augmentation du nombre de catégories de risques, du recours aux notations (ratings) externes et de la prise en compte explicite des dérivés du crédit et de la titrisation des actifs. D'un autre côté, sous l'approche IRB (internal ratings based), plus sophistiquée, le degré de complexité – et donc le coût administratif – se sont fortement accrus sans pour autant garantir une amélioration de la sensibilité au risque des normes de fonds propres. Tel est le cas notamment avec l'approche avancée (advanced IRB), qui prévoit de déterminer les exigences de fonds propres sur la base de paramètres estimés par les banques elles-mêmes (probabilité de défaut, perte en cas de défaut et exposition en cas de défaut). Le recours plus large au jugement des banques elles-mêmes en ce qui concerne la mesure des risques incorporés dans leurs actifs est une arme à double tranchant.

D'un côté, le recours au jugement des banques lorsqu'il s'agit de résoudre le problème de mesure des risques apparaît *a priori* attractif. Dans leur propre intérêt, les banques récoltent des informations détaillées sur leur profil de risque. Par ailleurs en raison des problèmes d'asymétrie d'information elles sont mieux placées qu'un observateur extérieur pour évaluer le risque de leurs actifs. Il est donc judicieux que les autorités de surveillance aient recours à cette source d'informations, notamment au sujet des parties du portefeuille bancaire à propos desquelles aucune information n'est dis-

ponible publiquement. D'un autre côté, cette approche est cependant problématique pour deux raisons. Premièrement, dans une large mesure elle ne donne que l'illusion d'une mesure exacte du risque. Cette situation s'explique par le fait que les banques elles-mêmes ne disposent souvent pas des données nécessaires à une mesure satisfaisante des risques liés à leurs actifs. Ainsi, les données relatives aux crédits à long terme sont généralement insuffisantes – en termes de fréquence et de longueur des séries – pour pouvoir déterminer le risque avec la précision nécessaire. Il se peut donc que les banques surestiment ou sous-estiment les risques inhérents à leurs actifs en toute bonne foi. Deuxièmement, les autorités de surveillance seront confrontées aux problèmes de la vérification des informations fournies par les banques. Sur la base des données qu'elles recevront, les autorités de surveillance ne pourront généralement pas déterminer si elles font face à une banque dont le profil est particulièrement risqué ou s'il s'agit d'une banque en principe peu risquée mais frappée par la malchance. Pourtant la capacité à distinguer une banque risquée d'une banque malchanceuse est cruciale dans le cadre de Bâle II. Les banques pourront tirer profit de incertitude.<sup>16</sup> En d'autres termes, en proposant l'approche IRB avancée, Bâle II offre aux banques de nouvelles opportunités d'arbitrage réglementaire potentiellement plus dommageables que celles que la révision du cadre réglementaire visait à écarter. Dans la prochaine section, nous reviendrons sur ce problème de validation.

En résumé, les normes de fonds propres qui tiennent compte du risque pris par les banques sont – tout au moins d'un point de vue théorique – plus à même d'amener les banques à détenir un ratio de fonds propres optimal dans une perspective d'intérêt général qu'une simple GRL. Cependant, en pratique, les problèmes soulevés par la mesure des risques dans le secteur bancaire limitent l'utilité et l'applicabilité de cette approche.

16 Voir Prescott (2004) pour un traitement formel de ce point de vue.

14 A ce sujet, voir par exemple le document du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999).

15 Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2004).

### 3.3 Approche du modèle intégral

L'approche du modèle intégral pour la réglementation des fonds propres pousse à l'extrême la logique du RWCR. Sous cette approche, une banque calcule l'ensemble de sa situation en matière de risques et ses besoins en termes de fonds propres sur la base d'un modèle. Dans ce processus, l'ensemble des corrélations entre positions est pris en compte et chaque position se voit attribuer (implicitement) sa propre pondération risque. Celle-ci reflète la contribution marginale de la position au risque total du portefeuille. L'autorité de surveillance peut alors directement se fonder sur les calculs réalisés par les banques plutôt que de développer, de son côté, un ensemble de règles complexes. Sous cette approche, la principale tâche des autorités de surveillance consiste à assurer la qualité des modèles utilisés par les banques. Plus spécifiquement, elles devront veiller à ce que les modèles utilisés reflètent l'exposition des banques et les risques sous-jacents avec exactitude.

Un avantage de cette approche est son efficacité. En effet, elle se base sur des informations – le profil de risque et les besoins en termes de fonds propres (le capital économique) – que les banques génèrent dans leur propre intérêt, indépendamment de l'existence d'une réglementation. De plus, cette approche permet d'aligner les exigences réglementaires en matière de fonds propres sur les exigences économiques. Contrairement aux pondérations risque, plus ou moins arbitraires, imposées par les autorités de surveillance, l'approche du modèle intégral est assez souple pour refléter la totalité des risques incorporés dans les actifs bancaires. On évite ainsi de générer les distorsions résultant des pondérations risque inexactes.

Si l'approche du modèle intégral paraît séduisante au premier abord – ce qui pourrait expliquer le nombre croissant de ses partisans – elle présente trois inconvénients majeurs. Le premier est l'**absence de données adéquates**. Comparé à l'approche avancée proposée dans le cadre de Bâle II – qui prévoit que les banques estiment elles-mêmes des paramètres dont le calcul est relativement peu exigeant en termes de données – le régime du modèle intégral exige le calcul de paramètres pour lesquels les données font presque entièrement défaut. En effet, pour calculer le risque d'insolvabilité d'une banque et, partant, les exigences de fonds propres adéquates, il est nécessaire de disposer de données relatives aux événements extrêmes et à leurs corrélations.

De telles données ne sont cependant pas disponibles en quantité et en qualité suffisantes. Les données faisant défaut ne peuvent être remplacées que par des hypothèses ad hoc, dont l'exactitude ne peut habituellement ni être prouvée *ex ante* ni être falsifiée *ex post*. Par conséquent, les modèles utilisés par les banques, et les estimations des risques qui en découlent, peuvent s'avérer erronés conduisant certaines banques à sous-estimer leurs risques sans en être conscientes.<sup>17</sup>

Deuxièmement, ces contraintes en matière de données confrontent les autorités de surveillance à un véritable **défi en matière de validation**. Celles-ci doivent non seulement être en mesure de résoudre les problèmes liés à la validation des différents paramètres du modèle (voir section 3.2); elles doivent également pouvoir évaluer si le modèle dans son ensemble est approprié. Cette tâche est malaisée, car il n'existe ni modèle correct ni méthode correcte et universellement reconnus de mesure des risques. En outre, les autorités de surveillance doivent encore vérifier la qualité des données fournies par les banques elles-mêmes. Cette vérification est particulièrement problématique compte tenu du caractère opaque des actifs bancaires. De manière générale il est difficile, voire impossible, pour les autorités de surveillance d'identifier un mauvais modèle. Il leur est encore plus difficile de *prouver* qu'un modèle est faux ou que l'estimation des risques est erronée. Les banques pourraient être enclines à profiter de cette incertitude et choisir des hypothèses qui leur permettent de minimiser les exigences en matière de fonds propres auxquelles elles font face.

Troisièmement, il existe un **conflit potentiel avec le motif de la réglementation**. Les normes de fonds propres se fondent sur l'idée que, sur une base volontaire, les banques tendent à détenir trop peu de fonds propres (voir section 2). Dans ce sens, l'approche du modèle intégral est donc inappropriée, du moins dans sa forme pure qui prévoit que les exigences en matière de fonds propres d'une banque correspondent au capital économique calculé par la banque pour ses propres besoins. Pour tenir compte du fait que, sans réglementation, les banques tendent à détenir trop peu de capital, les exigences de fonds propres doivent être contraignantes. Autrement dit, les normes de fonds propres doivent amener les banques à détenir plus de fonds propres qu'elles ne le souhaitent sur une base volontaire. Par ailleurs, le supplément de fonds propres adéquat – et donc l'écart par rapport au capital écono-

<sup>17</sup> Rebonato (2003, p. S11) l'a formulé ainsi: «Il est pour ainsi dire impossible de calculer sur une base statistiquement robuste les pourcentages mentionnés souvent au sujet des fonds propres économiques (99,75% ou 99,90%) et le bien-fondé de l'utilisation de ces chiffres dans le cadre de décisions stratégiques est questionnable.»

mique – devrait dépendre du profil de risque et de la qualité de la gestion du risque de chaque banque. Cependant, comme nous l'avons vu, l'évaluation du profil de risque constitue une tâche difficile, voire impossible à la fois pour les banques et pour les autorités de surveillance. Comparée à l'approche pure, et pour autant qu'elle soit réalisable, une approche «modèle intégral avec supplément» serait considérablement moins attractive en termes d'efficacité.

En conclusion, l'approche du modèle intégral paraît intéressante, puisqu'elle minimise les distorsions provenant de pondérations risque inadéquates et qu'elle est compatible avec les modèles internes d'allocation de fonds propres des banques. Toutefois, elle présente également des lacunes majeures, notamment en ce qui concerne l'estimation et la validation des modèles utilisés par banques. Tant que ces problèmes ne seront pas résolus de manière satisfaisante, l'approche du modèle intégral ne constituera pas une option réaliste pour la réglementation des fonds propres des banques.

## 4 Avenir des prescriptions relatives aux fonds propres: trois principes

Dans cet article, nous avons décrit les raisons pour lesquelles, en l'absence de réglementation, les banques tendent à choisir une dotation insuffisante en fonds propres et, partant, à opter pour un ratio d'endettement supérieur au niveau souhaitable dans une perspective d'intérêt général. Cette distorsion résulte de la responsabilité limitée des banques, de la présence de filets de sécurité financiers et de l'existence d'effets externes en cas de faillite bancaire. Par conséquent, l'implémentation de normes de fonds propres dans le secteur bancaire est souhaitable dans une perspective d'intérêt général.

Nous avons insisté sur le fait que la sensibilité aux risques des normes de fonds propres est souhaitable, c'est-à-dire qu'une banque devrait détenir d'autant plus de fonds propres que ses actifs sont risqués. Cependant, les problèmes de mesure du risque couplés à l'asymétrie d'information limitent le degré de précision de la mesure du risque et, partant, la précision des pondérations risque. De plus, nous avons affirmé que ces problèmes ne pouvaient être résolus en déléguant la mesure du risque aux banques, c'est-à-dire en recourant à l'approche du modèle intégral. Sur la base de ce constat, nous identifions trois principes qui devraient, à nos yeux, guider l'évolution future des exigences de fonds propres.

### **Principe 1: Des normes de fonds propres optimales n'impliquent pas une parfaite sensibilité aux risques.**

Les normes de fonds propres devraient refléter les risques sous-jacents. Toutefois, les coûts et les bénéfices d'une plus grande précision de la mesure du risque – et donc d'une plus grande sensibilité aux risques – devraient être pris en compte lors de l'élaboration des normes de fonds propres. D'une part, les bénéfices marginaux – la réduction du nombre des opportunités d'arbitrage réglementaire et la baisse des incitations à exploiter ces opportunités – associés à une augmentation du degré de précision des pondérations risque sont décroissants. D'autre part, les coûts marginaux – notamment les coûts relatifs à l'élaboration, l'implémentation, le respect (compliance) et la surveillance –

associés à une précision accrue des pondérations risque sont positifs. Par conséquent, les normes de fonds propres optimales devraient refléter les risques sous-jacents de manière imparfaite, même s'il était possible de mesurer parfaitement ces risques. Concrètement, cela signifie que les améliorations futures des normes de fonds propres ne devraient pas viser des pondérations risque parfaites (mais excessivement coûteuses) mais être guidées par une analyse coûts-bénéfices.

**Principe 2: L'évaluation du risque ne devrait être déléguée aux banques que dans la mesure où l'autorité de surveillance est en mesure de vérifier l'exactitude du jugement des banques.**

Sur le plan de l'efficacité, il serait souhaitable de baser les normes de fonds propres sur l'évaluation des risques effectuée par les banques elles-mêmes. Cependant, bien que les banques aient en principe un intérêt propre à évaluer leur profil de risque avec exactitude, elles tendent également à vouloir détenir moins de fonds propres que ce qui serait souhaitable du point de vue de la collectivité. Les banques font donc face à un conflit d'intérêts: en rapportant fidèlement leurs risques aux autorités de surveillance elles auront à détenir plus de fonds propres qu'elles ne le souhaitent. Dès lors, les banques seront enclines à sous-évaluer les risques rapportés aux autorités de surveillance à moins que ces dernières soient en mesure de vérifier l'exactitude des données fournies et, le cas échéant, d'imposer des sanctions. En conséquence, les exigences de fonds propres pour un actif ou une catégorie d'actifs déterminés ne devraient reposer sur l'évaluation faite par les banques elles-mêmes que si (i) celles-ci sont en mesure de mesurer les risques sous-jacents de manière adéquate et si (ii) les autorités de surveillance peuvent vérifier l'exactitude des données fournies avec une confiance suffisante. Attendre de la part des banques qu'elles se comportent de manière optimale du point de vue de l'intérêt général (contre leurs propres intérêts) en rapportant avec exactitude des risques non vérifiables serait en contradiction avec le motif même de la réglementation des fonds propres.

**Principe 3: Les exigences de fonds propres tenant compte des risques devraient être complétées par un seuil indépendant des risques encourus par les banques.**

Les principes 1 et 2 suggèrent que toute norme de fonds propres sera imparfaite dans la mesure où les banques disposeront toujours d'une certaine marge de manœuvre pour procéder à des arbitrages réglementaires. Ces imperfections sont généralement relativement anodines. Elles peuvent cependant entraîner de sérieuses conséquences lorsque les ratios de fonds propres détenus par les banques sont très bas. Premièrement, en raison de l'effet d'aléa moral découlant de la responsabilité limitée, l'écart entre le niveau de risque désiré par la banque et le niveau de risque optimal dans une perspective d'intérêt général est d'autant plus grand, que le degré d'endettement d'une banque est élevé. Il en résulte que les incitations à exploiter les opportunités d'arbitrage réglementaire et à prendre des risques excessifs sont d'autant plus fortes que le niveau des fonds propres est bas. Les autorités de surveillance tendront dès lors à sous-estimer le véritable risque encouru par les banques précisément au moment où la dotation en fonds propres est la plus faible. Deuxièmement, les conséquences d'une sous-estimation des risques encourus sont d'autant plus graves que la dotation en fonds propres est faible, et donc que le coussin de sécurité protégeant une banque des conséquences d'une perte est mince. Pour ces raisons, un régime de fonds propres reflétant les risques sous-jacents se doit d'être complété par une limite inférieure au capital qui soit indépendante des risques encourus.<sup>18</sup> La fixation d'un seuil au ratio de fonds propres absolu (non pondéré) permet de limiter les effets des failles inhérentes à toute norme de fonds propres basée sur des pondérations risque.<sup>19</sup>

18 Une telle combinaison d'exigences de fonds propres pondérées en fonction des risques et d'une gearing ratio limit dans le secteur bancaire est en vigueur aux Etats-Unis. Une méthode analogue est prévue, en particulier en Suisse, dans le secteur des compagnies d'assurances, où l'introduction de normes de fonds propres pondérées en fonction des risques doit être complétée par une simple limite inférieure pour le capital. Pour plus de détails concernant les futures normes de fonds propres dans le secteur des assurances («Solvabilité II»), voir [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/insurance/](http://europa.eu.int/comm/internal_market/insurance/).

19 Pour une analyse détaillée d'une combinaison de normes de fonds propres pondérées en fonction des risques et d'une gearing ratio limit, voir Bichsel et Blum (2001).

## 5 Bibliographie

Berger, Allen, Richard Herring et Giorgio Szegö. 1995. The Role of Capital in Financial Institutions. *Journal of Banking and Finance* 19: 393–430.

Bichsel, Robert et Jürg Blum. 2001. Gearing Ratios – Un aperçu. Banque nationale suisse *Bulletin trimestriel* 3: 48–58.

Bichsel, Robert et Jürg Blum. 2004. The Relationship Between Risk and Capital in Swiss Commercial Banks: A Panel Study. *Applied Financial Economics* 14: 591–597.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. 1988. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Banque des Règlements Internationaux.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. (1999). Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basel Accord. Banque des Règlements Internationaux document de travail n° 1.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. 2004. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework. Banque des Règlements Internationaux, juin.

Dewatripont, Mathias et Jean Tirole. 1994. *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge: MIT Press.

Estrella, Arturo. 1998. Formulas or Supervision? Remarks on the Future of Regulatory Capital. Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* 4: 191–200.

Freixas, Xavier et Jean-Charles Rochet. 1997. *Microeconomics of Banking*. Cambridge: MIT Press.

Harris, Milton et Artur Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46: 297–355.

Hoggarth, Glenn et Victoria Saporta. 2001. Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. Bank of England *Financial Stability Review*, June.

John, Kose, Teresa John et Lemma Senbet. 1991. Risk-Shifting Incentives of Depository Institutions. *Journal of Banking and Finance* 15: 895–915.

Kim, Daesik et Anthony Santomero. 1988. Risk in Banking and Capital Regulation. *Journal of Finance* 43: 1219–33.

Kupiec, Paul et James O'Brien. 1995. A Pre-Commitment Approach to Capital Requirements for Market Risk. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series 95–36.

Modigliani, Franco et Merton Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 53: 443–453.

Morgan, Donald. 2002. Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. *American Economic Review* 92: 874–888.

Myers, Stewart. 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives* 15: 81–102.

Prescott, Edward S. 2004. Auditing and Bank Capital Regulation. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90: 47–63.

Rebonato, Riccardo. 2003. Accord Preparations: The Rest Is Yet to Come. *Risk* 16: S8–S11.

Rochet, Jean-Charles. 1992. Capital Requirements and the Behaviour of Commercial Banks. *European Economic Review* 36: 1137–78.

Santos, João. 2001. Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 10: 41–84.

Shepherd-Walwyn, Tim et Robert Litterman. 1998. Building a Coherent Risk Measurement and Capital Optimisation Model for Financial Firms. Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* 4: 171–182.



## Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 15 décembre 2005, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a ainsi portée à 0,50%–1,50%. En outre, elle a annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

## Initiative du COSA et contre-projet indirect

Déposée en octobre 2002, l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative du COSA) veut que le bénéfice net de la Banque nationale soit versé – après déduction d'un montant d'un milliard de francs à attribuer chaque année aux cantons – au Fonds de compensation de l'AVS. En 2005, cette initiative est restée bloquée plusieurs mois aux Chambres fédérales. Le 23 octobre 2005, une proposition issue d'une concertation entre les partis gouvernementaux a été soumise à la Commission de l'économie et des redevances (CER) du Conseil national. Selon cette proposition, la part de la Confédération au produit de la vente des réserves d'or excédentaires de la BNS est à attribuer au Fonds de compensation de l'AVS (environ 7 milliards de francs; voir Bulletin trimestriel 1/2005, p. 61). La CER a alors élaboré le projet d'une «Loi fédérale sur l'utilisation de la part de la Confédération aux réserves d'or excédentaires de la Banque nationale». Cette loi fédérale est conçue comme un contre-projet indirect à l'initiative du COSA. En effet, elle entrera en vigueur uniquement si l'initiative est rejetée en votation populaire. A la session de décembre, la loi a été approuvée par le Conseil national, puis par le Conseil des Etats. Lors de la votation finale du 16 décembre 2005, elle a été adoptée par les deux Chambres. Le même jour, les deux Chambres ont recommandé le rejet de l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS».



1	6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
2	6	
3	6	
4	6	
1	38	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
2	40	
3	40	
4	38	
1	58	<b>Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés</b>
2	56	
		<b>Articles et exposés</b>
3	62	<b>Amstad, Marlene et Philipp M. Hildebrand</b> Prix du pétrole et politique monétaire – un nouveau paradigme
4	42	<b>Bichsel, Robert et Jürg Blum</b> Normes de fonds propres dans le secteur bancaire: tour d'horizon et perspectives d'avenir
1	42	<b>Hildebrand, Philipp M.</b> Développements récents dans le secteur de fonds d'arbitrage
3	44	<b>Kübler, Thomas</b> Les recettes des entreprises à succès
2	44	<b>Raggenbass, Hansueli</b> Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 29 avril 2005
2	50	<b>Roth, Jean-Pierre</b> Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse, du 29 avril 2005
3	52	<b>Roth, Jean-Pierre</b> Fixer les bonnes priorités – accélérer notre croissance
1	60	<b>Chronique monétaire</b>
2	60	
3	82	
4	52	

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger 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](mailto: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 écono-  
miques: fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an  
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)

**Internet**

<http://www.snb.ch>



