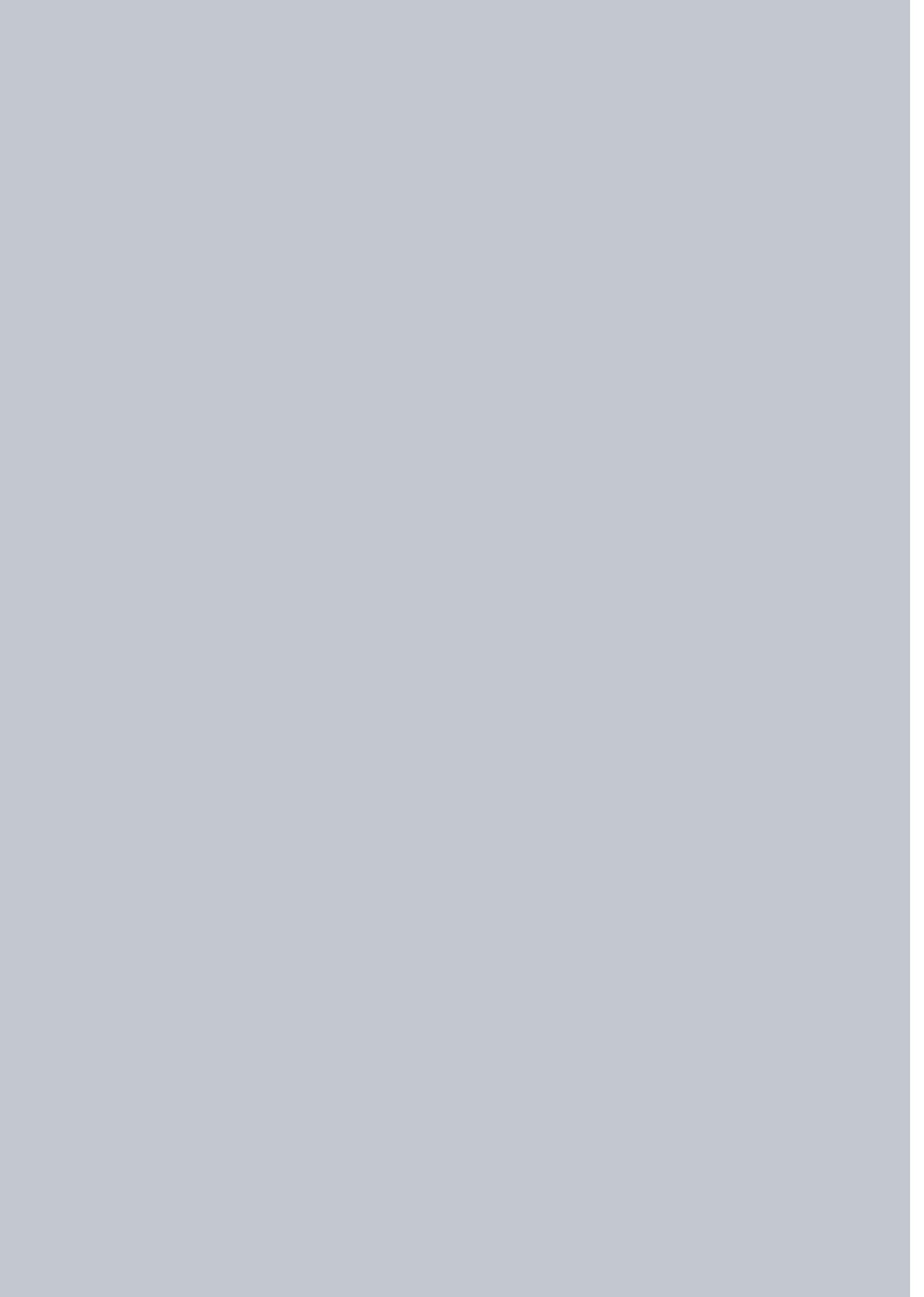


SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIONALE SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bulletin trimestriel



Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2006

24^e année

Contenu

4	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
38	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
42	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hansueli Raggenbass
48	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Jean-Pierre Roth
54	Modèles de politique monétaire destinés aux banques centrales Nicolas Cuche
64	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
70	Chronique monétaire

Sommaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Au premier trimestre de 2006, la croissance s'est accélérée dans la plupart des économies importantes. Le climat s'est ensuite détérioré sur les marchés financiers, dans le sillage principalement de la hausse des taux d'intérêt et d'une nouvelle augmentation du prix du pétrole. Les taux d'intérêt plus élevés ont découlé essentiellement de l'amélioration de la conjoncture. Les anticipations inflationnistes ont augmenté, et les banques centrales ont réagi à cette évolution en relevant les taux d'intérêt à court terme. Malgré cette adaptation de la politique monétaire, les conditions-cadres monétaires ont continué à soutenir la conjoncture mondiale. Les plus grosses incertitudes pesant sur l'économie mondiale découlent sans doute toujours des déséquilibres des balances des transactions courantes, du niveau élevé et de la volatilité des prix des produits énergétiques et des marchés de l'immobilier, en partie surévalués.

Dans un environnement caractérisé par une conjoncture mondiale en essor, l'économie suisse a elle aussi gagné en vigueur. Au premier trimestre de 2006, le produit intérieur brut réel (PIB) de la Suisse dépassait de 3,8% son niveau de la période précédente et de 3,5% celui du trimestre correspondant de 2005. La sensible reprise des investissements en biens d'équipement est à relever tout particulièrement. La vive croissance a été accompagnée par une progression plus nette de l'emploi et un léger repli du chômage. Le renchérissement est resté modéré, mais l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée ces derniers mois à la suite de l'utilisation plus forte des capacités de production et de la hausse du prix du pétrole.

Le 15 juin, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter cette marge à 1%-2%. Elle a annoncé également son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, 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 aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 160 entreprises de divers secteurs et branches ont donné une image à peu près sans nuage de la conjoncture pour les mois de mars, d'avril et de mai 2006. Pour les interlocuteurs de presque toutes les branches, le début de l'année a été bon et la marche des affaires est restée très satisfaisante durant cette période. Une fois de plus, le commerce de détail a été la lanterne rouge, bien qu'il ait lui aussi ressenti les effets d'une certaine amélioration du climat de consommation.

Assemblée générale des actionnaires (p. 42)

Lors de l'Assemblée générale du 28 avril, Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la BNS, a commenté d'abord les comptes annuels pour 2005. Grâce à des plus-values substantielles sur l'or et sur les actifs en dollars des Etats-Unis, le résultat de l'exercice 2005 a été exceptionnellement élevé. Il ne reflète cependant en aucune manière la capacité bénéficiaire à moyen et long terme de la BNS. Si l'on fait abstraction des plus-values, les résultats de la BNS ont eu en effet plutôt tendance à diminuer au cours des dernières années. Cette évolution est due non seulement à la baisse des taux d'intérêt, mais aussi au volume moins important des placements. Du côté des charges d'exploitation de la BNS, on observe en particulier une augmentation, ces dernières années, des amortissements – une conséquence du recours accru à des équipements informatiques – et des charges de personnel.

Après une rétrospective de l'année 2005, le président de la Direction générale, Jean-Pierre Roth, a esquissé les perspectives conjoncturelles pour 2006. Il a insisté sur la nécessité de poursuivre les efforts de réforme en vue d'accroître le potentiel de croissance à long terme de l'économie suisse. En assurant la stabilité des prix, la BNS crée un environnement propice à l'essor de la conjoncture et aux adaptations structurelles. L'important est que la politique monétaire soit crédible. Il s'agit ici non seulement de l'autonomie formelle, mais également de l'environnement politique. L'initiative Cosa est l'exemple d'une démarche politique pouvant menacer la crédibilité de la politique monétaire de la BNS.

Modèles de politique monétaire destinés aux banques centrales (p. 54)

En automne 2005, la BNS a organisé avec la Banque du Canada et la Banque de Réserve fédérale de Cleveland une conférence sur le thème «Modèles de politique monétaire destinés aux banques centrales»; la conférence s'est déroulée dans les locaux de la BNS. Le rapport précise l'importance des modèles économétriques pour la politique monétaire et résume les diverses contributions sur les développements les plus récents dans le domaine de la modélisation.

Swiss National Bank Working Papers (p. 64)

Résumés de cinq articles: Martin Brown et Christian Zehnder, «*Credit Reporting, Relationship Banking, and Loan Repayment*», SNB Working Paper 2006-3; Hans-Jörg Lehmann et Michael Manz, «*The Exposure of Swiss Banks to Macroeconomic Shocks – an Empirical Investigation*», SNB Working Paper 2006-4; Katrin Assenmacher-Wesche et Stefan Gerlach, «*Money Growth, Output Gaps and Inflation at Low and High Frequency: Spectral Estimates for Switzerland*», SNB Working Paper 2006-5; Marlene Amstad et Andreas M. Fischer, «*Time-Varying Pass-Through from Import Prices to Consumer Prices: Evidence from an Event Study with Real-Time Data*», SNB Working Paper 2006-6; Samuel Reynard, «*Money and the Great Disinflation*», SNB Working Paper 2006-7.

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-juin 2006. Les chapitres 1 à 3 ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale de la Banque nationale suisse a effectué en juin 2006.

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
28	3.2 Cours de change
29	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
31	3.4 Agrégats monétaires
33	3.5 Crédits
34	4 La prévision d'inflation de la BNS
34	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
36	4.2 Prévision d'inflation du 2 ^e trimestre de 2006 au 1 ^{er} trimestre de 2009
24	Encadré: <i>Dynamic factor inflation</i> , une nouvelle mesure de l'inflation sous-jacente
35	Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

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

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en juin 2006. 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 juin 2006.

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

L'économie mondiale est restée dans une situation favorable. Au premier trimestre de 2006, la croissance s'est accélérée dans la plupart des économies importantes. Toutefois, le climat s'est ensuite détérioré sur les marchés financiers, dans le sillage principalement de la hausse des taux d'intérêt et d'une nouvelle augmentation des prix du pétrole et d'autres matières premières. Les taux d'intérêt plus élevés ont découlé essentiellement de l'amélioration de la conjoncture. Les banques centrales ont réagi à la hausse des anticipations inflationnistes et relevé les taux d'intérêt à court terme. En dépit de cette adaptation de la politique monétaire, les conditions-cadres sur le plan monétaire ont continué à soutenir l'économie mondiale.

En vue de chacune de ses prévisions trimestrielles d'inflation, la BNS établit le scénario de conjoncture internationale qui lui paraît le plus vraisemblable pour les trois prochaines années. Elle reste optimiste pour ce qui a trait à l'évolution de la conjoncture mondiale. A moyen terme, elle table sur une croissance toujours robuste. Jusqu'au premier trimestre de 2009 (fin de la période sur laquelle porte la prévision d'inflation), la croissance aux Etats-Unis et dans l'UE devrait se rapprocher du potentiel, soit de 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE. Les plus grosses incertitudes qui pèsent sur l'économie mondiale découlent, comme précédemment, des déséquilibres des balances des transactions courantes, du niveau élevé et de la volatilité des prix des produits énergétiques et des marchés de l'immobilier, en partie surévalués.

Dans un environnement caractérisé par une économie mondiale en essor, la conjoncture a gagné en vigueur, en Suisse également. Au premier trimestre de 2006, le produit intérieur brut (PIB) réel de la Suisse dépassait de 3,8% son niveau de la période précédente et de 3,5% celui du trimestre correspondant de 2005. La demande intérieure comme la demande étrangère ont contribué à la forte croissance. La sensible reprise des investissements en biens d'équipement est à relever tout particulièrement. Le secteur bancaire et l'industrie ont fourni d'importantes contributions à la croissance.

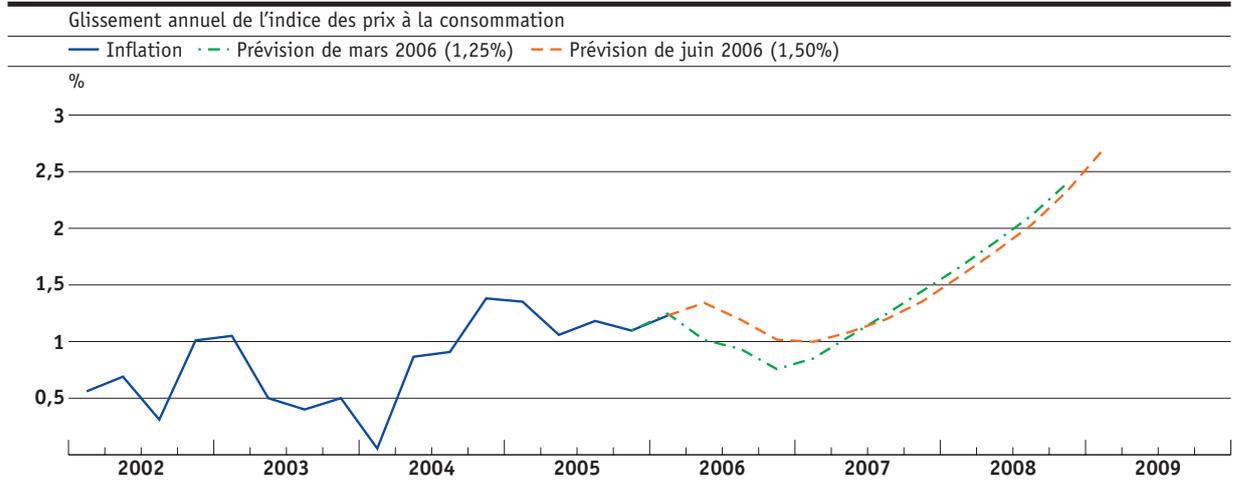
Grâce à cette vive expansion économique, la progression de l'emploi s'est accélérée, et le chômage a marqué un léger repli. Le climat général positif dans lequel baigne l'économie ressort également des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés, entre mars et mai 2006, avec des interlocuteurs des diverses branches. Presque sans exception, ces interlocuteurs ont estimé que leurs attentes optimistes pour 2006 seront satisfaites, voire dépassées.

Pour 2006, la BNS table sur une poursuite de la reprise économique, reposant sur une large assise, et sur une progression du PIB réel de plus de 2,5% en moyenne annuelle. Le renforcement des investissements des entreprises devrait stimuler davantage l'emploi. Une progression est attendue en particulier dans le secteur des services où l'emploi n'a que peu augmenté jusque-là. Après correction des variations saisonnières, le taux de chômage devrait ainsi passer au-dessous de 3% jusqu'au début de 2007.

Lors de son examen trimestriel de la situation de juin, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 1%-2%. Elle a ainsi adapté le cap de sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture et veillé à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables.

Selon la prévision d'inflation de juin, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 1,5% ces trois prochaines années, le renchérissement restera modéré en 2006 et fléchira pour s'inscrire à 1% au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, il devrait s'établir à 1,2%. Dans le sillage de l'amélioration de la conjoncture, le taux d'utilisation des capacités de production a continué à augmenter. Cette évolution, conjuguée à un approvisionnement abondant de l'économie en liquidités, devrait engendrer des pressions inflationnistes croissantes à partir de 2007. Dans le cas d'un Libor à trois mois maintenu à 1,5%, l'inflation pourrait franchir la barre des 2% au début de 2008, et l'objectif de la stabilité des prix ne serait alors plus respecté. Aussi la BNS adaptera-t-elle encore graduellement le cap de sa politique monétaire si la reprise de la conjoncture se poursuit comme prévu.

Prévisions d'inflation de mars 2006, avec Libor à 1,25%, et de juin 2006, avec Libor à 1,50%



Prévision d'inflation de juin 2006 avec Libor à 1,50%

	2006	2007	2008
Inflation annuelle moyenne en %	1,2	1,2	1,9

1 Environnement international

Au premier trimestre de 2006, la croissance s'est accélérée dans la plupart des économies importantes. Le léger ralentissement qui avait été constaté au trimestre précédent s'est donc révélé passager. Le climat s'est toutefois détérioré sur les marchés financiers dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt et d'une nouvelle augmentation des prix du pétrole et d'autres matières premières. Après les substantielles hausses des cours du premier trimestre, les marchés des actions ont sensiblement fléchi en mai.

Les taux d'intérêt plus élevés reflètent essentiellement l'amélioration de la conjoncture. Les anticipations inflationnistes ont augmenté, et les banques centrales ont réagi à cette évolution en relevant les taux d'intérêt à court terme. Malgré cette adaptation de la politique monétaire, les conditions-cadres monétaires ont continué à soutenir la conjoncture mondiale. Les plus grosses incertitudes pesant sur l'économie mondiale découlent sans doute toujours des déséquilibres des balances des transactions courantes, du niveau élevé et de la volatilité des prix des produits énergétiques et des marchés de l'immobilier, en partie surévalués.

En vue de sa prévision d'inflation de juin, la BNS a légèrement révisé à la hausse ses hypothèses sur l'évolution, en 2006, du PIB aux Etats-Unis; depuis, elle table sur une croissance de 3,5%. Elle a ainsi tenu compte en particulier de la forte expansion de l'économie américaine au premier trimestre. La croissance prévue pour le Japon a elle aussi été revue à la hausse, par rapport à ce qui était attendu

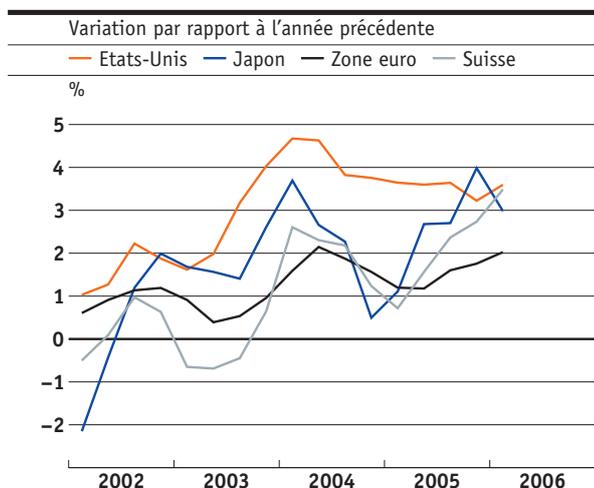
encore en mars, et portée à 2,8%. Pour ce qui est des pays de l'UE (UE à 15), la BNS s'attend par contre à une croissance presque inchangée à 2,3%. Globalement, ses hypothèses en matière de croissance sont toujours légèrement supérieures aux prévisions consensuelles (voir tableau 1.1 et chapitre 4.1).

Vive expansion économique aux Etats-Unis

Au premier trimestre, l'économie américaine s'est redressée après la phase de faiblesse qu'elle avait subie du fait des cyclones de l'été 2005. Par rapport au trimestre précédent, le PIB réel a augmenté de 5,3% et enregistré ainsi sa plus forte expansion depuis le troisième trimestre de 2003. La demande intérieure s'est accélérée grâce surtout aux achats de biens de consommation durables et aux investissements des entreprises. Des impulsions ont également découlé de la vive progression des exportations de biens et de services.

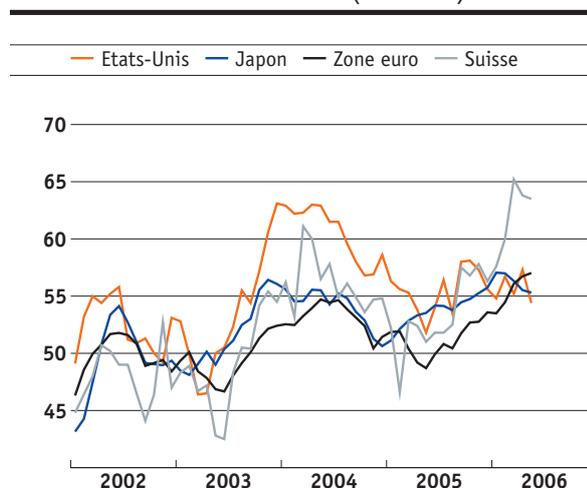
Les perspectives conjoncturelles sont demeurées bonnes, mais la reprise devrait perdre un peu de son dynamisme. En avril, la production industrielle a connu une nouvelle expansion, et les entreprises ont conservé leur optimisme. Cela s'est traduit notamment par un fort accroissement des commandes de biens d'équipement. La consommation privée a de nouveau profité de l'amélioration de l'emploi et des salaires en augmentation. Dans ce domaine, on compte cependant avec un ralentissement, dû aux taux d'intérêts plus élevés, à l'affaiblissement des marchés de l'immobilier et des actions ainsi qu'à la flambée des prix des produits énergétiques. La croissance économique devrait ainsi se rapprocher de son potentiel, soit de 3%.

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

Maintien de la reprise en Europe

Dans la zone euro aussi, la conjoncture a gagné en vigueur. Soutenue par une demande plus forte dans les trois plus grands pays membres, la croissance économique s'est accélérée, passant de 1% au quatrième trimestre de 2005 à 2,4% au trimestre suivant. Cette évolution a découlé surtout des dépenses de consommation des ménages et des exportations. Les investissements sont par contre restés à la traîne. Une série d'indicateurs montre une faiblesse du côté de la construction, tandis que les investissements en biens d'équipement ont progressé. En Allemagne notamment, les investissements des entreprises se sont nettement renforcés au cours des derniers trimestres.

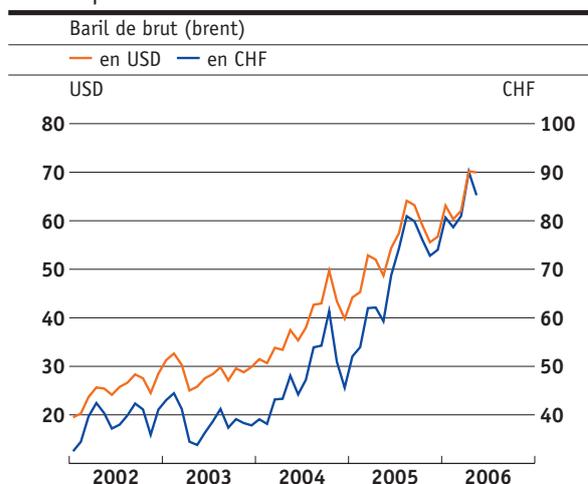
En Europe, la reprise économique semble gagner en assise. La confiance a d'abord gagné l'industrie, puis s'est étendue aux entreprises du secteur des services et aux consommateurs. En outre, l'enquête que la Banque centrale européenne (BCE) effectue chaque trimestre sur les crédits signale une amélioration de la propension à investir. L'emploi devrait par conséquent progresser à un rythme plus élevé. De l'observation par pays, on peut déduire que la reprise est également bien ancrée au niveau régional et que l'économie allemande a rattrapé son retard dans le cycle conjoncturel. Le relèvement de la TVA en Allemagne, prévu pour début 2007, engendre toutefois quelques incertitudes.

Forte croissance en Asie

Contrairement à ce qui a été observé aux Etats-Unis et en Europe, la croissance du PIB réel japonais s'est ralentie au premier trimestre. Elle a été de 1,9%, soit à peine la moitié du rythme atteint le trimestre précédent. Le climat est néanmoins resté globalement positif. De sensibles impulsions ont découlé une fois encore de la consommation privée et des investissements. Les exportations ont elles aussi marqué une vive progression, mais celle-ci a été neutralisée par l'expansion encore plus forte des importations. La nouvelle amélioration sur le marché du travail incite en particulier à l'optimisme.

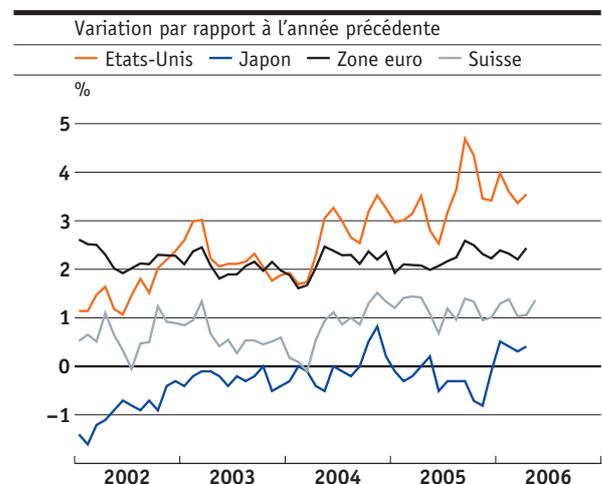
L'économie chinoise ne montre toujours aucun signe d'épuisement. Au premier trimestre, le PIB réel dépassait de 10,3% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les investissements se sont accrus de presque 30% et, grâce à l'expansion des exportations, la contribution du commerce extérieur à la croissance est restée positive. Les indicateurs disponibles pour le mois d'avril laissent prévoir un maintien de l'essor économique. La politique monétaire et la politique de crédit, toutes deux légèrement plus restrictives, devraient certes entraîner un certain tassement des exportations et des investissements, mais la progression des revenus et les mesures incitatives adoptées par l'Etat devraient stimuler la consommation privée. Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et Taiwan ont eux aussi enregistré une croissance économique robuste au premier trimestre. La demande d'appareils électroniques, très vive sur le plan mondial, a apporté un soutien substantiel à la conjoncture.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: Thomson Datastream et Office fédéral de la statistique (OFS)

Légère augmentation des pressions inflationnistes

Du fait de la hausse des prix des produits énergétiques, le taux annuel d'inflation – prix à la consommation – des grands pays industrialisés (pays du G7) était de nouveau proche de 3% en avril. Même l'inflation sous-jacente – elle exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation – a augmenté pour s'établir à 1,7%. Elle atteignait 2,3%, soit son niveau le plus élevé depuis plus d'un an, aux Etats-Unis et 1,6% dans la zone euro. Au Japon, elle était de nouveau supérieure à zéro ces derniers mois, après avoir évolué pendant un an dans la zone négative. La légère accélération de l'inflation sous-jacente est le reflet de l'amélioration du taux d'utilisation des capacités de production dans la plupart des pays, amélioration qui facilite les adaptations de prix à la hausse.

Nouveau durcissement de la politique monétaire

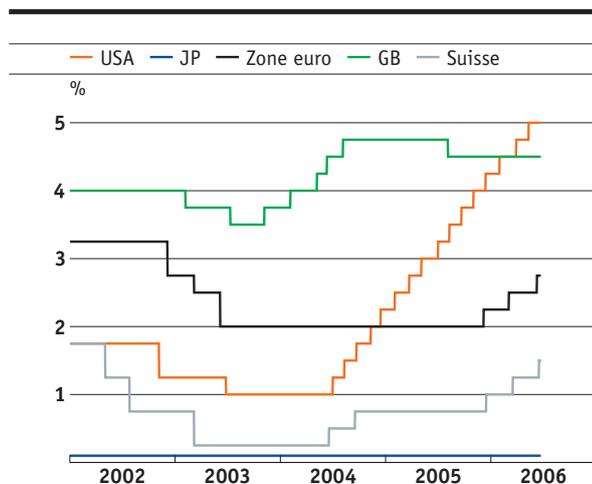
Plusieurs banques centrales ont durci leur politique monétaire au premier semestre. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a relevé le taux de l'argent au jour le jour d'un quart de point tant en mars qu'en mai. Elle l'a ainsi porté à 5%. La BCE a elle aussi réagi face à l'accroissement des risques d'inflation. Elle a augmenté son taux principal de refinancement de 0,5 point en deux étapes, l'une en mars et l'autre en juin, pour l'amener à 2,75%. La banque centrale japonaise s'est concentrée sur la réduction des liquidités excédentaires et a mainte-

nu son taux directeur inchangé à 0%. Quant à la banque centrale chinoise, elle a annoncé, en avril, une hausse de 0,27 point des taux d'intérêt à court terme dans le but d'endiguer la croissance des crédits et des investissements; depuis, le taux d'intérêt à un an est de 5,85%.

Prévisions consensuelles plus optimistes

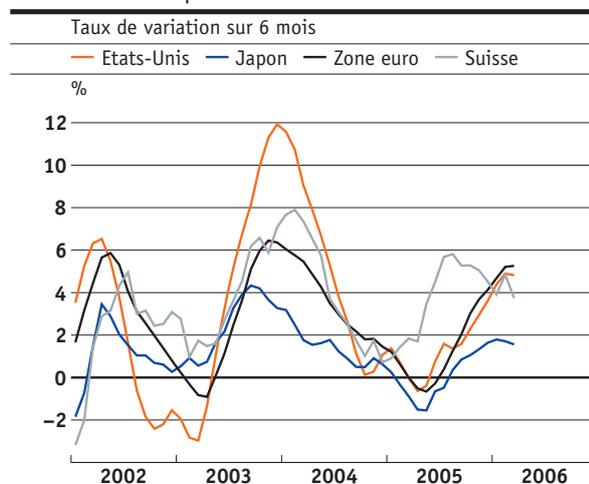
L'évaluation toujours favorable de la conjoncture mondiale s'est également répercutée sur les prévisions consensuelles de croissance du PIB pour 2006. Les prévisions publiées en mai sont en effet plus élevées pour la majorité des pays industrialisés. La révision la plus forte concerne la croissance au Japon, où on table maintenant sur une expansion de 3%, contre 2,3% précédemment. Pour les Etats-Unis et la zone euro, les adaptations sont en revanche restées modérées. Etant donné l'augmentation des prix des produits énergétiques et l'amélioration du taux d'utilisation des capacités de production, les prévisions consensuelles ont été révisées à la hausse dans le domaine également du renchérissement: les prévisions établies en mai donnent une palette entre 0,4% pour le Japon et 3,2% pour les Etats-Unis (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: OCDE

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	Février		Mai		Février		Mai	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Etats-Unis	3,2	3,0	3,4	2,9	2,9	2,3	3,2	2,4
Japon	2,3	3,2	3,0	2,3	0,2	0,5	0,4	0,6
Zone euro	2,0	1,8	2,1	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1
Allemagne	1,6	1,0	1,8	1,1	1,7	2,3	1,7	2,3
France	1,9	2,0	2,0	2,0	1,7	1,6	1,7	1,5
Italie	1,3	1,3	1,2	1,2	2,1	1,9	2,1	1,9
Royaume-Uni	2,1	2,4	2,3	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0
Suisse	2,0	1,7	2,3	1,7	1,0	1,1	1,1	1,1

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 de février et de mai 2006. 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

Forte croissance du PIB

Dans un environnement caractérisé par une conjoncture mondiale en essor, l'économie suisse a elle aussi gagné en vigueur. Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a augmenté, au premier trimestre, de 3,8% par rapport au trimestre précédent et de 3,5% par rapport à la période correspondante de 2005. La demande intérieure comme la demande étrangère ont contribué à cette vive croissance. Un fait est à signaler tout particulièrement: les investissements en biens d'équipement, qui étaient restés à la traîne, ont marqué une nette reprise. La croissance a reposé sur une large assise, comme l'atteste notamment l'évolution des diverses branches. Le secteur bancaire et l'industrie ont sensiblement contribué à l'expansion économique. La vive croissance a été accompagnée par une progression plus nette de l'emploi et un léger repli du chômage.

Excellente conjoncture dans l'industrie

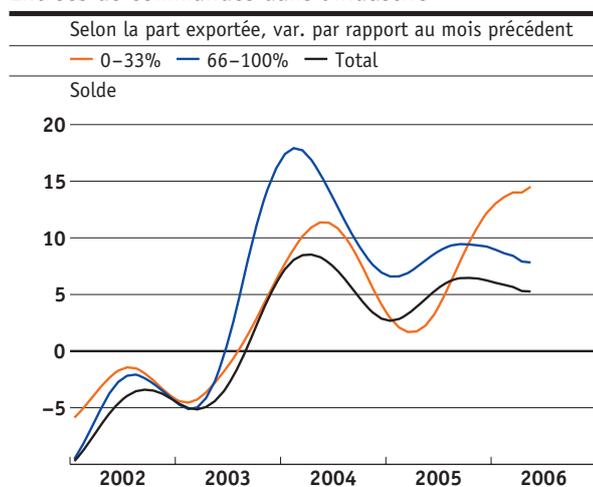
La conjoncture toujours favorable dans l'industrie s'est reflétée dans les données que l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publiées en juin sur

la production industrielle. Selon ces données, la production dans l'industrie manufacturière au premier trimestre dépassait de 11,8% son niveau de la période précédente et de 10,2% celui du trimestre correspondant de 2005. Les entreprises exportatrices comme celles qui sont axées sur le marché intérieur ont signalé une demande en hausse. Les réserves de travail ont continué à progresser pour atteindre un niveau jugé très bon. Bien que la production ait sensiblement augmenté et que les stocks de produits finis aient été réduits, les délais de livraison se sont allongés. Compte tenu de la forte demande, les entreprises ont renforcé leurs réserves de matières premières et de produits intermédiaires. Ce faisant, elles ont dû faire face à des prix en hausse pour de tels produits.

Perspectives conjoncturelles sans nuage pour 2006

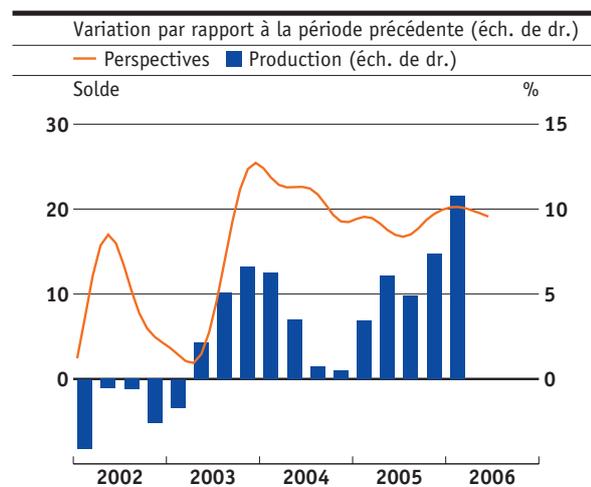
Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés, entre mars et mai 2006, avec des représentants de diverses branches ont confirmé le bon climat général qui caractérise l'économie. Presque sans exception, les interlocuteurs ont estimé que leurs attentes optimistes pour 2006 seront satisfaites, voire dépassées. Une légère amélioration s'est dessinée également dans le commerce de détail (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale»).

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: OFS et KOF

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2002	2003	2004	2005	2004			2005				2006
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Consommation privée	-0,0	0,8	1,4	1,6	0,2	0,1	1,2	2,2	2,4	2,2	0,6	2,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,7	2,2	1,4	1,3	-2,1	0,4	1,5	4,9	1,1	-2,4	-0,0	-0,3
Formation de capital fixe	0,3	-1,3	3,3	3,1	1,7	4,2	-7,8	6,4	17,8	-6,5	1,2	2,9
Construction	2,2	1,8	4,1	3,6	-9,5	0,8	-7,6	9,8	30,3	-13,5	-3,9	-10,2
Biens d'équipement	-1,2	-3,8	2,7	2,8	12,5	7,2	-8,0	3,7	7,7	0,3	5,8	15,4
Demande intérieure finale	0,2	0,5	1,8	1,9	0,2	1,1	-0,9	3,5	5,5	-0,4	0,6	2,3
Demande intérieure	-0,5	0,4	1,0	2,0	5,0	0,9	-3,2	5,7	0,4	2,6	5,9	-0,3
Exportations totales	-0,7	-0,5	8,9	4,5	-3,5	6,9	4,5	-7,7	23,5	5,3	5,3	18,5
Marchandises	1,1	-0,1	7,8	5,4	-7,2	10,9	2,4	-7,1	31,9	1,4	5,6	25,4
Sans les MPPAA ¹	0,4	0,7	7,6	5,8	-2,2	9,2	2,5	-8,8	41,0	-2,6	6,2	17,8
Services	-5,7	-1,6	12,0	2,4	6,6	-2,4	9,9	-9,1	3,7	16,5	4,6	1,8
Demande globale	-0,5	0,1	3,5	2,8	2,1	2,8	-0,7	1,0	7,6	3,5	5,7	5,8
Importations totales	-2,6	1,3	7,4	5,3	6,6	8,8	-4,0	0,6	17,7	3,2	13,5	10,6
Marchandises	-3,0	2,1	6,4	5,8	6,9	11,1	-5,6	0,5	20,9	3,6	14,6	10,8
Sans les MPPAA ¹	-2,2	2,7	6,6	5,3	1,8	13,4	-6,3	1,1	17,0	6,8	10,0	11,0
Services	-0,7	-2,7	12,0	2,7	5,5	-1,4	4,0	1,1	4,0	1,4	8,4	9,5
PIB	0,3	-0,3	2,1	1,9	0,4	0,6	0,7	1,2	3,8	3,6	2,7	3,8

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

Pour 2006, la BNS table sur une croissance du PIB de plus de 2,5%. La croissance devrait continuer à reposer sur une large assise. D'importantes impulsions découleront encore des exportations. En outre, le renforcement des investissements des entreprises devrait contribuer à la reprise et stimuler davantage l'emploi. Une progression est escomptée en particulier dans le secteur des services où l'emploi n'a jusque-là que peu augmenté. La BNS s'attend à ce que, d'ici au début de 2007, le taux de chômage passe au-dessous de 3% en données corrigées des variations saisonnières.

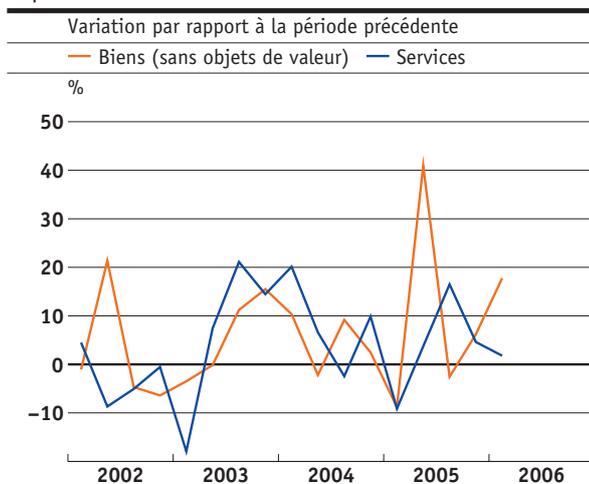
Expansion des exportations

Grâce à la vigoureuse demande étrangère, les exportations de biens et de services ont fortement augmenté. Au premier trimestre, leur volume dépassait de 12,2% le niveau de la période correspondante de 2005. L'expansion des exportations de services a cependant marqué un ralentissement. Comme dans la période précédente, les commissions encaissées par les banques et les recettes tirées du tourisme se sont accrues à des rythmes supérieurs à la moyenne. Les entreprises de transport et les compagnies d'assurance du secteur privé ont elles aussi enregistré des résultats positifs dans leurs opérations transfrontières.

Pour ce qui est des marchandises (hors objets de valeur), les exportations de biens d'équipement – elles représentent près de 30% de l'ensemble des exportations de marchandises – ont augmenté de façon particulièrement forte, en volume, par rapport au trimestre précédent. La croissance des ventes à l'étranger de produits semi-finis s'est ralentie, et les exportations de biens de consommation (produits chimiques et pharmaceutiques, montres), qui avaient atteint un niveau très élevé au trimestre précédent, ont marqué un repli. En avril, la tendance à la hausse des exportations de biens d'équipement s'est poursuivie, tandis que les livraisons à l'étranger de biens de consommation se sont stabilisées.

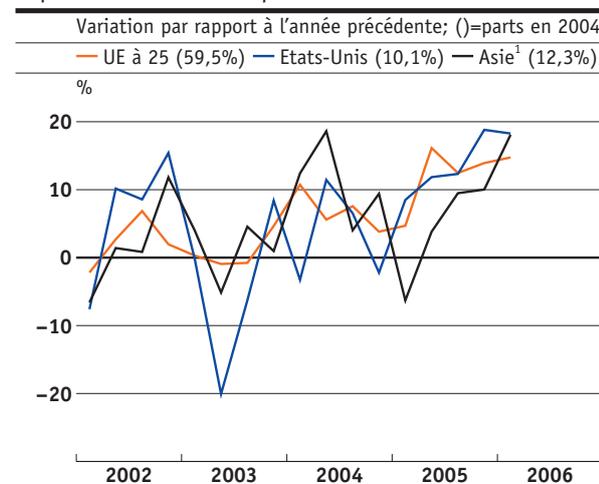
La demande de biens suisses a reposé sur une large assise géographique. Ce sont surtout les exportations vers les pays de l'UE qui ont progressé, les ventes à l'Allemagne, à la France et à la Grande-Bretagne ayant joué un rôle prépondérant dans cette évolution. Les livraisons de marchandises aux Etats-Unis ont elles aussi continué à se développer favorablement. Par contre, les exportations vers les pays asiatiques ont perdu de leur vigueur, mais se sont maintenues à des niveaux élevés.

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)

Vif accroissement des importations

Au premier trimestre, les importations de marchandises et de services se sont toujours accrues vivement; elles étaient supérieures de 10% à leur niveau du même trimestre de l'année précédente. Du côté des services, les dépenses pour les taxes, licences et brevets et celles pour les transports ont augmenté avec vigueur, tandis que les dépenses au titre du tourisme ont vu leur progression marquer un léger ralentissement. A eux trois, ces éléments constituent environ 85% des importations de services.

La forte croissance des importations de marchandises s'est maintenue au premier trimestre. Les importations de biens d'équipement, qui forment un peu plus de 25% de l'ensemble des importations de marchandises, ont enregistré la plus forte expansion. La demande de biens de consommation étrangers a progressé à un rythme faiblissant, tandis que les importations de produits pétroliers ont stagné et que les achats de matières premières et de produits semi-finis ont reculé nettement. Ces évolutions se sont poursuivies en avril.

Consommation robuste

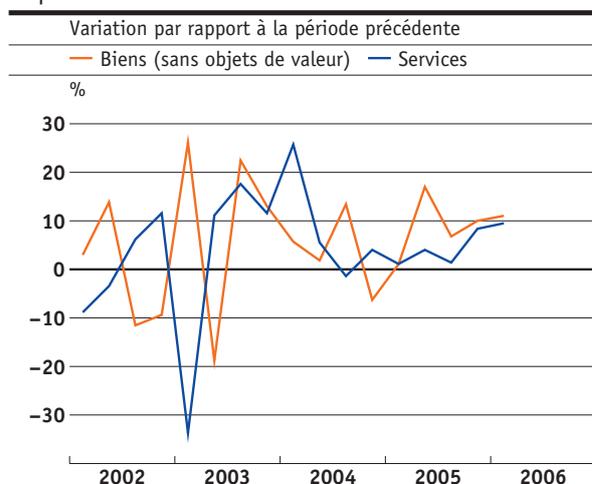
Soutenue par la hausse des revenus et l'amélioration de la situation sur le marché du travail, la consommation privée a évolué favorablement. Après une progression modérée à la fin de 2005, elle a augmenté au premier trimestre de 2,5% par

rapport à la période précédente et de 2% en comparaison annuelle. La demande de biens de consommation durables – les voitures de tourisme en font partie – a généralement évolué de façon positive. Des impulsions substantielles ont découlé de la consommation de services, en particulier des dépenses plus élevées dans les domaines de l'habitat, de la santé et des loisirs. Le tourisme a lui aussi bénéficié de la propension plus forte à consommer. Le nombre de nuitées d'hôtes suisses s'est sensiblement accru jusqu'en mars et, au vu de l'actuel taux de réservation dans l'hôtellerie, on peut compter avec une bonne saison estivale.

Perspectives favorables pour la consommation privée

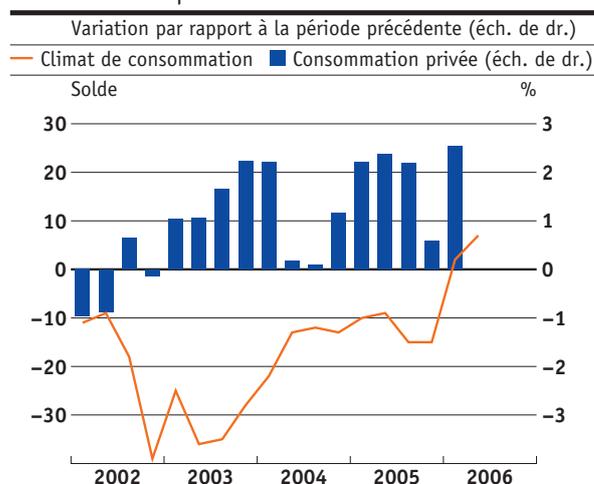
En avril, l'indice du climat de consommation a augmenté pour la deuxième fois consécutive et s'est clairement établi dans la zone positive. Cette embellie a surtout découlé des appréciations plus favorables qui ont été portées sur la conjoncture et sur le marché du travail. L'augmentation des revenus des ménages, qui est attendue pour cette année, devrait elle aussi soutenir la consommation privée. La BNS s'attend à ce que les revenus réels des salariés s'accroissent de 2% cette année, après une progression de 0,9% en 2005; elle table sur une nette amélioration de l'emploi et sur une légère hausse des salaires réels.

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

Poursuite de l'expansion dans la construction de logements

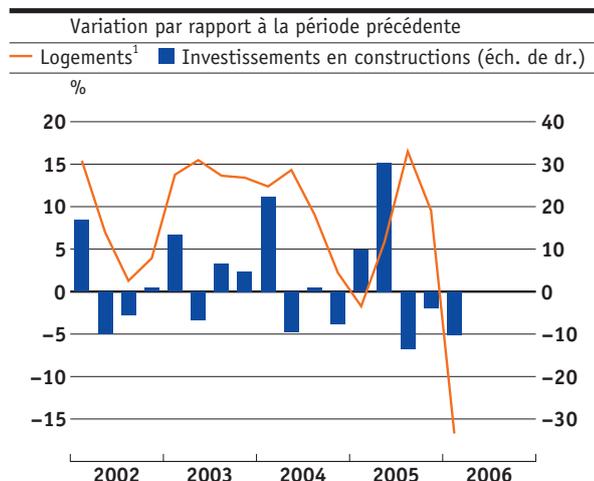
Le secteur de la construction de logements est resté, au premier trimestre, un soutien important de la conjoncture. Selon la statistique trimestrielle de l'OFS, le nombre de logements en construction s'est vivement accru d'un trimestre à l'autre. Il dépassait de 20% son niveau du premier trimestre de 2005. Dans l'ensemble toutefois, les chiffres publiés par le seco sur les investissements en constructions sont légèrement inférieurs à ceux des trois premiers mois de l'année précédente.

Après leur forte augmentation de 2005, les investissements en constructions ne devraient plus progresser que faiblement; les impulsions les plus vives devraient continuer à provenir de la construction de logements. Mesurée au nombre de permis de construire, la demande de logements supplémentaires est certes demeurée élevée, mais elle n'a plus atteint, au premier trimestre, son niveau de l'année précédente. Après l'essor exceptionnel enregistré ces deux dernières années, la construction de logements devrait donc croître à un rythme nettement plus modéré en 2006. En revanche, une reprise semble se dessiner du côté de la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et au commerce. Dans le segment des immeubles de bureaux, aucune amélioration ne se profile, de nombreux locaux étant toujours vacants.

Rattrapage dans les investissements en biens d'équipement

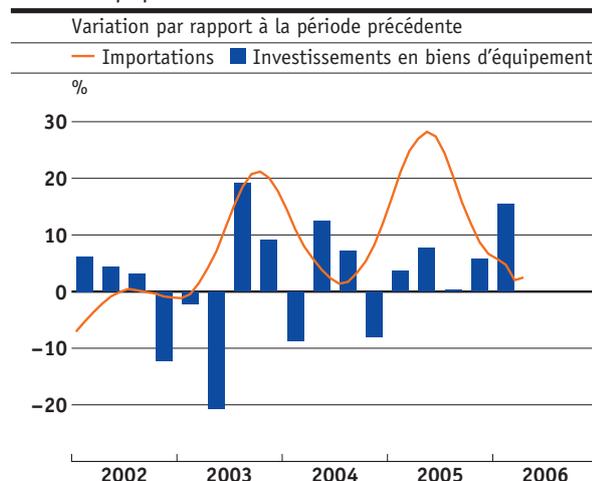
Après avoir progressé de 2,8% seulement en 2005, alors que la conjoncture était en reprise, les investissements en biens d'équipement se sont fortement accrus au premier trimestre de 2006. Ils dépassaient de 7,2% leur niveau des trois premiers mois de 2005. Etant donné l'amélioration de la situation financière des entreprises et l'optimisme qu'inspire la conjoncture, on peut tabler sur une poursuite, cette année, de l'expansion des investissements en biens d'équipement. Ainsi, les capacités techniques devraient progressivement atteindre un niveau plus adapté au volume de production. Suite à la faiblesse des investissements réalisés au cours des dernières années, tant le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie que le nombre d'entreprises déclarant des capacités devenues insuffisantes avaient fortement augmenté.

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

Hausse du taux d'utilisation et extension des capacités

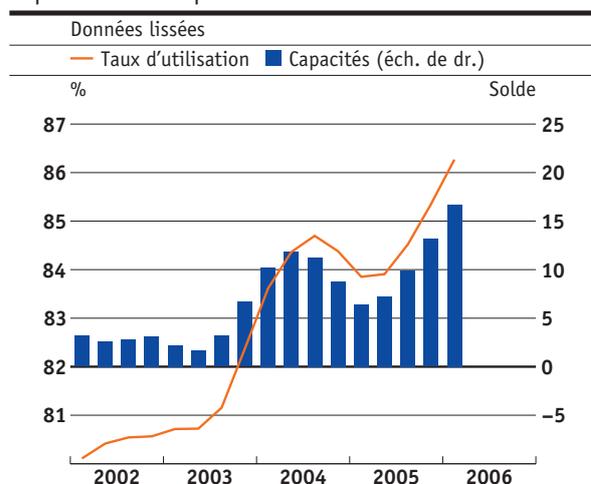
Selon l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée au premier trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a progressé, passant de 85,4% à 86,3%, soit à un niveau nettement supérieur à sa moyenne à long terme. En même temps, les capacités techniques ont été fortement augmentées. On peut en déduire que la reprise, dans l'industrie suisse, est considérée comme durable.

Ecart de production presque entièrement comblé

L'écart de production dans l'ensemble de l'économie est un instrument plus général qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et une estimation de la production potentielle. Le graphique 2.10 montre trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]).

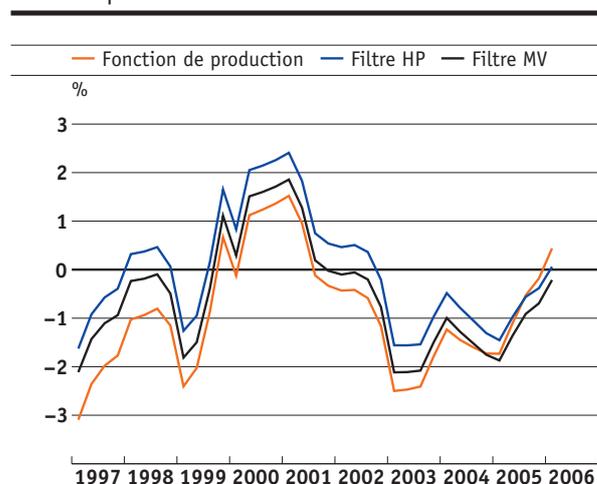
Au premier trimestre, le PIB réel s'est accru de 3,8%. Sa progression a donc été une nouvelle fois supérieure à celle de la production potentielle. Pour la première fois depuis 2001, l'écart de production – négatif – est ainsi presque comblé. Les estimations les plus récentes indiquent en outre que le comblement a été plus rapide, l'an dernier, que ce qui avait été présumé. Le PIB réel devrait continuer à croître nettement au cours des prochains trimestres. L'écart de production deviendra positif, mais ne devrait pas augmenter fortement. En effet, le stock de capital fixe progresse plus rapidement grâce aux investissements, ce qui renforce la croissance de la production potentielle.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Progression de l'emploi

La reprise de la conjoncture s'est également étendue au marché du travail. Au premier trimestre, le nombre de personnes occupées a augmenté de 1,1% par rapport au trimestre précédent et de 0,7% en comparaison annuelle. Pour la première fois depuis longtemps, on a de nouveau constaté des créations notables d'emplois dans le secteur des services, soit dans le secteur qui occupe le plus grand nombre de personnes.

L'emploi a progressé de 1,9% dans la construction, de 1,2% dans les services et de 0,9% dans l'industrie. Dans les services, les branches de la restauration, de l'immobilier, de l'informatique et de la recherche et du développement ont joué un rôle moteur. Par contre, les banques et les compagnies d'assurance ont encore supprimé des postes de travail. Dans l'industrie, des progressions ont été observées surtout dans la chimie, la métallurgie et les machines et équipements électriques.

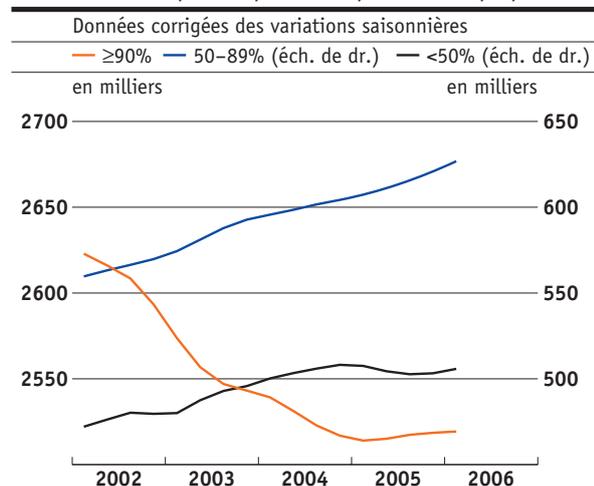
La répartition selon le taux d'occupation montre que l'augmentation a porté surtout sur des emplois à des taux compris entre 50% et 89%. Le nombre de personnes employées à plein temps ne s'est par contre que très peu accru. Dans l'ensemble, le volume de travail, après conversion en postes à plein temps, s'est établi à un niveau dépassant de 0,8% celui de la période précédente. Une telle hausse n'avait plus été observée depuis 2001.

Repli du chômage et amélioration des perspectives en matière d'emploi

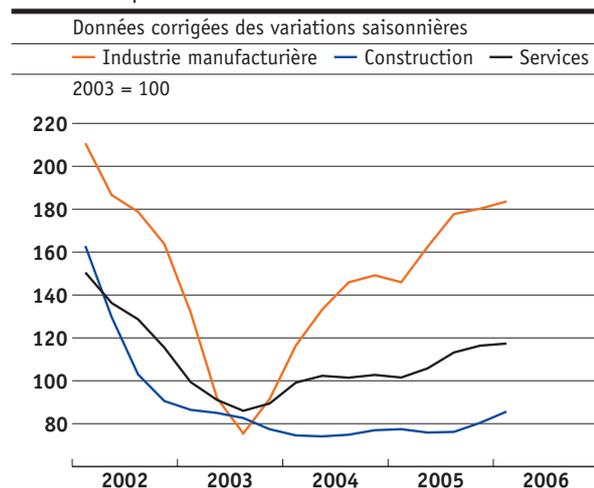
En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué, passant de 3,6% en février à 3,4% en avril. Ainsi, 135 800 personnes étaient encore inscrites en tant que chômeurs auprès des offices du travail. Le taux des demandeurs d'emploi a reculé de 0,1 point pour s'établir à 5,2%, ce qui correspond à 203 400 personnes.

Comme le montrent les graphiques 2.12 et 2.13, tant l'indice des places vacantes établi par l'OFS que le nombre de postes à pourvoir publié par Publicitas ont augmenté au premier trimestre. Les perspectives sont donc bonnes: la progression de l'emploi et le repli du taux de chômage devraient poursuivre ces prochains trimestres.

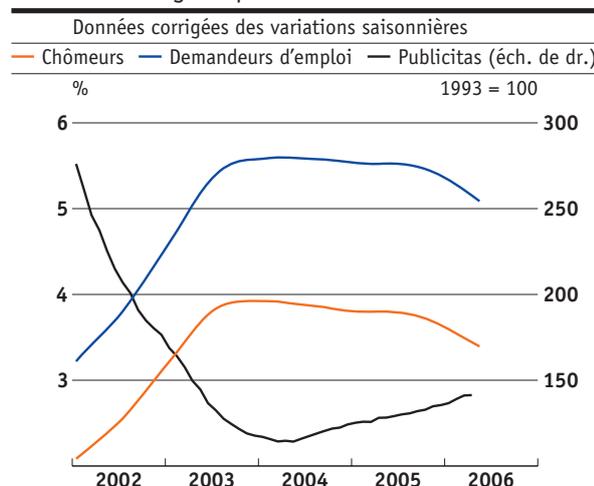
Graphique 2.11
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



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: Publicitas et seco

2.4 Prix des biens

Hausse des prix à la production

Les pressions à la hausse que les prix de l'offre globale (à la production et à l'importation) exercent sur les prix en aval, c'est-à-dire sur les prix à la consommation, se sont dans l'ensemble renforcées entre janvier et avril. Du côté des biens importés, le renchérissement annuel a légèrement fléchi, du fait de l'évolution des prix des produits énergétiques, pour s'inscrire à 2%. Par contre, il s'est quelque peu accéléré du côté des marchandises produites en Suisse (1,9%). Les biens intermédiaires ont renchéri de 3,2% entre avril 2005 et le même mois de 2006. Ce taux, qui atteint le double de celui de janvier, est dû essentiellement à la hausse des prix des métaux (aluminium, zinc, étain, cuivre et nickel).

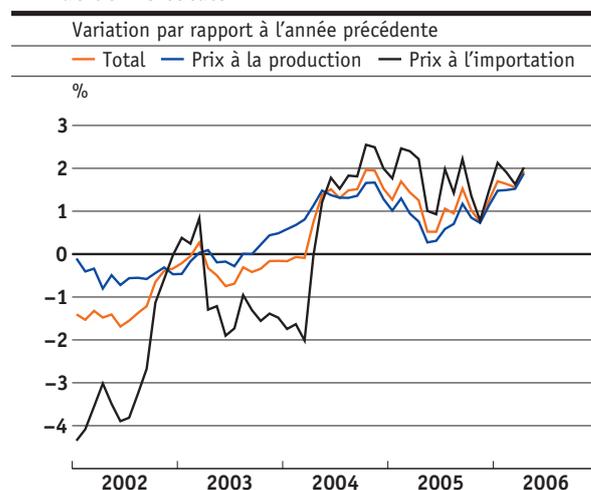
Renchérissement plus élevé au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'établissait à 1,4% en mai, après 1,1% en avril et 1% en mars. Il est un peu plus élevé que ce qui ressortait de la prévision d'inflation publiée par la BNS à la mi-mars. Les produits pétroliers (mazout et carburants) ont une nouvelle fois contribué dans une forte mesure au renchérissement. L'augmentation que les prix à la consommation ont enregistrée entre février et mai leur est due à hauteur de plus de 60% en moyenne. Hors produits pétroliers, le renchérissement annuel était de 0,5% en mai, contre 0,4% en février.

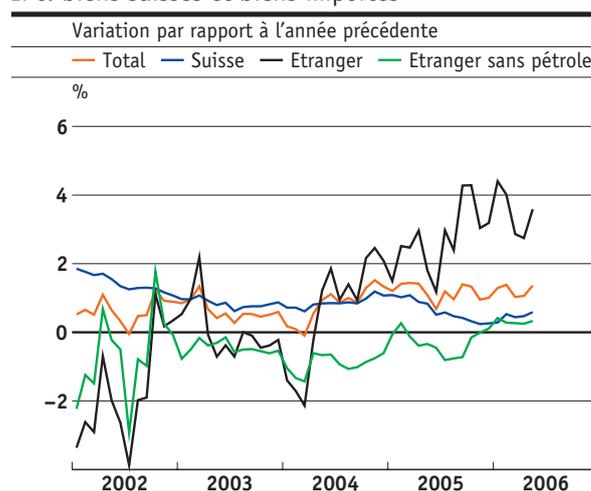
Renchérissement intérieur en légère hausse

En mai, le renchérissement annuel des services et des marchandises d'origine suisse s'établissait à 0,6%. Il était supérieur de 0,1 point à son niveau de février. Les loyers ont contribué à cette accélération. En mai, ils dépassaient de 2,2% leur niveau du mois correspondant de 2005. Ce taux était supérieur de 0,4 point à la hausse qui ressortait de l'enquête de février sur les loyers. Une augmentation aussi vive des loyers n'avait plus été observée depuis octobre 2001. Les prix des autres services privés sont en revanche restés légèrement inférieurs à leur niveau de l'année précédente, grâce surtout à la baisse des prix des télécommunications et des services financiers. Aucune impulsion inflationniste n'a non plus découlé des marchandises d'origine suisse. En mai, leurs prix ont diminué de 0,3% en comparaison annuelle. Des baisses ont été observées principalement dans les produits alimentaires et les médicaments.

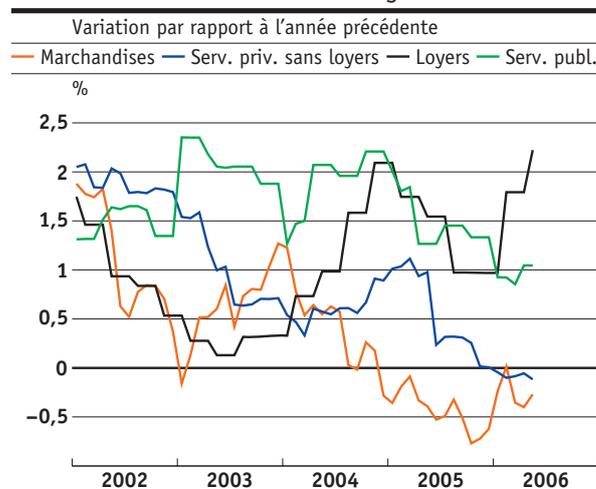
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS et BNS

Repli du renchérissement importé dû aux produits pétroliers

Le renchérissement annuel des biens de consommation importés s'inscrivait à 3,6% en mai. Depuis février, il s'est quelque peu replié, le renchérissement des produits pétroliers (mazout et carburants) ayant faibli. Les prix des autres marchandises importées ont poursuivi leur hausse modérée. Les prix ont baissé dans le domaine de l'électronique domestique, mais augmenté dans le trafic aérien et l'habillement.

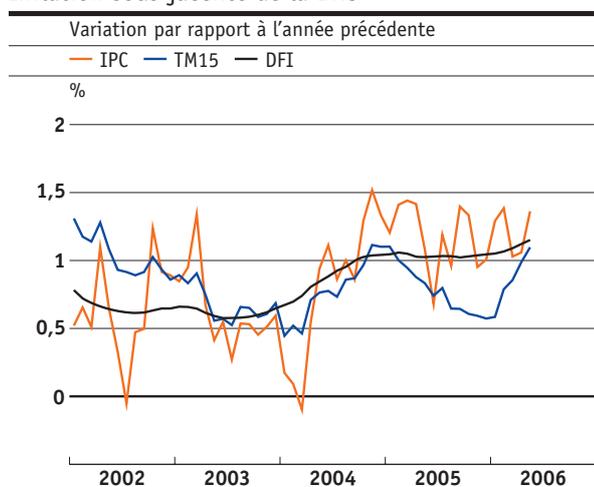
Lente accélération de l'inflation sous-jacente

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 de l'inflation. C'est pourquoi on calcule, en utilisant des procédés statistiques, des taux d'inflation sous-jacente, taux qui devraient refléter la partie durable de l'évolution des prix. En la matière, la BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente. La méthode de la moyenne tronquée (TM15) exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans son appréciation de la tendance inflationniste à long terme, la BNS recourt à la *dynamic factor inflation* (DFI), qu'elle publie

régulièrement depuis mai. La DFI tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques et financières ainsi que des variables monétaires (voir encadré, p. 24). La BNS prend également en considération les deux inflations sous-jacentes qui sont calculées par l'OFS; à chaque période, l'OFS écarte les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

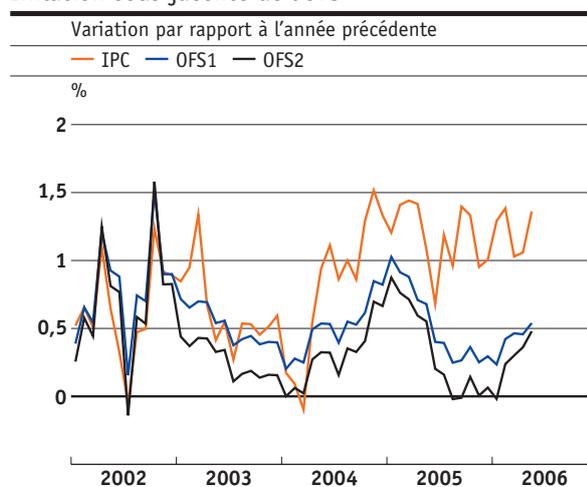
L'inflation sous-jacente qui est calculée à l'aide d'une moyenne tronquée a augmenté de 0,3 point, entre février et mai, pour s'établir à 1,1%. La tendance inflationniste s'est donc légèrement accentuée, tout en restant modérée. Un résultat similaire ressort de la *dynamic factor inflation*. Celle-ci signale depuis septembre 2004 une tendance inflationniste stable à 1%, puis une légère hausse à 1,1%. L'environnement économique plus favorable et les conditions-cadres monétaires expansionnistes ont tous deux contribué à cette évolution. Les deux taux d'inflation sous-jacente que publie l'OFS ont eux aussi marqué de légères accélérations. Entre février et mai, l'inflation sous-jacente 1 a augmenté de 0,1 point pour s'établir à 0,5%, et l'inflation sous-jacente 2 s'est accrue de 0,3 point, passant elle aussi à 0,5%.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

	2005		2006		2006			
		3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,0	1,1	1,4
Marchandises et services du pays	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6
Marchandises	-0,4	-0,4	-0,7	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,3
Services	1,0	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Services privés, sans loyers	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Loyers	1,4	1,2	1,0	1,5	1,8	1,8	1,8	2,2
Services publics	1,5	1,5	1,3	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Marchandises et services de l'étranger	2,7	3,2	3,5	3,8	4,0	2,9	2,7	3,6
Sans produits pétroliers	-0,3	-0,8	-0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Produits pétroliers	18,5	23,5	21,0	21,4	23,5	15,6	15,0	20,0

Sources: OFS et BNS

Encadré: *Dynamic factor inflation*, une nouvelle mesure de l'inflation sous-jacente

Les calculs de l'inflation sous-jacente classique reposent tous sur l'exclusion des composantes les plus volatiles du panier de l'IPC. Une méthode consiste à toujours exclure les mêmes composantes, comme le fait l'OFS pour déterminer son *inflation sous-jacente 1* (hors énergie et alimentation) et son *inflation sous-jacente 2* (hors énergie, alimentation et prix administrés). Une autre méthode exclut des composantes IPC qui varient chaque fois. Ainsi, la BNS calcule sa *moyenne tronquée* de cette manière, c'est-à-dire en excluant de l'IPC, à chaque nouveau calcul, 15% des biens dont les prix ont augmenté le plus et 15% des biens dont les prix ont augmenté le moins ou baissé. En appliquant de telles méthodes, on court le risque de supprimer, en même temps que la volatilité, une partie de la tendance, tout particulièrement lorsque des prix, par exemple ceux des produits énergétiques, connaissent une forte hausse ou une forte baisse pendant une longue phase. En outre, les inflations sous-jacentes ainsi calculées reposent uniquement sur des informations tirées de l'IPC et négligent certains indicateurs qui peuvent s'avérer utiles pour estimer la tendance de l'inflation.

La *dynamic factor inflation* (DFI) a été développée en réaction à ces failles que présentent les inflations sous-jacentes classiques. Au lieu d'exclure des composantes du panier de l'IPC, la DFI compare les composantes de l'indice entre elles, mais aussi avec quantité d'autres séries économiques (données économiques et financières, agrégats monétaires). Elle tient pour tendance durable les variations de l'IPC qui se reflètent dans une grande quantité de sous-composantes IPC ainsi que dans diverses autres séries économiques. Sommairement, la méthode de calcul de la DFI peut être décrite comme suit: chaque indicateur est divisé en deux composantes, une composante commune et une composante spécifique. A son tour, la composante commune est divisée en une partie cyclique et une partie de hautes fréquences. La partie cyclique de la composante commune correspond à la DFI.

Une description détaillée de la DFI est publiée dans le Bulletin mensuel de statistiques économiques de la BNS, numéro de mai 2006, p. III et IV.

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

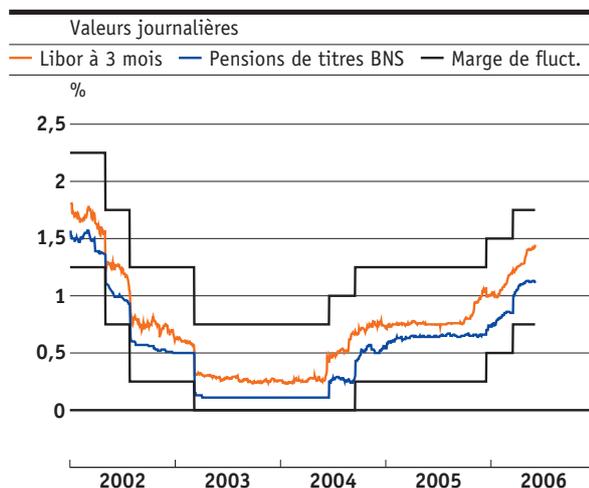
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars 2006, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 0,75%–1,75%. Elle a également annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Deux raisons l'ont incitée à une nouvelle adaptation de la politique monétaire, après le relèvement de 0,25 point de la marge de fluctuation qu'elle avait déjà opéré en décembre 2005, à l'occasion de son examen trimestriel de la situation. Il fallait contrecarrer un approvisionnement trop élevé de l'économie en liquidités et éviter d'arriver à une utilisation trop forte des capacités de production. La Banque nationale a également souligné qu'elle adapterait encore graduellement sa politique monétaire si l'évolution économique devait se poursuivre comme prévu.

Attente d'un nouveau durcissement de la politique monétaire

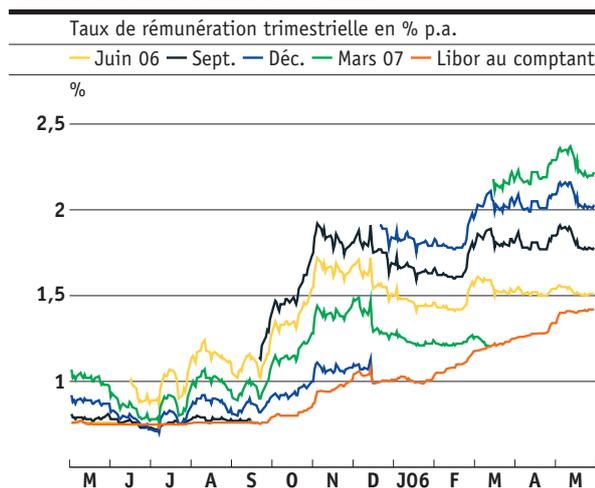
Entre la mi-mars et la mi-juin 2006, le Libor à trois mois a sans cesse augmenté, passant de 1,22% le jour de l'examen de la situation de mars à 1,47% à la mi-juin. Ainsi, les marchés s'attendaient à un nouveau relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. La BNS ne s'est pas opposée à cette hausse qui concordait avec la poursuite d'une conjoncture dynamique.

L'attente d'un prochain relèvement de la marge de fluctuation du Libor a été visible également sur le marché des contrats à terme («futures»). Entre la mi-mars et la fin de mai, le taux d'intérêt appliqué aux «futures» à exécuter à la mi-juin 2006 était supérieur à 1,5%, ce qui indique l'attente d'un relèvement de 25 points de base du Libor. Les taux d'intérêt appliqués aux contrats à exécuter en septembre, en décembre et en mars prochains ont continué à augmenter; plus la date d'exécution des contrats était éloignée, plus l'augmentation a été forte. On peut en déduire que les opérateurs sur les marchés tablaient de plus en plus sur de nouvelles hausses du Libor.

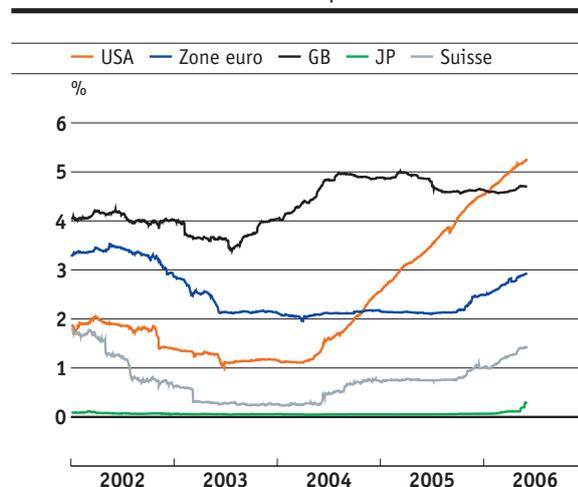
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

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

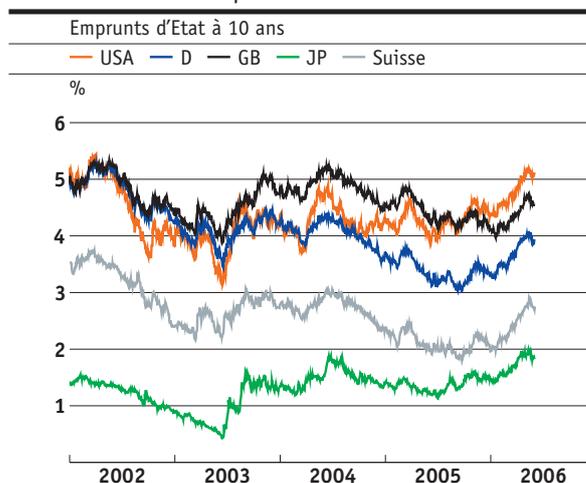
Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté à l'étranger également (voir graphique 3.3). Tant la Banque centrale européenne (BCE) que la Réserve fédérale des Etats-Unis ont maintenu leur stratégie consistant à relever graduellement leurs taux directeurs. Le Libor pour dépôts à trois mois en euros s'établissait à 2,95% à la mi-juin, contre 2,71% à la mi-mars. Dans la même période, la rémunération des dépôts à trois mois en dollars a augmenté, passant de 4,93% à 5,32%. Mesuré aux Libor, l'écart entre les rémunérations sur les dépôts à trois mois en euros et en francs est resté approximativement constant à 1,48 point environ. Entre les dépôts à trois mois en dollars et en francs, il s'est en revanche creusé, passant de 3,71 points à la mi-mars à 3,85 points à la mi-juin.

Augmentation des taux d'intérêt à long terme

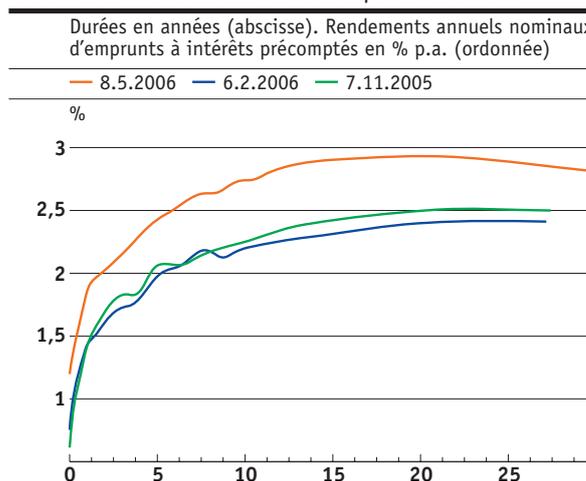
Comme les taux à court terme, les rendements à long terme ont poursuivi leur tendance à la hausse. Le rendement des bons du Trésor des Etats-Unis à dix ans atteignait 4,99% à la mi-juin et dépassait ainsi de 34 points de base son niveau de la mi-mars. Celui des emprunts allemands correspondants a progressé de 24 points de base, dans la même période, pour s'établir à 4%. Quant au rendement des obligations de la Confédération suisse à dix ans, il a lui aussi augmenté nettement. Il s'élevait à 2,67% à la mi-juin et était ainsi supérieur de 27 points de base à son niveau de la mi-mars. L'environnement économique toujours favorable et le resserrement de la politique monétaire expliquent sans doute cette hausse, observée sur le plan mondial, des rendements à long terme.

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 augmenté nettement, tant pour les durées les plus courtes que pour les durées les plus longues. Cette évolution se reflète également dans la courbe des taux d'intérêt (voir graphique 3.5).

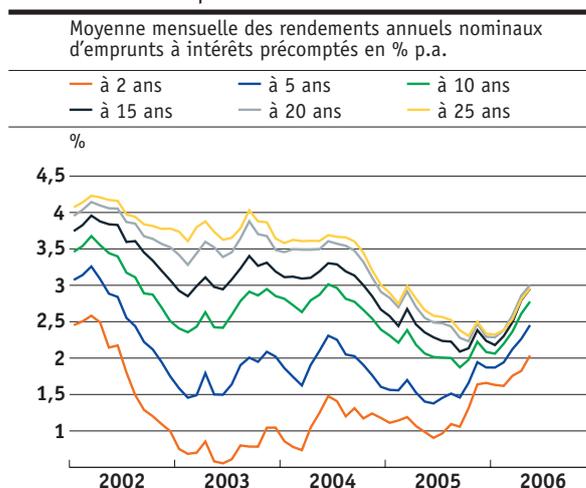
Graphique 3.4
Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.5
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 3.6
Rendements d'emprunts fédéraux



Sources pour graphique 3.4: Thomson Datastream et BNS

Source pour graphiques 3.5 et 3.6: BNS

Écarts, historiquement bas, entre les 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). Les graphiques 3.7 et 3.8 montrent que, pour les emprunts de première et de troisième classes de l'industrie, les écarts de rendements ont sensiblement diminué sur le marché suisse des capitaux. En avril, les rendements des emprunts émis par l'industrie étaient toujours supérieurs, mais de très peu seulement, au rendement d'une obligation fédérale de même durée. 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 appliqués aux débiteurs est donc le signe d'un environnement conjoncturel favorable.

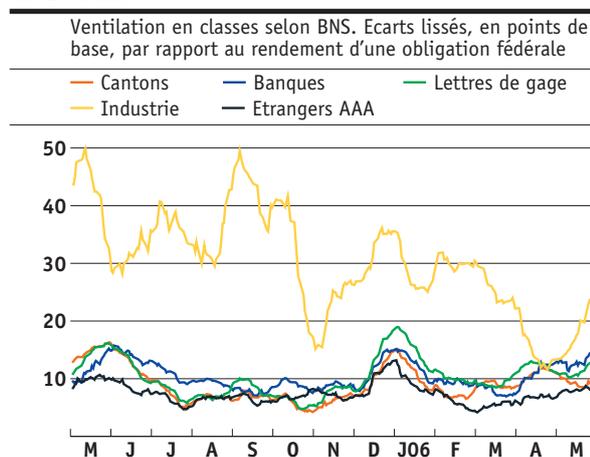
Taux d'intérêt réels à court terme toujours positifs

Le graphique 3.9 montre l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de mai 2006¹). Ainsi calculé, le taux d'intérêt réel à un an était, au premier trimestre comme à la période précédente, positif et à un niveau de 0,7%. Par conséquent, la hausse du taux nominal a été compensée par des anticipations inflationnistes légèrement plus élevées.

1 Voir tableau 1.1.

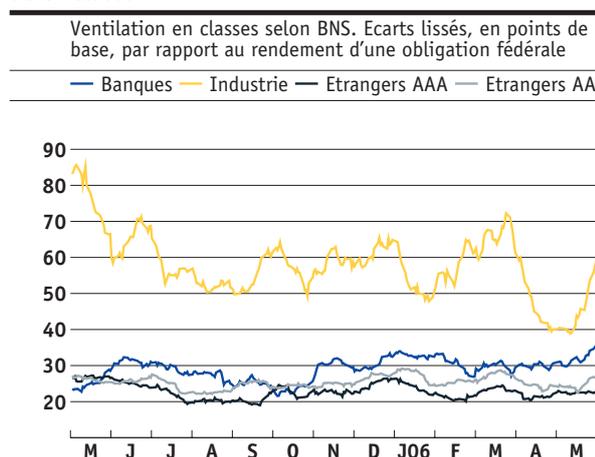
Graphique 3.7

Écarts de rendements pour emprunts à 5 ans de 1^{re} classe



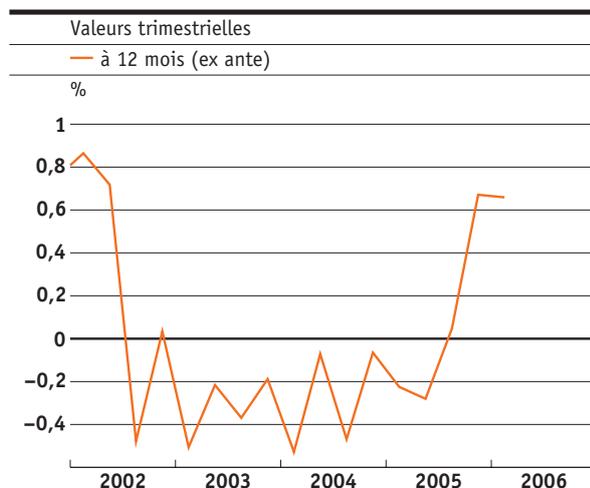
Graphique 3.8

Écarts de rendements pour emprunts à 5 ans de 3^e classe



Graphique 3.9

Taux d'intérêt réel estimé



Source pour graphiques 3.7, 3.8 et 3.9: BNS

3.2 Cours de change

Affaiblissement du dollar

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars, le dollar des Etats-Unis a faibli d'environ 5% face à l'euro et au franc. Après avoir fluctué en avril, la relation de change entre l'euro et le franc est restée plus ou moins stable, ce qui s'explique sans doute par le parallélisme entre l'évolution de la conjoncture et celle des taux d'intérêt. Le dollar des Etats-Unis valait 1,231 franc à la mi-juin, soit approximativement son niveau de septembre 2005, alors qu'il s'échangeait contre 1,296 franc à la mi-mars. Quant à l'euro, il valait 1,554 franc à la mi-juin, après 1,567 à la mi-mars.

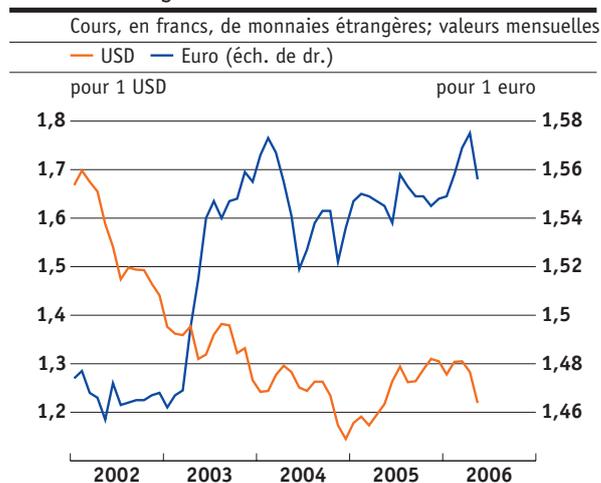
En termes réels et pondérés par les exportations, la valeur extérieure du franc – elle tient compte des écarts entre les taux d'inflation des pays entrant dans le calcul – n'a guère varié durant la période examinée, tant par rapport aux vingt-quatre principaux partenaires commerciaux que par rapport à la zone euro (voir graphique 3.11).

Conditions monétaires moins expansionnistes

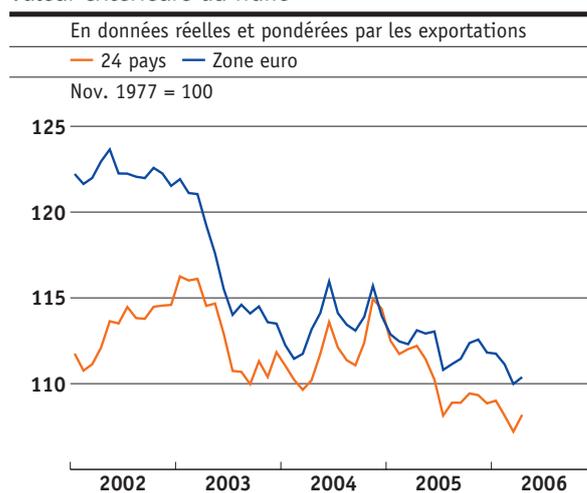
L'indice des conditions monétaires (ICM) – il combine le taux d'intérêt à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations – est un indicateur du cap donné à la politique monétaire. Il permet de voir comment évoluent les conditions monétaires en Suisse. Pour tenir compte de l'incertitude quant à l'importance du taux d'intérêt et du cours de change, on pondère de deux manières les deux composantes de l'indice (pondérations de 5 pour 1 et de 3 pour 1). L'ICM est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation. Si l'indice est dans la zone positive (dans la zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir encadré «Indice des conditions monétaires [ICM]», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27).

Mesurées à l'évolution de cet indice, les conditions monétaires sont devenues plus expansionnistes en Suisse entre la mi-mars et la mi-avril. En effet, les taux d'intérêt à court terme sont restés approximativement inchangés dans cette phase, tandis que le franc a faibli sur les marchés des changes. Après la mi-avril, l'indice a commencé à marquer un mouvement opposé. A fin mai, l'ICM s'établissait à 52 points de base (avec une pondération de 5 pour 1) et à 73 points de base (avec une pondération de 3 pour 1). Ce durcissement des conditions monétaires est dû à la hausse du taux d'intérêt à trois mois et à une légère revalorisation du franc sur les marchés des changes.

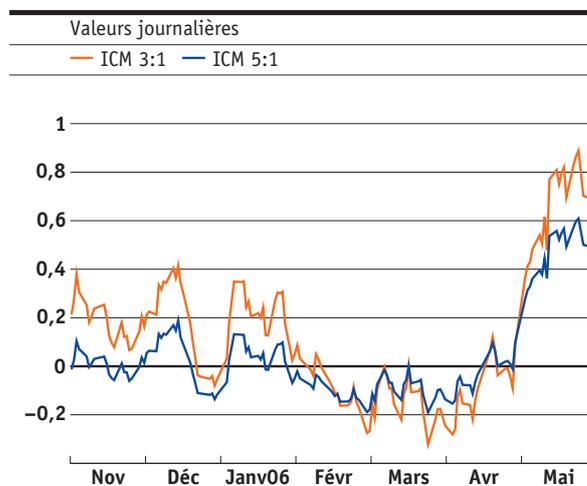
Graphique 3.10
Cours de change



Graphique 3.11
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.12
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.10, 3.11 et 3.12: BNS

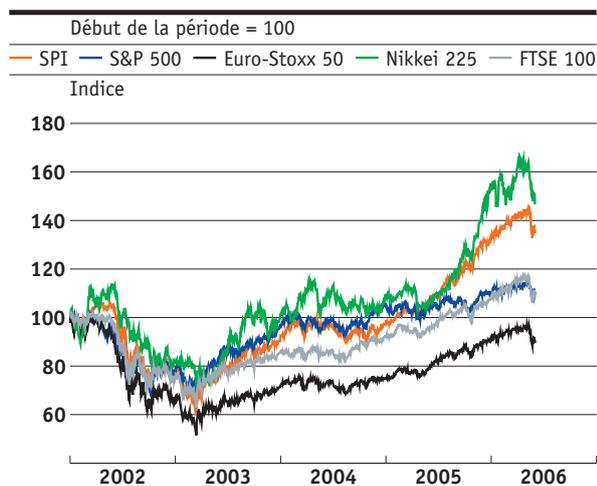
3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier

Correction sur les marchés des actions

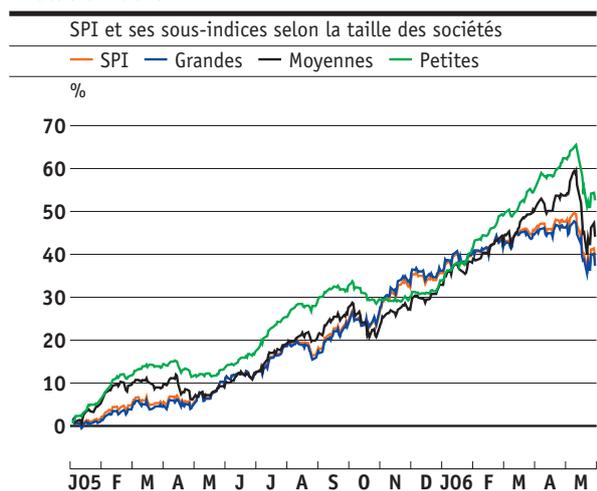
Depuis la mi-mars, les cours ont fléchi sur la plupart des marchés des actions. A fin mai, les indices boursiers étaient inférieurs à leur niveau du début de l'année ou n'enregistraient plus que de légères progressions. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 a perdu 2,7% entre la mi-mars et la fin du mois de mai. En outre, l'indice européen Euro-Stoxx 50 a même reculé de 5,1% durant cette période. Après avoir enregistré une hausse supérieure à celle du marché américain au premier trimestre, le Swiss Performance Index (SPI) a diminué de 3,5%; son repli a donc été plus fort que celui de l'indice américain. Les titres des grandes entreprises sont ceux qui ont le plus fléchi. Ils ont reculé de 4,2%. Les valeurs des petites et moyennes entreprises ont progressé plus que la moyenne jusqu'à la mi-mai. Elles ont ensuite elles aussi marqué un repli. Sur l'ensemble de la période allant de la mi-mars à la fin de mai, les titres des petites entreprises étaient encore en progression de 1,2%, alors que ceux des entreprises de taille moyenne avaient effacé tous leurs gains (voir graphique 3.14). Les valeurs technologiques ont chuté de 8,7%. Celles de l'industrie ont en revanche progressé encore de 0,9% (voir graphique 3.15). La correction que les marchés des actions ont subie est due sans doute à l'apparition de craintes quant à l'évolution de la conjoncture aux Etats-Unis et de l'inflation.

Le graphique 3.16 montre la volatilité des rendements des actions, un indice de l'incertitude. Cette volatilité s'est accrue en mai sur la plupart des marchés boursiers. Le marché japonais a constitué une exception. Sa volatilité a été forte, depuis le début de l'année déjà; le Nikkei 225 a reculé de 4% dans les cinq premiers mois de 2006.

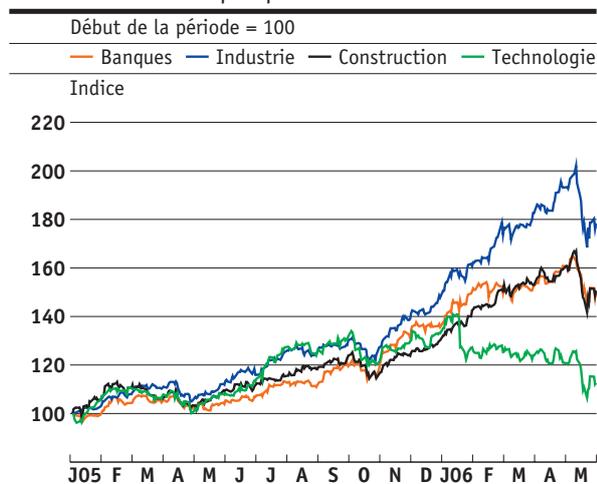
Graphique 3.13
Cours des actions



Graphique 3.14
Evolution du SPI



Graphique 3.15
SPI - Evolution de quelques branches



Sources pour graphique 3.13: Thomson Datastream et Bloomberg

Source pour graphique 3.14: SWX Swiss Exchange

Source pour graphique 3.15: Thomson Datastream

Nouvelle hausse du prix du pétrole brut

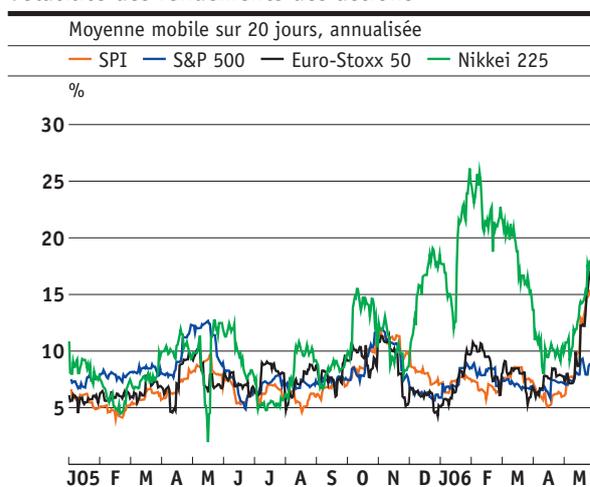
Depuis la mi-mars, le prix du pétrole brut a encore augmenté. Il s'établissait à environ 70 dollars le baril après la mi-avril. Les inquiétudes dues aux tensions avec l'Iran – développement par ce pays d'une filière nucléaire – et la nationalisation des réserves boliviennes de gaz et de pétrole ont contribué à cette hausse. La décision bolivienne a des répercussions sur d'importantes entreprises du secteur énergétique.

La tendance à la hausse des prix des métaux s'est interrompue à la mi-mai. Pendant quelques jours, les prix ont chuté et une forte volatilité a été observée. Ainsi, les prix du cuivre, du nickel et de l'aluminium ont reculé de 7%, le 15 mai, sur la place de Londres. Ces fluctuations ont sans doute découlé de prises de bénéfices, mais aussi d'une modification des anticipations sur les marchés.

Marché de l'immobilier stable en Suisse

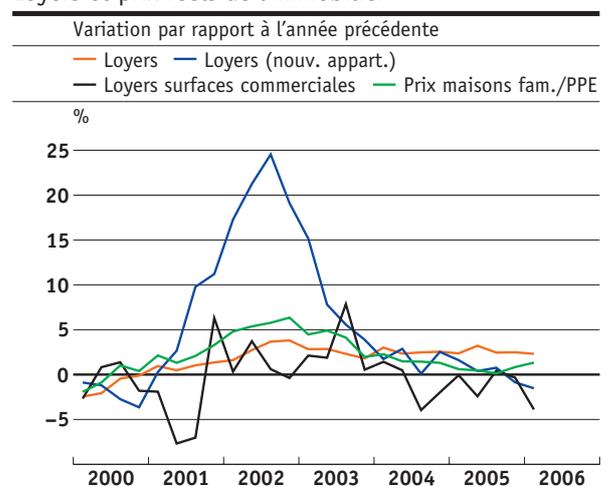
Au premier trimestre de 2006, les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage étaient supérieurs de 1,3%, en termes réels, à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les loyers des appartements ont quant à eux augmenté de 2,3% durant la même période. Il convient de souligner que cette statistique repose en grande partie sur les loyers des anciens appartements. Comme au trimestre précédent, les loyers des nouveaux appartements ont baissé (-1,5% au premier trimestre de 2006), ce qui indique une diminution des pressions à la hausse dans le domaine des logements. De même, les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont fléchi pour la deuxième fois consécutive (-3,9% au premier trimestre). Les taux de variation des prix des maisons individuelles et appartements en propriété par étage, mais aussi des loyers des nouveaux appartements sont nettement inférieurs aux niveaux observés entre le début de 2002 et le milieu de 2003. L'évolution qui caractérise actuellement le marché de l'immobilier laisse présager des anticipations inflationnistes modérées.

Graphique 3.16
Volatilité des rendements des actions



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 3.17
Loyers et prix réels de l'immobilier



Source: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

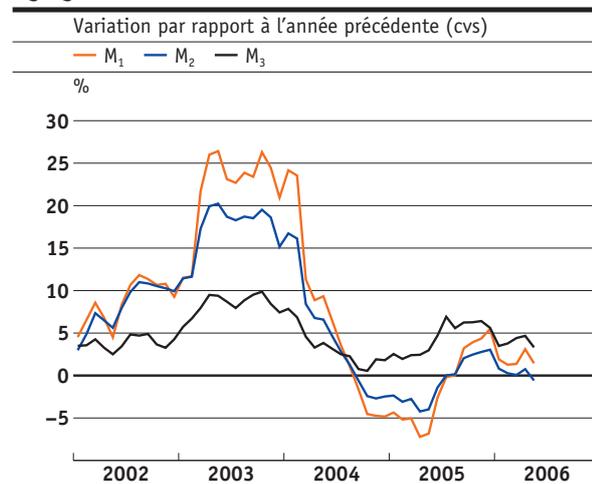
Croissance modérée des masses monétaires

En mai, la masse monétaire M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 1,4% son niveau du mois correspondant de 2005. Durant la même période, M_3 (M_1 , dépôts d'épargne et dépôts à terme) a progressé de 3,3%. Quant à l'agrégat M_2 (M_1 et les dépôts d'épargne), il est resté approximativement inchangé (-0,6%). Après leur vive expansion au second semestre de 2005, les agrégats monétaires ont ainsi poursuivi, en avril et en mai, leur croissance modérée du premier trimestre de 2006. Depuis le début de 2006, l'évolution de M_3 est marquée par un fort accroissement des dépôts à terme (+23,3%). Les dépôts d'épargne et, dans une moindre mesure, les dépôts à vue ont en revanche stagné.

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et le possible danger d'inflation qui peut en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un excédent de monnaie. Plusieurs méthodes sont à disposition à cet effet. La BNS recourt au «ECM-money gap» (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). La masse monétaire d'équilibre, un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en liquidités, est estimée à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si le niveau observé 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 3.19 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidités est estimé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Au premier trimestre, la ligne zéro était approximativement au centre de cette marge. Selon cet indicateur, il ne faut pas s'attendre à ce que les prix subissent des pressions à la hausse, venant du côté monétaire, au cours des prochains trimestres.

Graphique 3.18
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2004	2005	2005				2006	2006		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	41,7	41,9	42,1	41,6	41,2	42,7	43,3	43,3	42,7	43,9
Variation ³	3,2	0,4	-0,5	-0,2	0,3	2,0	3,0	4,2	2,3	5,6
$M_1$²	288,5	284,6	283,0	279,0	284,8	291,7	287,3	283,6	285,2	281,0
Variation ³	5,5	-1,3	-4,9	-5,6	1,0	4,5	1,5	1,3	3,2	1,4
$M_2$²	495,6	492,3	491,2	487,3	492,1	498,7	493,1	488,0	488,8	482,9
Variation ³	4,3	-0,7	-2,8	-3,2	0,8	2,7	0,4	-0,0	0,8	-0,6
$M_3$²	562,5	587,8	576,6	582,4	593,0	599,1	599,0	599,9	605,1	600,3
Variation ³	3,2	4,5	2,3	3,3	6,3	6,1	3,9	4,4	4,6	3,3

1 Définition 1995.

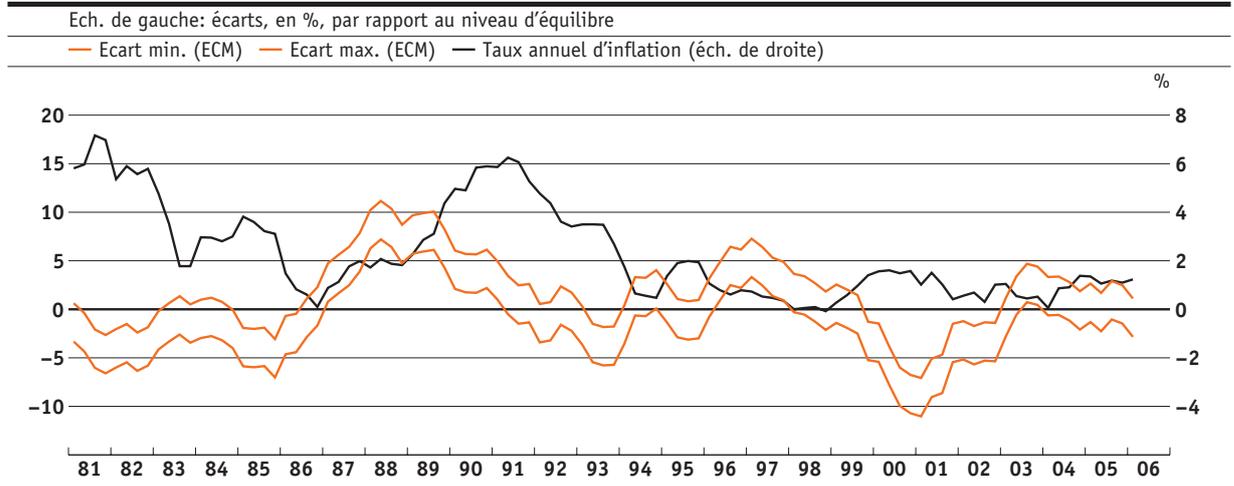
2 Niveau en milliards de francs.

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

Source: BNS

Graphique 3.19

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



Source: BNS

3.5 Crédits

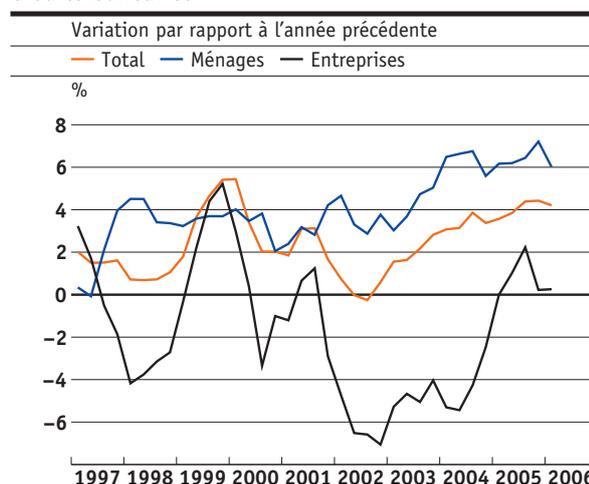
Croissance légèrement moins forte des crédits

La croissance des crédits bancaires a faibli quelque peu au premier trimestre, comme celle des agrégats monétaires. En comparaison annuelle, elle s'établissait à 4,2%, contre 4,4% au quatrième trimestre de 2005. Ce ralentissement est dû aux crédits accordés aux ménages (voir graphique 3.20). En effet, les crédits aux entreprises n'ont guère varié en comparaison annuelle, alors que la croissance des crédits aux ménages a fléchi, passant de 7,2% au quatrième trimestre de 2005 à 6% au trimestre suivant.

Dans le ralentissement de la croissance des crédits aux ménages, les créances hypothécaires, qui constituent plus de 80% de l'ensemble des crédits bancaires, ont joué un rôle décisif. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 5% au premier trimestre de 2006, contre 5,4% au trimestre précédent. La croissance des créances hypothécaires a diminué tant vis-à-vis des ménages que vis-à-vis des entreprises. Au premier trimestre, les créances hypothécaires sur les ménages dépassaient de 5,7% leur niveau de la période correspondante de 2005 (trimestre précédent: +6,9%), et celles sur les entreprises progressaient de 1,8% (+2,8%).

Les autres crédits, soit 18% environ de l'ensemble des crédits bancaires, ont augmenté de

Graphique 3.20
Crédits bancaires



Source: BNS

0,8% entre le premier trimestre de 2005 et la période correspondante de 2006. Ils ont ainsi progressé modérément pour le troisième trimestre consécutif. Une fois encore, seule la partie gagée des autres crédits s'est accrue (+3,6% au premier trimestre). La partie non gagée a continué à diminuer (-1,4%).

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2004	2005	2005				2006		2006		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	
Total	3,4	4,1	3,6	3,8	4,4	4,4	4,2	4,1	4,2	4,8	
Ménages	6,4	6,5	6,2	6,2	6,4	7,2	6,0	5,2	6,7	6,6	
Entreprises	-4,4	0,9	-0,0	1,0	2,2	0,2	0,2	1,3	-0,8	1,0	
Créances hypothécaires	5,4	5,2	5,1	5,1	5,3	5,4	5,0	5,0	5,0	4,9	
dont ménages	6,4	6,9	6,9	6,8	6,9	6,9	5,7	5,5	5,7	5,6	
dont entreprises	-1,7	3,1	2,8	3,1	3,9	2,8	1,8	2,1	1,6	1,5	
Autres crédits	-4,2	-0,7	-2,5	-1,1	0,5	0,3	0,8	0,1	1,1	4,5	
dont gagés	3,0	2,6	3,2	-0,4	3,5	4,0	3,6	2,8	4,5	5,6	
dont non gagés	-8,8	-3,1	-6,4	-1,6	-1,8	-2,4	-1,4	-2,0	-1,4	3,7	

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 BNS 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 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de mars et de juin 2006.

Poursuite de l'accélération de la conjoncture mondiale

La conjoncture mondiale reste bonne. Les hypothèses sur l'économie mondiale ont été légèrement adaptées, mais pour ce qui a trait au court terme seulement. En Europe, la croissance du PIB au quatrième trimestre de 2005 a, selon des données révisées, faibli plus fortement que ce qui était attendu. Le repli de la croissance en Europe et aux Etats-Unis est dû toutefois à des facteurs particuliers. Au premier trimestre de 2006, la conjoncture s'est sensiblement accélérée dans ces deux zones économiques. A moyen terme, on table toujours sur une croissance robuste; jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prévision d'inflation, la croissance devrait se rapprocher du potentiel, soit de 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE (UE15). L'hypothèse au sujet du prix du pétrole a été revue à la hausse, avec répercussions sur le niveau des prix à l'étranger. Enfin, la relation de change entre le dollar et l'euro a été fixée à 1,23, soit à un niveau très proche de celui de mars.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2006	2007	2008
Prévision de juin 2006			
PIB USA ¹	3,5	3,3	3,2
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,2	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,22	1,23	1,23
Prix du baril de pétrole en dollars ²	68,5	71,0	71,0
Prévision de mars 2006			
PIB USA ¹	3,3	3,6	3,4
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,3	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,21	1,21	1,21
Prix du baril de pétrole en dollars ²	63,0	63,0	63,0

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

4.2 Prévision d'inflation du 2^e trimestre de 2006 au 1^{er} trimestre de 2009

La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de décembre 2005, de mars 2006 et de juin 2006 font l'objet du graphique 4.1. La prévision de juin porte sur une période allant du deuxième trimestre de 2006 au premier trimestre de 2009. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 1,5%. 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 juin, pour la porter à 1%-2%. Les prévisions de mars et de décembre reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 1,25% et 1%.

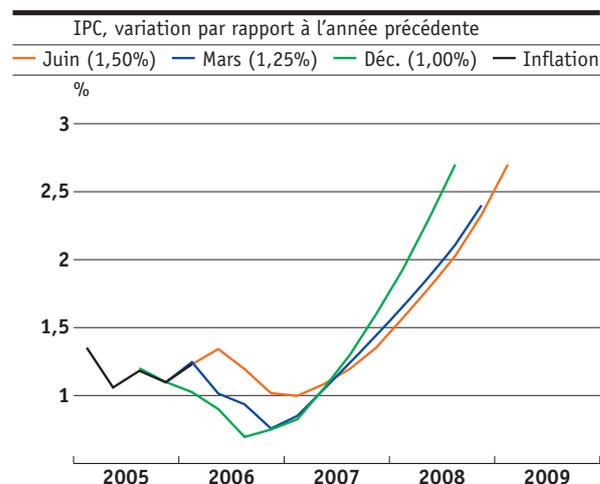
Etant donné la forte hausse du prix du pétrole au cours des premiers mois de 2006, le renchérissement annuel moyen devrait s'établir à 1,2% cette année. Il est ainsi légèrement supérieur au niveau ressortant de la prévision de mars (1%). En conformité avec l'hypothèse sur l'évolution du prix du pétrole (voir chapitre 4.1), la BNS s'attend à ce que le renchérissement découle, ces prochains mois également, en grande partie des produits pétroliers qui entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation. Le renchérissement reste toutefois modéré. Son taux annuel devrait passer à 1,3% au deuxième trimestre, puis fléchir pour s'inscrire à 1% à la fin de l'année.

L'évolution économique reste positive. L'écart de production au sein de l'économie s'est presque comblé au premier semestre. Le nouveau resserrement de la politique monétaire que la BNS a opéré en juin doit permettre d'éviter une utilisation trop forte des capacités de production et de réduire ainsi les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. L'évolution des agrégats monétaires reste ordonnée. Ces derniers mois, les agrégats M_1 et M_2 étaient inférieurs à leur niveau élevé de fin 2003, alors que M_3 se maintenait approximativement à son niveau de novembre 2005. Etant donné que la demande de liquidités augmentera du fait de la solide croissance économique, l'excédent de liquidités, qui a été probablement constitué en 2003, devrait continuer à se résorber lentement. En dépit des hausses de taux d'intérêt de décembre 2005 et de mars 2006, les crédits hypothécaires continuent

à croître à un rythme d'environ 5%. Au premier trimestre, le rapport entre les crédits hypothécaires et le PIB dépassait de 6% son niveau record de 1999. Avec le temps, la hausse des taux d'intérêt devrait toutefois freiner la progression des crédits.

Par rapport à l'estimation de mars, l'inflation que prévoit la BNS pour les années 2007 et 2008 est restée largement inchangée. Cela s'explique par l'augmentation attendue du taux d'utilisation des ressources dans l'économie et par les effets modérateurs de la hausse du Libor. Comme le montre la prévision, aucun risque d'inflation ne menace dans l'immédiat. Avec un Libor à trois mois inchangé à 1,5%, le taux annuel moyen d'inflation attendu pour 2007 est de 1,2%. Les pressions à la hausse sur les prix augmenteront cependant peu à peu, de sorte que l'inflation risque de franchir la barre des 2% au début de 2008 et de sortir de la zone assimilée à la stabilité des prix. Par conséquent, la BNS adaptera encore graduellement le cap de sa politique monétaire si la reprise de la conjoncture se poursuit comme prévu.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2006

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 le point de vue des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de mars à mai 2006, sont résumés ci-après.

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 160 entreprises de divers secteurs et branches ont donné une image à peu près sans nuage de la conjoncture pour les mois de mars, d'avril et de mai 2006. Les interlocuteurs de presque toutes les branches se sont montrés très satisfaits du début de l'année et de la marche des affaires enregistrée jusqu'en mai. Une fois de plus, le commerce de détail a été la lanterne rouge, bien qu'il ait lui aussi ressenti les effets d'une certaine amélioration du climat de consommation.

Le taux d'utilisation des capacités de production, qui est en partie très élevé, et la bonne situation bénéficiaire ont incité les entreprises à envisager de nouveaux investissements et l'augmentation de leurs effectifs. Les interlocuteurs se sont montrés très optimistes en ce qui concerne les perspectives. Il semble que les objectifs fixés pour 2006 en matière de chiffres d'affaires seront atteints; dans plusieurs cas, les chiffres réalisés ont été supérieurs à ceux des budgets. Nombre d'interlocuteurs ont attiré l'attention sur le manque de spécialistes ainsi que sur la hausse générale des prix de l'énergie et des matières premières.

Industrie

L'industrie a enregistré beaucoup de commandes et les carnets bien remplis lui garantissent l'utilisation de toutes ses capacités de production ces prochains temps. Comme auparavant, la bonne marche des affaires a résulté de la forte demande en provenance d'Asie, d'Amérique latine, d'Europe de l'Est (y compris la Russie) et des Etats-Unis. Depuis peu, les entreprises affichent un optimisme accru en ce qui concerne l'évolution des échanges avec les pays de l'UE, notamment avec l'Allemagne. La flexibilité qu'offre le temps de travail annualisé a permis aux entreprises de maîtriser l'important portefeuille de commandes. Ainsi, certaines entreprises ont mis en place des équipes supplémentaires pour le travail posté. D'autres ont externalisé quelques-unes de leurs activités. Malgré ces mesures, nombre d'entreprises ont dû allonger leurs délais de livraison.

Entre-temps, la reprise s'est étendue à presque toutes les branches de l'industrie. Comme précédemment, les affaires dans les différents segments de l'industrie chimique, dans la technologie médicale, la métallurgie et l'horlogerie ont connu une excellente évolution. La propension à investir, croissante en Suisse comme à l'étranger, a profité en premier lieu aux secteurs de la construction de machines et d'appareils industriels, de l'électrotechnique et de la production d'énergie ainsi que – dans une mesure encore faible néanmoins – de la fabrication de machines-outils. Quant aux entreprises de l'industrie alimentaire et de l'industrie cosmétique ainsi que de branches apparentées aux biens de consommation, elles étaient de plus en plus nombreuses à estimer avoir le vent en poupe.

Services

Amorcée il y a quelques mois, la légère amélioration de la situation s'est poursuivie dans le commerce de détail. De nombreux interlocuteurs, dont les gros distributeurs, ont signalé un climat de consommation plus favorable. Pour leur part, les commerces spécialisés ont surtout profité du fait que les touristes étrangers étaient plus enclins à la dépense. Les interlocuteurs ont souligné que, dans tous les segments, la clientèle demeurait très attentive aux prix. Ils estiment d'une manière générale que les problèmes actuels du commerce de détail sont en grande partie de nature structurelle et qu'ils découlent de l'adaptation de ce secteur à la concurrence étrangère toujours plus rude.

Les entretiens menés avec les représentants des stations de vacances ont donné des résultats hétérogènes. D'aucuns ont qualifié la saison d'hiver et les affaires pendant la période de Pâques d'à peine suffisantes, tandis que d'autres les ont jugées excellentes. L'unanimité à ce sujet règne toutefois dans le segment du luxe, qui a évoqué une très bonne marche des affaires. Les dépenses par hôte ont généralement augmenté, alors que les réservations notamment ont connu une évolution différente d'une région à l'autre. Les interlocuteurs se sont en majorité montrés confiants quant aux perspectives pour la saison d'été. Dans les villes, l'hôtellerie et la restauration ont profité des congrès et foires organisés en grand nombre ainsi que de l'essor du tourisme urbain.

La reprise de la conjoncture a aussi touché les services aux entreprises et ceux du domaine de la consommation. Depuis quelque temps déjà, les entreprises de transport et de logistique, notamment celles travaillant dans le trafic et le fret aériens, mentionnaient une amélioration de leur situation. Les interlocuteurs de professions telles que conseiller d'entreprises, conseiller en personnel ou expert-comptable ont commencé à afficher un optimisme croissant. Le nombre de mandats a augmenté et la clientèle s'est montrée nettement plus sereine. Les fournisseurs de services informatiques ont eux aussi bénéficié des dépenses accrues de leurs clients pour du matériel et des logiciels. Ils ont toutefois signalé que leur branche subissait de fortes pressions en raison de la vive concurrence.

Dans le secteur bancaire, la marche des affaires est restée bonne. Les prêts hypothécaires ont prospéré, accompagnés de marges réduites, et les activités avec la clientèle commerciale ont semblé gagner du terrain. Du côté des entreprises, la demande de crédits a marqué une légère hausse et, du côté des banques, la réticence à octroyer des crédits s'est relâchée vu la situation bénéficiaire plus favorable des clients. La marche des affaires s'est révélée excellente dans le domaine des opérations de leasing. Quant aux opérations de commissions, elles ont également connu une évolution réjouissante jusqu'en avril; le repli des bourses des actions, observé par la suite, a toutefois tempéré quelque peu l'optimisme.

Construction

Les entreprises de la construction signalent un fort dynamisme dans leur secteur; aucun ralentissement n'était en vue. L'activité la plus forte a encore une fois été observée dans la construction de logements. Plusieurs interlocuteurs ont également évoqué une embellie dans la construction de bâtiments commerciaux ainsi que dans la construction publique. La demande vigoureuse a en outre profité au second œuvre et aux nombreux fournisseurs appartenant à l'industrie.

2 Marché du travail

D'une manière générale, les entreprises ont été davantage disposées à augmenter l'effectif de leur personnel. Elles se sont toutefois montrées prudentes et réservées en ce qui concerne l'engagement de nouveaux collaborateurs. Certaines ont continué à faire appel à des travailleurs temporaires pour occuper les postes vacants. Nombre d'interlocuteurs ont signalé un manque aigu de spécialistes et estimé que cette situation limitait leurs possibilités de croissance. Aussi le perfectionnement en interne et la formation d'apprentis ont-ils partiellement gagné en importance. Pour ce qui est du marché suisse du travail, il est actuellement difficile d'y trouver des techniciens, des spécialistes de la construction et, de plus en plus souvent, des employés de banque et des vendeurs qualifiés. Certains postes peuvent être occupés par des personnes qualifiées, recrutées dans les régions frontalières. Les entreprises pratiquant le travail posté doivent recourir presque exclusivement à de la main-d'œuvre étrangère.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La bonne tenue de la conjoncture a globalement amélioré la situation bénéficiaire des entreprises. Cette constatation s'appliquait également aux petites et moyennes entreprises. Les représentants du secteur du bâtiment n'étaient toujours pas satisfaits de leur situation bénéficiaire, qui semble pourtant être plus favorable qu'il y a quelques trimestres.

Les discussions ont souvent porté sur la forte augmentation des prix de l'énergie, des carburants et des matières premières, notamment des métaux et des plastiques. Toutes les branches n'ont pas eu la possibilité de répercuter les coûts accrus sur la clientèle. Il y a lieu de préciser toutefois que la hausse des coûts a rarement pu être répercutée intégralement sur la clientèle, celle-ci étant le plus souvent très attentive aux prix. Cette constatation s'appliquait en particulier aux fournisseurs opérant sur le marché européen, dont les prix ont continué à subir une forte pression à la baisse. Les entreprises ont toujours essayé de maintenir leurs marges par une augmentation de la productivité en premier lieu et n'ont envisagé de majorations de prix qu'en second lieu. Les interlocuteurs ont plus fréquemment évoqué la situation sur les marchés des changes, faisant notamment part de leur préoccupation face à la baisse du dollar des Etats-Unis.

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

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque
Berne, le 28 avril 2006

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Chers invités, Mesdames, Messieurs,

Cette année, mon exposé sera consacré à deux thèmes. Je commenterai d'abord les comptes annuels pour 2005 et formulerai ensuite quelques réflexions au sujet de l'évolution des coûts d'exploitation.

Permettez-moi de commencer par quelques remarques sur les comptes annuels pour 2005.

Les comptes annuels pour 2005

Introduction

Le résultat de l'exercice 2005 a atteint 12,8 milliards de francs, un montant exceptionnellement élevé. Il s'explique surtout par des plus-values sur l'or et sur les actifs en dollars des Etats-Unis. Ce résultat impressionnant ne reflète cependant en aucune manière la capacité bénéficiaire à moyen et long terme de la Banque nationale.

Résultat brut

L'exercice a dégagé un résultat brut de 13,1 milliards de francs. Une part de 7,4 milliards de francs a découlé de la plus-value enregistrée sur l'or. Le prix du métal jaune a en effet augmenté de plus d'un tiers en 2005.

Près de la moitié des actifs de la Banque nationale est constituée de placements en monnaies étrangères. Il s'agit essentiellement de titres de créance. Afin de mieux diversifier ses placements et d'améliorer ainsi son profil de rendements et de risques, la Banque nationale investit également, depuis le début de 2005, une part de ses actifs en actions de sociétés étrangères.

Le résultat global des placements en monnaies étrangères a atteint 5,3 milliards de francs. Ce montant s'explique, pour près de la moitié, par des gains de change. Le dollar des Etats-Unis, qui s'est revalorisé de 17%, y a contribué pour une part considérable. Les autres monnaies dans lesquelles des placements sont détenus ont elles aussi généré des gains de change. En outre, un montant d'environ 2,1 milliards de francs a découlé des intérêts ainsi que des gains en capital. De plus, l'évolution du portefeuille d'actions a été réjouissante en 2005. Les placements en actions étrangères sont gérés passivement, de manière à reproduire la com-

position de larges indices. A fin 2005, ils constituaient 10% environ des placements en monnaies étrangères. L'évolution favorable des marchés des actions a permis d'enregistrer un résultat de 0,7 milliard de francs sur ce portefeuille.

Le résultat des actifs en francs s'est établi à 0,3 milliard. Il n'a pas varié d'une année à l'autre. Le produit des titres en francs suisses a fléchi, mais celui des pensions de titres a augmenté du fait de la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

Repli du produit des placements, hors ajustements de valeur

L'année 2005 montre une nouvelle fois à quel point les résultats des exercices de la BNS dépendent des fluctuations, souvent très fortes, du prix de l'or et des cours de change. Ainsi, sur le résultat global qui a atteint 12,8 milliards de francs, une part de 9,9 milliards découle des ajustements de valeur (7,4 milliards sur l'or et 2,5 milliards sur les cours de change). A moyen et long terme, la capacité bénéficiaire de la Banque ne dépend toutefois pas des plus-values et moins-values, qui sont soumises à de fortes fluctuations. Le volume des actifs rémunérés ainsi que les revenus courants de la BNS jouent à cet égard un rôle bien plus important. Si l'on examine les résultats que la BNS a obtenus ces dernières années, on observe une tendance à la diminution du produit des placements, abstraction faite des ajustements de valeur. Cette évolution est due à deux facteurs: les rentrées d'intérêts – premier facteur – ont été moins importantes du fait de la baisse du niveau des taux et – second facteur – le volume des placements porteurs d'intérêts a diminué à la suite de la distribution du produit des ventes d'or et des prélèvements opérés sur la réserve pour distributions futures. Les chiffres des derniers exercices le montrent clairement. Au cours des cinq dernières années, les revenus tirés des placements ont diminué, passant de plus de 3 milliards à 2,4 milliards de francs en 2005.

En résumé, nous constatons que les hausses, en particulier du prix de l'or et du cours du dollar des Etats-Unis, ont généré en 2005 des gains comptables extraordinaires et gonflé le résultat de l'exercice. Abstraction faite de ces deux facteurs, l'évolution du résultat n'a nullement été spectaculaire, et le rendement moyen des actifs a correspondu aux attentes à moyen et long terme, soit à un rendement de l'ordre de 2 à 3%.

Distribution inchangée à la Confédération, aux cantons et aux actionnaires

Après attribution, conformément à la loi, à la provision pour réserves monétaires, le bénéfice distribuable s'établit à 12 milliards de francs. Selon la convention conclue entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale, un montant de 2,5 milliards de francs doit être versé à la Confédération et aux cantons au titre de l'exercice 2005. Les actionnaires touchent, comme chaque année, le dividende maximal de 6% prévu par la loi.

Le solde, soit 9,5 milliards de francs, est attribué à la réserve pour distributions futures. Celle-ci permet de compenser les fluctuations des résultats et de lisser les distributions de bénéficiaires. Du fait de la volatilité des résultats, des pertes aussi exceptionnelles que l'a été le résultat favorable de l'exercice 2005 pourraient être enregistrées ces prochaines années. Je rappelle à ce propos qu'il a fallu, les quatre années précédentes, prélever au total 6,4 milliards de francs sur la réserve pour distributions futures afin d'assurer les distributions prévues.

Actuellement, la Banque nationale estime que le potentiel de distribution à moyen et long terme est d'environ 1 milliard de francs par an. La distribution annuelle de 2,5 milliards de francs, prévue à moyen terme par la convention, est donc nettement supérieure à ce montant. Aussi – et cela correspond à l'intention de la Banque nationale – la réserve pour distributions futures devrait-elle diminuer ces prochaines années.

Les coûts d'exploitation de la BNS

Je voudrais maintenant formuler quelques réflexions au sujet des coûts d'exploitation de la BNS.

Contexte

La Banque nationale exerce un mandat particulier de droit public et se distingue de ce fait, à divers égards, d'une entreprise de droit privé ou d'une administration publique. En tant que «banque des banques», elle exerce un monopole et n'est en principe pas soumise aux lois du marché. La mission principale de la BNS, qui consiste à conduire la politique monétaire, influe sur les processus d'exploitation et les activités. L'exercice du monopole d'émission des billets de banque et la position centrale que la BNS occupe dans le trafic des paiements sans numéraire impliquent en outre des exigences élevées en matière de sécurité. Pour la conduite opérationnelle de la Banque, cela représente un défi particulier ainsi qu'un équilibre à maintenir constamment entre accomplissement des tâches et prise en compte de l'efficacité sur le plan des coûts. Ces dernières années, la Direction de la Banque nationale a néanmoins veillé à améliorer encore la gestion des coûts.

La Direction générale a par conséquent décidé, il y a trois ans, d'introduire un processus intégré de planification et de budgétisation. Ce processus assure le lien entre, d'une part, les éléments stratégiques découlant du mandat légal et, d'autre part, la planification tant des projets que du personnel et la budgétisation. L'établissement de budgets annuels détaillés renforce la transparence et la responsabilité, à tous les niveaux hiérarchiques, dans la gestion des ressources.

Charges d'exploitation en 2005

La Banque nationale attache une grande importance au maintien sous contrôle des charges d'exploitation. Ainsi, la part ordinaire de ces charges n'a enregistré qu'une modeste augmentation en 2005. Les efforts incessants pour contenir les coûts ont eu des effets positifs. Au total, les charges d'exploitation ont porté sur 272 millions de francs. D'une année à l'autre, elles se sont accrues de 59 millions de francs. Cette évolution est due toutefois à deux facteurs particuliers.

Les charges ont en effet augmenté d'environ 49 millions de francs à la suite d'amortissements non planifiés sur les immeubles. Une estimation, effectuée en 2005 par des spécialistes externes, de l'actualité de la valeur des immeubles de la Banque nationale a montré que les importants travaux de transformation et de rénovation de ces dernières années ne se sont répercutés que partiellement sur la valeur de marché des immeubles. Ainsi, une grande part des investissements nécessaires en matière de sécurité n'a pas influé sur la valeur actuelle de marché. En outre, les immeubles de la Banque nationale sont en partie constitués de bâtiments historiques, ce qui rend plus onéreux les travaux de transformation et de rénovation. Les dispositions régissant l'établissement des comptes exigent dans un tel cas une adaptation de la valeur.

Les coûts de la restructuration prévue dans le domaine du numéraire ont – second facteur – alourdi de manière exceptionnelle les charges d'exploitation. Par cette restructuration, la BNS réagit aux modifications observées dans l'approvisionnement en numéraire. Les principaux partenaires de la Banque nationale dans le domaine des mouvements de numéraire confient de plus en plus le transport, le stockage et le tri des billets de banque et des pièces à des tiers. Du fait de cette évolution, il est prévu de fermer la succursale de Lugano à fin 2006. Les mesures d'ordre financier qui en découlent grèvent, à hauteur de 5 millions de francs, les charges de personnel pour 2005.

Abstraction faite de ces deux facteurs, les charges d'exploitation ont au total augmenté de 2% seulement.

Evolution des charges d'exploitation au cours des cinq dernières années

En cinq ans, les charges d'exploitation de la Banque nationale se sont accrues d'environ 15% en termes nominaux. Au premier abord, cette hausse peut ne pas sembler très modérée. Mais un examen plus approfondi nous amène à constater qu'elle est due pour l'essentiel à l'évolution des amortissements et des charges de personnel.

L'augmentation des amortissements découle notamment de l'utilisation accrue d'équipements informatiques dans l'exploitation de la Banque. L'accomplissement des tâches exige le recours à des systèmes d'information toujours plus complexes.

L'automatisation de processus d'exploitation gagne en importance.

Dans l'évolution des charges d'exploitation ces cinq dernières années, les coûts de personnel ont eux aussi joué un rôle important. Cela s'explique par le fait que la Banque nationale, pour rester un employeur attrayant, a mené une politique salariale appropriée, mais aussi par l'évolution des tâches à accomplir. En effet, les tâches exigeantes – activités scientifiques ou dans le domaine de la recherche – se sont développées au détriment de celles qui sont plutôt opérationnelles et d'exécution. La Banque a ainsi engagé davantage de collaboratrices et collaborateurs hautement qualifiés et, partant, plus onéreux. La proportion de collaboratrices et collaborateurs ayant une formation universitaire est actuellement d'environ un sur trois, alors qu'elle était d'un sur huit il y a 25 ans.

Comparaisons internationales

La Banque nationale s'en sort plutôt bien si l'on compare ses coûts d'exploitation à ceux d'autres banques centrales. Bien qu'il n'existe guère de statistiques officielles fournissant des données fiables en la matière, le rapport coûts/efficacité des banques centrales est un thème qui est de plus en plus d'actualité. Dans la plupart des banques centrales, les charges de personnel constituent le poste le plus important des coûts. Une étude, publiée récemment dans la revue «Central Banking» sur les coûts d'exploitation de banques centrales européennes, le confirme. Il ressort de cette étude que les charges de personnel représentent en moyenne 60% de l'ensemble des coûts d'exploitation. Bien que l'éventail des tâches varie, les comparaisons de coûts entre banques centrales se fondent fréquemment sur des données afférentes au personnel. Ainsi, le rapport entre l'effectif du personnel et la population totale du pays est un critère couramment utilisé. Un tel rapport permet d'effectuer des comparaisons, certes approximatives, entre banques centrales et de suivre l'évolution dans le temps de chacune d'entre elles.

Les calculs internes que nous avons faits à partir des rapports de gestion de banques centrales européennes pour l'année 2004 et de statistiques sur la population ont montré que la Banque nationale suisse fait partie des banques centrales européennes ayant l'effectif du personnel le moins

élevé. Elle compte en effet 83 collaborateurs pour un million d'habitants, alors que la moyenne des banques centrales prises en considération s'élève à 155. Il convient toutefois d'interpréter avec prudence de telles données dans la mesure où les banques centrales se différencient les unes des autres tant par l'étendue de leurs tâches que par leur structure.

Dans le temps également, la Banque nationale se caractérise par une grande stabilité. En 1990, elle comptait 84 collaborateurs pour un million d'habitants. En termes relatifs, l'effectif du personnel de la BNS est donc resté constant. Même s'il faut être prudent dans l'interprétation de ces chiffres, ceux-ci montrent que les moyens dont dispose la Banque nationale pour son exploitation ne sont pas disproportionnés et restent parfaitement raisonnables par rapport à ceux d'autres pays. La BNS continuera néanmoins à utiliser avec discernement les ressources dont elle dispose.

Pour conclure...

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

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

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale
Berne, le 28 avril 2006

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Mesdames et Messieurs les invités,

Les hésitations de la conjoncture en 2005

Comme nous le constatons maintenant, sur la base des chiffres révisés de notre comptabilité nationale, l'année 2005 a été meilleure que prévu. Un ralentissement de la conjoncture s'est manifesté dès l'automne 2004, mais le terrain perdu a pu être largement regagné en 2005 grâce à la vigueur de nos exportations.

Cette parenthèse conjoncturelle a été avant tout la conséquence des incertitudes consécutives à la hausse des prix de l'énergie, incertitudes encore amplifiées par la mise hors service d'une partie de la capacité de raffinage des Etats-Unis durant l'automne. Le prix du pétrole brut a progressé de 50% de janvier à août dernier pour atteindre un pic de 65 dollars environ, avant de se corriger partiellement. La confiance des entrepreneurs et des consommateurs s'en est trouvée ébranlée: la demande de biens d'équipement s'est assouplie et celle des consommateurs n'a progressé que faiblement. Ce n'est que dans la seconde partie de l'année dernière que la conjoncture a clairement gagné en assurance.

Ces hésitations conjoncturelles n'ont pas frappé l'économie mondiale de manière uniforme: les Etats-Unis sont restés le moteur principal des pays industrialisés; la croissance s'y est maintenue proche de son niveau potentiel et au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE. Les économies émergentes d'Asie ont constitué à nouveau un pôle de croissance particulièrement dynamique, l'extension de la production manufacturière en Chine stimulant les échanges internationaux. Toute l'Asie, en particulier le Japon, a ainsi bénéficié de la vigueur de l'économie chinoise. De son côté, l'économie européenne a manqué de dynamisme durant la première partie de l'année du fait notamment d'une faiblesse chronique de la demande intérieure. Au début de l'an dernier, l'Allemagne, la France et l'Italie connaissaient même une situation de quasi-stagnation. Le climat s'est ensuite réchauffé, mais souvent de manière très hésitante.

Grâce à ses marchés d'exportation relativement diversifiés, l'économie suisse a pu échapper en grande partie à la léthargie européenne. Notre commerce extérieur a fléchi au premier trimestre de l'an dernier, pour retrouver ensuite le chemin d'une

expansion vigoureuse. De son côté, la consommation a fait preuve d'une relative solidité, bien que sa croissance soit demeurée fort modeste. Quant aux investissements, ils n'ont pas montré le tonus qui avait été le leur en 2004, minés par les incertitudes sur la solidité de la reprise. Même le domaine de la construction, pourtant fortement soutenu par des taux d'intérêt bas, a connu un début d'année difficile en raison de conditions climatiques particulièrement sévères. Il s'est ensuite repris, mais n'a pas été en mesure de retrouver pleinement son dynamisme de l'année précédente.

Pour l'ensemble de l'année, le rythme de croissance de notre économie a été de 1,9%, soit un taux légèrement inférieur au résultat atteint en 2004.

Dans l'environnement conjoncturel incertain qui régnait en 2005, la Banque nationale n'a pas poursuivi la politique de normalisation des taux d'intérêt qu'elle avait engagée au printemps de 2004. Ce n'est qu'en fin d'année, lorsque les indices d'un redressement de la conjoncture se sont clairement confirmés, que nous avons décidé de nous replacer sur la voie de la normalisation graduelle des taux d'intérêt. En décembre et mars derniers, nous avons relevé à chaque fois de 25 points de base la marge de fluctuation du taux Libor à trois mois. Aujourd'hui, ce taux se situe à 1,25%, un taux comparable au rythme actuel de la hausse des prix, donc toujours fort attrayant en regard de la bonne tenue de la conjoncture.

2005: nouvelle année de stabilité des prix

En dépit de la hausse des prix des produits pétroliers, l'année 2005 a été une nouvelle année de stabilité des prix, la douzième consécutive d'ailleurs, puisque, depuis 1994, la hausse annuelle des prix à la consommation a toujours été inférieure à 2% dans notre pays. La Banque nationale a ainsi rempli son mandat.

La faiblesse du report des hausses du coût de l'énergie a surpris nombre d'observateurs. La situation sur ce plan est bien différente de celle que nous avons connue lors des chocs pétroliers des années 1970. Il faut y voir le résultat à la fois d'une économie suisse bien plus soumise à la concurrence qu'à l'époque et de la présence d'importantes ressources productives encore sous-utilisées à travers le monde. Cet aspect favorable ne doit toutefois pas nous inciter à relâcher notre vigilance à l'égard des phénomènes inflationnistes.

L'année 2006 se présente favorablement

L'année 2006 se présente sous des auspices favorables pour l'économie suisse, bien que la hausse récente du prix du pétrole constitue une nouvelle source d'incertitude. La croissance de l'économie mondiale reste soutenue. L'économie américaine demeure robuste en dépit des hausses de taux d'intérêt décidées par la Réserve fédérale et du léger affaiblissement du marché immobilier qui s'en est suivi. Les économies d'Asie profitent de manière croissante du dynamisme chinois. En Europe, particulièrement en Allemagne, un regain d'activité, bien qu'encore modéré, est aussi perceptible. De plus, le fait que la croissance mondiale engendre une demande accrue de biens d'investissement crée une situation particulièrement favorable pour nos exportations.

De cette bonne tenue de notre commerce extérieur, nous pouvons attendre des retombées positives sur l'ensemble de notre économie, sur le plan de la production comme sur celui de l'emploi. Jusqu'ici, la croissance de nos ventes à l'étranger a été assurée par des gains substantiels de productivité. On peut maintenant espérer qu'elle débouche sur une reprise des investissements en équipement et une plus forte embauche. Le climat général de notre économie devrait donc continuer de s'améliorer ces prochains mois, ce qui soutiendra la consommation. Nous tablons sur une croissance légèrement supérieure à 2% pour l'ensemble de l'année.

Ce regain de croissance ne constitue pas une menace pour la stabilité des prix. Nos prévisions à ce sujet nous indiquent que l'inflation devrait avoisiner 1%, en moyenne annuelle, et les perspectives demeurent également favorables pour 2007. En comparaison internationale, notre pays continuera de jouir d'une situation fort privilégiée à cet égard.

Que faut-il attendre de la politique monétaire? Notre prévision d'inflation de mars dernier indique clairement que le niveau actuel des taux d'intérêt n'est pas compatible avec la stabilité des prix à long terme. La stratégie de normalisation monétaire, que nous appliquons depuis juin 2004, restera donc notre ligne de conduite. Nous la poursuivrons avec la conviction que, pour notre économie, une politique préventive est bien moins douloureuse que des mesures correctrices prises tardivement.

La nouvelle d'un retour de la croissance est réjouissante, mais nous ne devons pas nous en satisfaire pour autant, car le résultat attendu demeure encore en deçà de ce qui est nécessaire pour faire face aux besoins financiers grandissants de notre population vieillissante. Beaucoup doit encore être entrepris pour relever le potentiel de croissance de notre économie. Les propositions faites aux Chambres par le Conseil fédéral en vue de libéraliser le marché intérieur vont dans la bonne direction. D'autres réformes doivent encore être envisagées dans le but de stimuler la concurrence interne et d'abaisser le degré de réglementation des marchés. Il est en effet inquiétant de voir notre pays figurer souvent en mauvaise place dans les indicateurs de libéralisation des marchés. Le dynamisme des pays qui ont laissé plus de place à l'initiative privée doit nous inspirer. La bonne tenue de notre conjoncture est une excellente occasion de poursuivre le programme de réformes de notre économie. Nous ferions une grave erreur en nous contentant des résultats déjà atteints. Pour sa part, la Banque nationale, en assurant la stabilité des prix, crée un environnement propice à l'essor économique général et aux ajustements structurels.

Des marchés financiers stables

L'année écoulée a été grevée d'incertitudes: montée des prix pétroliers, interruption des capacités de raffinage aux Etats-Unis, tensions géopolitiques. Par ailleurs, l'économie mondiale est restée marquée par de profonds déséquilibres: déficit des comptes extérieurs américains, manque de flexibilité du système monétaire chinois. Quant aux politiques monétaires, elles ont souvent présenté des tonalités fort différentes: montée progressive des taux d'intérêt aux Etats-Unis, attentisme de l'action monétaire en Europe.

En dépit de ces facteurs potentiellement déstabilisateurs, les marchés financiers sont restés relativement calmes. Sur le marché des changes, le dollar s'est repris dans le sillage du resserrement de la politique monétaire américaine, et le yen n'a que peu changé face au franc suisse. Quant à la relation franc-euro, elle a oscillé dans une étroite bande, reflet de la forte convergence des facteurs fondamentaux entre la Suisse et la zone euro. Le franc a même eu une tendance baissière ces derniers mois,

tendance peu explicable si l'on considère le bas niveau de l'inflation suisse par rapport à celle du reste de l'Europe. Si ce mouvement devait s'accélérer et relâcher ainsi trop fortement les conditions monétaires en regard de l'évolution conjoncturelle, la normalisation des taux d'intérêt n'en deviendrait que plus nécessaire.

De manière générale, la capacité des marchés financiers d'absorber des chocs ou de tolérer des déséquilibres est une conséquence de la mondialisation et des progrès de l'intermédiation financière. La mondialisation n'a pas seulement dynamisé les marchés des biens, elle a aussi, et de manière croissante, élargi et approfondi les marchés financiers. La liberté de mouvement des capitaux, qui est maintenant la règle entre les pays industrialisés, se généralise dans les pays émergents. Le financement des déficits des uns est ainsi plus facilement assuré par les surplus des autres.

En soi, l'efficacité accrue des marchés financiers est un facteur supplémentaire de croissance, donc une bonne chose, mais l'endettement continu de certains pays, dû à une grande disparité des efforts nationaux d'épargne, pourrait dangereusement fragiliser les marchés financiers en cas de crise de confiance.

La grande stabilité montrée par les marchés financiers internationaux l'an dernier a été favorable à notre pays, lui qui est si imbriqué dans l'économie mondiale et dont la monnaie a souvent été victime des turbulences monétaires extérieures. Cette remarquable stabilité des marchés ne peut toutefois être considérée comme définitivement acquise. Les risques sous-jacents demeurent importants; rien ne nous autorise à baisser notre garde à l'égard d'éventuelles turbulences sur les marchés. Au niveau des entreprises, la prudence doit rester de mise envers les risques de change, même si la volatilité du franc a été faible ces dernières années. De son côté, la Banque nationale, consciente de la vulnérabilité des marchés financiers, veille particulièrement à ce que sa politique monétaire soit correctement perçue par les agents économiques. Le soin que nous portons à la communication de nos décisions et les résultats que nous avons atteints en matière de stabilité monétaire dans notre pays nous assurent une bonne crédibilité, ce qui confère une grande efficacité à notre politique de taux d'intérêt.

La Banque nationale au cœur de discussions politiques

Aujourd'hui, la crédibilité est un atout d'autant plus important que les marchés financiers sont vastes et étroitement liés. Alors que, par le passé, les banques centrales pouvaient faire état de leur pouvoir régulateur en intervenant sur les marchés afin d'influencer les cours, notamment ceux des devises, aujourd'hui la faiblesse relative de leurs moyens, face à des marchés devenus globaux, leur demande d'agir plus avec doigté qu'avec force. Leur crédibilité est essentielle à cet égard: la crédibilité atténuée la volatilité des cours et permet aux décisions monétaires de déployer leur plein effet sur les anticipations du marché.

La crédibilité est donc un acquis précieux de la politique monétaire et sa préservation doit réclamer toute notre attention. La Banque nationale ne peut se contenter de faire simplement état de ses bons résultats passés, il faut aussi qu'elle soit en mesure de convaincre les marchés de sa volonté de recourir, si nécessaire, à la totalité de ses moyens en vue de préserver la stabilité monétaire du pays à l'avenir également.

Aujourd'hui, il est largement reconnu qu'une banque centrale n'est crédible que si elle peut engager ses moyens sans devoir solliciter l'avis préalable du gouvernement ou sans risquer d'être sanctionnée par lui. C'est la raison d'être de son indépendance. En Suisse, l'indépendance de la Banque nationale est garantie par l'art. 99 de la Constitution fédérale et par l'art. 6 de la loi sur la BNS. Le cadre juridique est adéquat.

Néanmoins, la crédibilité n'est pas seulement une question d'indépendance juridique. Elle dépend aussi de l'atmosphère politique qui entoure l'action des banques centrales. En effet, les marchés ne s'interrogent pas seulement sur l'autonomie fonctionnelle des autorités monétaires, mais aussi sur le degré d'acceptation politique de leurs décisions. Une politisation permanente des affaires monétaires peut ainsi devenir un boulet pour la crédibilité.

Reconnaître qu'une certaine sérénité devrait entourer les questions monétaires ne veut pas dire que la politique des instituts d'émission doive échapper au contrôle démocratique. Ce contrôle est aujourd'hui beaucoup plus étroit qu'autrefois. En effet, la plupart des régimes monétaires prévoient maintenant que la banque centrale rende compte de

l'exécution de son mandat devant le législateur. C'est le cas en Suisse puisque l'art. 7 de la loi sur la Banque nationale nous demande de présenter chaque année à l'Assemblée fédérale un rapport sur l'accomplissement de nos tâches.

En dépit de ces dispositions, les affaires de la Banque nationale sont souvent au cœur de débats politiques animés. Paradoxalement, ces débats ne portent pas sur la politique monétaire au sens strict, mais sur d'autres aspects de nature plus opérationnelle, comme le niveau des réserves monétaires ou la distribution des bénéfices.

Permettez-moi d'illustrer ce propos. A l'issue de récentes délibérations de la Commission de gestion du Conseil national, l'information a été publiée qu'une nouvelle partie du stock d'or pourrait être liquidée en vue d'assurer une nouvelle distribution extraordinaire de bénéfices de l'ordre de 10 milliards de francs, laissant ainsi entendre que la BNS serait trop richement dotée en réserves monétaires. Cette appréciation est totalement erronée.

Maintenant que la moitié de notre stock d'or a été vendue et que le produit de ces ventes a été distribué à la Confédération et aux cantons, la Banque nationale dispose de réserves monétaires, en or et en devises, appropriées pour la conduite de sa politique monétaire. Le niveau de nos réserves, comparé au poids économique de notre pays, ne nous place pas dans le peloton de tête des pays les plus richement dotés. Loin s'en faut: en 1950, nos réserves s'élevaient à 30% du PIB; aujourd'hui cette proportion est tombée à 12,5% et nous nous situons, sur le plan international, dans une honorable moyenne en compagnie des pays scandinaves. Si l'on songe que, contrairement à ces pays, la Suisse est aussi une place financière d'importance mondiale, personne ne peut arriver rationnellement à la conclusion que nous disposons aujourd'hui de réserves monétaires superflues.

De plus, la loi est parfaitement claire en ce qui concerne les compétences: il appartient au Conseil de banque d'apprécier la politique de provisionnement de la BNS, donc l'évolution des réserves monétaires de la Banque, et non aux commissions parlementaires. La politique de provisionnement adoptée par notre Conseil porte le sceau du bon sens: elle vise à ce que les réserves monétaires augmentent graduellement, de telle sorte que la relation entre les réserves et le PIB ne se détériore pas au fil du temps. Cette approche est cohérente avec le fait que nous soyons, aujourd'hui, seulement moyennement dotés.

Ceux qui estiment que nous disposons de réserves monétaires excédentaires oublient que la BNS constitue une sorte d'assurance pour la stabilité monétaire du pays. Comme toute assurance, elle doit, face à l'expansion des marchés et à la montée des risques, pouvoir compter sur des réserves croissant au même rythme que l'économie. S'il en était autrement, son pouvoir d'action sur les marchés en serait affaibli. C'est ici la défense des intérêts à long terme du pays qu'il s'agit de ne pas perdre de vue.

Le débat sur l'initiative Cosa (bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS) est un autre exemple d'action politique pouvant conduire à un affaiblissement de notre crédibilité monétaire. J'ai déjà eu l'occasion de vous présenter l'an dernier, en détail, les raisons pour lesquelles nous considérons que cette initiative entraverait l'exécution de notre mandat. Permettez-moi de vous les rappeler rapidement:

En premier lieu, en créant une relation directe entre nos bénéfices et le financement d'un élément important de notre sécurité sociale, l'initiative établirait un lien dangereux, car elle placerait à coup sûr la BNS sous la pression continue de distribuer plus de bénéfices à l'avenir. Or, une distribution plus élevée ne serait possible que par une plus grande prise de risques dans nos placements ou par une diminution de nos réserves monétaires. Les marchés viendraient à s'interroger si la BNS conduit sa politique dans le but d'assurer la stabilité monétaire du pays ou de générer des profits. Comme je l'indiquais précédemment, des débats continuels sur ce sujet risquent d'affaiblir la perception par les marchés de notre indépendance, ce qui pèserait sur notre crédibilité et entraverait notre action monétaire. En fin de compte, la mise en œuvre de cette initiative minerait la confiance dans le franc.

En second lieu, l'initiative part de l'hypothèse que notre distribution de bénéfices pourrait s'établir durablement au-dessus d'un milliard de francs par an. C'est une illusion qui ne ferait que conduire nos concitoyens à d'amères déceptions. En effet, tous nos calculs le montrent, et le commentaire du président du Conseil sur le résultat de 2005 le confirme: la capacité distributive à moyen terme de la Banque nationale s'établit à hauteur d'un milliard de francs par an seulement. Pour 2005, si nous éliminons des 12 milliards de bénéfices les gains issus de la montée spectaculaire du prix de l'or et de la revalorisation des devises, le bénéfice distribuable tombe à 2 milliards de francs, ce qui fait de cet exercice un bon exercice, sans plus.

Espérer que la Banque nationale puisse distribuer nettement plus d'un milliard de francs de bénéfices sur la durée, c'est vouloir la pousser à prendre plus de risques dans la gestion de ses réserves ou vouloir freiner l'approvisionnement de ses réserves de change, donc affaiblir sa position sur les marchés. Etant donné notre dotation actuelle en réserves, ce serait imprudent.

Chers actionnaires, chers invités,

Pour que la Banque nationale puisse mener efficacement son action, elle a besoin de la confiance de la population et des marchés. L'initiative Cosa joue avec le feu. C'est une invitation permanente à de nouvelles exigences financières. Elle place la Banque nationale au cœur d'un débat politique sans fin qui menace sa crédibilité et l'efficacité de sa politique. C'est pourquoi la prudence demande qu'elle soit rejetée.

Dans cette phase délicate, la Banque nationale a besoin du soutien de chacune et de chacun, et en particulier de ses actionnaires. Je vous remercie de votre présence de ce jour et de l'intérêt constant que vous portez à notre action.

Modèles de politique monétaire destinés aux banques centrales

Nicolas A. Cuche-Curti, Recherche,
Banque nationale suisse, Zurich

Introduction¹

Durant l'automne 2005, la Banque nationale suisse (BNS) organisa un colloque scientifique intitulé «Modèles de politique monétaire destinés aux banques centrales». La manifestation, à laquelle assistèrent des scientifiques de renom et d'éminents représentants de banques centrales venus du monde entier, fut la quatrième de ce type organisée en collaboration avec la Réserve fédérale de Cleveland (FRBC) et la Banque du Canada (BC).²

Aussi bien les scientifiques que les représentants d'instituts d'émission apprécient ces rencontres, car le savoir-faire des chercheurs se complète. D'une part, les principales banques centrales utilisent, pour leurs décisions de politique monétaire, des modèles basés sur les théories économiques et adaptent continuellement ces modèles à l'évolution récente de la recherche en matière de théorie et de politique monétaires. Les banques centrales donnent aux académiciens un écho constructif leur permettant de vérifier, d'appliquer et d'améliorer leurs prototypes de modèles. D'autre part, les scientifiques s'efforcent constamment de développer les modèles de demain destinés aux banques centrales. De tels colloques scientifiques aident donc les participants à entretenir et à développer leurs modèles actuels ainsi qu'à élaborer leurs futurs modèles.

Après une présentation de l'approche pluraliste, le présent article donne un aperçu des différentes méthodes qu'appliquent les banques centrales en matière de modèles. Ensuite, les exposés³ présentés lors du colloque sont résumés, permettant de souligner le lien entre les modèles appliqués par les banques centrales et les divers thèmes abordés durant le colloque.

1 L'auteur tient à remercier Katrin Assenmacher-Wesche, Enzo Rossi, Marcel Savioz et Peter Stalder de leurs précieux commentaires et suggestions.

2 Voir Amstad et Berentsen (2002) pour leur résumé du premier séminaire de politique monétaire qui eut lieu à la BNS. La BC organisa le deuxième séminaire (2003, *Dynamic models useful for policy*) et la FRBC le troisième (2004, *Dynamic models and policymaking*). Les papiers présentés à la BNS sont disponibles sur son site Internet: <http://www.snb.ch/f/publikationen/forschung/forschung.html>.

3 Ce résumé se fonde uniquement sur les papiers distribués lors du colloque et ne considère pas les «discussions» ayant eu lieu durant le colloque.

1 Pourquoi les économistes des banques centrales opèrent-ils avec des modèles?

Contrairement à leurs collègues des sciences naturelles, les économistes ne peuvent d'habitude pas faire d'expériences.⁴ En lieu et place, ils observent la réalité sous une forme simplifiée, à l'aide de modèles. Un modèle économique quantitatif consiste en une série d'équations de comportement et de définitions représentant une économie. Il reflète donc le fonctionnement d'une économie exprimé sous la forme d'équations.

Presque chaque banque centrale est tenue d'assurer la stabilité des prix et, partant, tient compte de l'évolution conjoncturelle. Cependant, le mécanisme de transmission des décisions de politique monétaire à l'évolution des prix et à la conjoncture est soumis à des retards et à des incertitudes. En formulant leur politique monétaire, les banques centrales sont obligées, par conséquent, d'estimer les perspectives conjoncturelles et l'ampleur des poussées inflationnistes durant les prochains trimestres. Avant de prendre leurs décisions, elles analysent ainsi soigneusement les données économiques et financières pour réagir à toutes les évolutions possibles et prendre les décisions de politique monétaire adéquates.

Les modèles économiques quantitatifs constituent le noyau de cette analyse.⁵ Toutefois, ils ne dispensent pas les responsables des banques centrales de procéder à leur propre appréciation de la situation économique et monétaire. Les banquiers centraux disposent ainsi d'une large marge de manoeuvre dans leurs ajustements subjectifs des indications provenant des modèles. Néanmoins, les modèles économiques quantitatifs peuvent accroître la capacité d'appréciation des banques centrales de différentes façons. Premièrement, ils permettent de mieux comprendre les facteurs déterminant la conjoncture, car ils décrivent les mécanismes de l'économie. Deuxièmement, ils servent à formuler les décisions de politique monétaire et à simuler des solutions alternatives. En outre, ils aident les instituts d'émission à communiquer leurs décisions. Troisièmement, les modèles contribuent aux prévisions des banques centrales. De surcroît, ils améliorent la consistance de l'argumentation au sein des banques centrales.

4 L'économie expérimentale est une exception notable. Voir une introduction dans Hagel et Roth (1995).

5 Voir une introduction à l'utilisation des modèles par les banques centrales notamment dans Blinder (1998), Coletti et Murchison (2002) ainsi que dans Stockton (2002).

2 Un modèle n'est pas un modèle

Le programme varié du colloque reflète le pluralisme des méthodes appliquées aux modèles des principales banques centrales. Différentes raisons incitent les banques centrales à opérer avec une suite de modèles et non avec un seul. La principale raison résulte de l'incertitude régnant au sujet de la véritable structure de l'économie et des chocs qu'elle doit supporter. Afin de minimiser le risque que la spécification du modèle soit fautive, les banques centrales se basent habituellement sur plusieurs modèles et pondèrent ceux-ci en fonction de leurs caractéristiques, de la question examinée ou d'une combinaison des deux. Une autre raison réside dans le fait que la simplification grossière de la réalité empêche un modèle unique de répondre à toutes les questions des banquiers centraux. La plupart des modèles sont conçus pour traiter des questions ou problèmes spécifiques. Finalement, l'existence de plusieurs modèles dans les banques centrales encourage une saine concurrence entre les développeurs de modèles.

3 Suite de modèles des banques centrales

Un rapide coup d'œil sur les modèles économiques quantitatifs auxquels recourent les principales banques centrales montre que leurs modèles se sont développés, ces dernières décennies, parallèlement aux progrès réalisés en macroéconomie et en économétrie. Pagan (2003) classe ces modèles d'après leurs fondements théoriques et leur concordance avec les données. Tous les modèles utilisés actuellement par les banques centrales remplissent en partie ces deux critères. Néanmoins, les modèles des banques centrales peuvent être divisés en deux catégories, compte tenu de leurs forces respectives. La première catégorie, marquée par les fondements structurels, comprend des modèles à équations simultanées qui peuvent refléter un équilibre général. La seconde souligne l'importance des données et comprend pour l'essentiel des modèles économétriques, la plupart du temps, à séries chronologiques.

Fondée par Alfred Cowles aux États-Unis dans les années trente, la «Cowles Commission for Research in Economics» établit le fondement des modèles de la première catégorie. Les économistes de la commission furent parmi les premiers à concentrer leurs recherches sur les relations entre la macroéconomie, les mathématiques et la statistique. Réalisant la vision de Tinbergen (1952) qui entendait quantifier la théorie dans un système d'équations simultanées, ils développèrent les premiers modèles d'après lesquels l'économie peut être dirigée par certaines variables économiques. Haavelmo (1944), qui affirma que les modèles devaient également fournir des distributions de probabilités pour les principales variables afin que l'on puisse apprécier la concordance entre le modèle et les données, exerça aussi une influence sur les travaux de la commission. La contribution essentielle de celle-ci consista à combiner la théorie économique avec l'économétrie, ce qui aboutit à l'estimation de modèles à équations simultanées relativement volumineux. Presque toutes les banques centrales ont un ou plusieurs de ces modèles dans leur palette de modèles et opèrent encore aujourd'hui sur cette base.

Entre 1950 et 1970, ces modèles furent la cible d'une première vague de critiques suite à d'après

discussions relatives à la méthodologie économétrique. Durant les années septante, l'école des anticipations rationnelles, en particulier Lucas (1976), déclencha une deuxième vague de critiques. Lucas démontra que les paramètres de modèles économiques quantitatifs traditionnels dépendaient implicitement des anticipations que formaient les agents économiques au sujet de la politique économique. En d'autres termes, une modification de la politique économique entraîne vraisemblablement un changement de ces paramètres. De tels modèles ne se prêtent donc pas à l'analyse de politiques économiques alternatives. Pour éviter cette critique, les modèles nécessitent des fondements microéconomiques. Ils doivent donc se baser sur le comportement des agents économiques et reposer sur des paramètres qui ne réagissent pas aux modifications de la politique économique. Finalement, une troisième vague de critiques prépara la voie à la deuxième catégorie de modèles des banques centrales. Sims (1980, 2005) proposa, dans le cadre de ses critiques adressées aux modèles à équations simultanées – en soulignant particulièrement le caractère arbitraire de la distinction faite entre variables exogènes et endogènes – une solution alternative non théorique: les modèles vectoriels autorégressifs (VAR). Sa méthode, qui relève l'importance des données sans fondement théorique spécifique, considère toutes les données comme endogènes et profite de leur comportement autorégressif. Toute variable est définie par une fonction linéaire de ses propres valeurs passées et des valeurs passées de toutes les autres variables.

Depuis les années quatre-vingt, les principales banques centrales ont donc élargi la gamme de leurs modèles et y ont inclus divers modèles économétriques. Toutefois, les modèles VAR n'eurent pas comme conséquence de stopper le développement des modèles à équations simultanées. Bien au contraire, la confrontation de ces deux catégories de modèles entraîna des progrès considérables. Grâce aux efforts constants de la recherche et à l'accroissement de la performance des ordinateurs, les deux catégories de modèles se sont développées et la plupart des problèmes que posaient les premières générations de modèles ont pu être corrigés. L'écart entre les deux catégories de modèles s'est donc réduit.

Grâce à la croisade des «real business cycles» (RBC) menée notamment par Kydland et Prescott (1982) ainsi que par King et al. (1988), le fondement microéconomique des modèles à équations simultanées s'est amélioré. Ces modèles ne souffrent plus de la critique de Lucas et se prêtent à l'analyse ainsi qu'aux simulations de politique économique. Récemment, des économistes tels que Christiano et al. (2003, 2005) ont continué à développer ces modèles dans le but de les rapprocher de la réalité en tenant compte d'un plus grand nombre de chocs et de frictions, c'est-à-dire en considérant des aspects néo-keynésiens qui renvoient à Mankiw (1985) ainsi qu'à Ball et Romer (1990). Ces modèles récents se distinguent des modèles RBC en prenant en considération des rigidités nominales et réelles, de sorte que la politique monétaire puisse avoir des effets réels. Appelés «dynamic stochastic general equilibrium (DSGE)», ces modèles à équations simultanées sont les plus avancés, employés soit développés actuellement par les banques centrales. En outre, ils sont, en matière de probabilités, des modèles crédibles des données en raison de leur processus moderne d'estimation.

Malgré le succès de leurs prévisions, les modèles VAR furent également critiqués à cause de leur manque de structure économique. Cet aspect de boîte noire empêcha les banques centrales de décrire, à l'aide de modèles VAR, de manière réaliste le fonctionnement de l'économie. Les économistes ont résolu ce problème en dotant les modèles VAR d'un meilleur fondement théorique au fil des ans. Il en est résulté des modèles structurels VAR et des modèles «vector error correction (VECM)» notamment dans l'esprit de Engle et Granger (1987), King et al. (1991) ainsi que de Watson (1994). Ces modèles VECM permettent de tenir compte des bases théoriques des forces d'équilibre à long terme et, simultanément, de conférer un rôle important aux données dans la dynamique à court terme. Récemment, quelques économistes tels que Del Negro et Schorfheide (2004) ont combiné des modèles VAR et DSGE pour développer de nouveaux modèles qui exploitent les avantages respectifs des deux catégories.

4 Documents du colloque – modèles DSGE

Les deux prochaines sections contiennent un bref résumé des documents présentés lors du colloque.⁶ Des dix contributions, sept se rapportent à des modèles d'équilibre général, répartis en deux catégories. La première décrit les dernières extensions portées aux modèles DSGE existants. Ces compléments concernent notamment les frictions financières des ménages (Gammoudi et Mendes, 2005) et des entreprises (De Fiore et Uhlig, 2005), une meilleure modélisation du comportement des entreprises (De Walque et al., 2005, Bilbiie et al., 2005), la politique de stabilisation (Berentsen et Waller, 2005) et l'intégration d'agrégats monétaires dans ce type de modèles (Andrés et al., 2004). La deuxième catégorie a trait à de nouveaux processus d'estimation appliqués aux modèles DSGE (Boivin et Giannoni, 2005).

Depuis quelques années, les chercheurs ont amélioré les modèles d'équilibre général de manière à mieux tenir compte des facteurs empiriques auxquels les banques centrales attachent de l'importance. Par leur exposé «*Household sector financial frictions in Canada*», Mohamed Gammoudi et Rhys Mendes donnent un bon exemple à ce sujet. Observant le renchérissement vertigineux des immeubles durant ces dernières années, les auteurs analysent le rapport entre ce phénomène et la politique monétaire. De plus, il est montré empiriquement que les restrictions financières des ménages peuvent renforcer l'effet des chocs de politique monétaire sur les investissements en logements, le prix des maisons et la consommation.

Les auteurs examinent ces problèmes grâce à un modèle DSGE consacré à une petite économie ouverte, celle du Canada. Ils complètent le cadre traditionnel des modèles DSGE par des frictions financières frappant le secteur des ménages, qu'ils incluent en le divisant en deux catégories. Certains ménages ne peuvent s'endetter que pour une partie de la valeur de leurs logements, alors que cette restriction ne s'applique pas aux autres ménages. Les auteurs arrivent à la conclusion que le modèle élargi de cette façon est mieux à même de décrire les données canadiennes. En particulier, les frictions financières entraînent une volatilité considérable du prix des maisons et une corrélation positive entre les prix de l'immobilier et la consommation.

De surcroît, les prix des maisons réagissent aux chocs monétaires. Les auteurs estiment qu'une variation de 250 points de base des taux d'intérêt à court terme abaisse la valeur réelle des maisons de presque 10%.

Dans leur exposé «*Bank finance versus bond finance: What explains the differences between US and Europe*», Fiorella De Fiore et Harald Uhlig analysent une autre imperfection du marché: les restrictions de crédits pour les entreprises. Les auteurs examinent si le financement externe des entreprises influe sur la conjoncture. De plus, les résultats empiriques révèlent quelques différences régionales dans la structure de financement. La distinction traditionnelle entre les systèmes de financement basés sur les banques (crédits) et les marchés des capitaux (emprunts) s'applique à la zone euro et aux Etats-Unis. Selon les auteurs, les investissements des entreprises dépendent davantage des crédits bancaires dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

Les auteurs intègrent des entreprises hétérogènes et des «agency costs» dans un modèle DSGE. En raison de tels coûts, les intermédiaires financiers réduisent l'asymétrie d'information entre bailleurs et preneurs de crédits et offrent un financement qui correspond mieux aux besoins des différentes entreprises. Les systèmes de financement, soit par les banques soit par les marchés des capitaux, se distinguent donc par le fait que les banques consacrent des ressources à recueillir des informations sur le risque de défaut des entreprises alors que les acheteurs d'obligations ne le font pas. Il en résulte que les entreprises se financent à meilleur compte en recourant plutôt à l'emprunt qu'aux crédits bancaires. Toutefois, le financement par l'emprunt est un choix risqué, car une crise financière ne peut être surmontée que par la liquidation de l'entreprise. La structure de financement de l'économie est donc déterminée de manière endogène par le choix optimal des instruments de financement.

En calibrant leur modèle, les auteurs peuvent expliquer les différences observées entre l'Europe et les Etats-Unis. Ils aboutissent à la conclusion que la part des financements bancaires plus élevée dans la zone euro qu'aux Etats-Unis est due à la plus faible disponibilité des informations sur la solvabilité des entreprises et à la plus grande efficacité des banques dans leur collecte d'informations. De

6 La liste des documents du colloque figure à la fin de cet article. Seul l'auteur de l'article est responsable de ces résumés, dont les auteurs de documents n'assument donc pas la responsabilité.

surcroît, les auteurs montrent que les différences dans la structure du financement exercent une influence non négligeable sur le produit intérieur brut (PIB) par habitant.

Une autre amélioration des modèles DSGE consiste à mieux modéliser le comportement des entreprises, en particulier leur comportement dans la fixation des prix. Dans «*Firm-specific production factors in a DSGE model with Taylor price setting*», Gregory De Walque, Frank Smets et Raf Wouters évoquent un aspect inquiétant de la plupart des modèles DSGE. Les paramètres estimés conduisent à une rigidité des prix peu plausible. Les entreprises ne modifieraient pas leurs prix pendant une période moyenne de plus de deux ans. Cette implication ne correspond pas aux résultats empiriques d'après lesquels les prix ne sont d'habitude constants que durant moins d'un an.

La pensée principale de l'exposé est que l'utilisation de facteurs de production propres à l'entreprise peut conduire à des rigidités réelles – c'est-à-dire à une mobilité des facteurs plus faible entre entreprises – et contribuer à une rigidité des prix plus faible. Des facteurs propres aux entreprises ont pour conséquence que les entreprises n'ont plus les mêmes coûts marginaux. Ainsi, une modification de la demande des produits de l'entreprise influe non seulement sur son prix optimal, mais aussi sur son coût marginal. Une baisse du coût marginal peut donc réduire l'attrait d'une majoration de prix. La combinaison de ces deux effets entraîne une réduction de l'effet général que les divers chocs exercent sur les prix. D'une part, l'effet sur le prix est déterminé par l'élasticité de substitution entre les biens produits par l'entreprise et par ses concurrents. D'autre part, l'effet sur le coût marginal est déterminé par l'élasticité du coût marginal relatif à la demande de biens de l'entreprise. Par conséquent, de fortes élasticités maximisent l'effet de coût marginal et minimisent l'effet de prix, réduisant donc la nécessité d'une estimation élevée du degré de rigidité des prix.

Les auteurs donnent comme résultat que la prise en considération de capital propre à l'entreprise réduit à quatre trimestres la durée estimée pendant laquelle les entreprises ne modifient pas leur prix. Cette spécification permet également au modèle de mieux s'approcher des données. Toutefois, les résultats, en considérant le travail propre à l'entreprise, sont moins prometteurs. Cela s'ex-

plique par le fait que le travail propre à l'entreprise ne réduit l'effet général sur les prix que si les salaires réagissent fortement aux changements de la demande de main-d'œuvre. Les auteurs prétendent qu'une telle flexibilité des salaires est incompatible avec les observations empiriques du comportement agrégé des salaires.

Dans «*Business cycles and firm dynamics*», Florin Bilbiie, Fabio Ghironi et Marc Melitz modélisent le fait empirique que le nombre d'entreprises d'une économie varie au cours du cycle conjoncturel. Aux États-Unis tout au moins, les entrées nettes d'entreprises sur le marché sont fortement procycliques et dépendent des bénéfices réels des entreprises. Il en découle que les entrées et sorties d'entreprises pourraient jouer un rôle important dans la diffusion des chocs et l'évolution du cycle conjoncturel. Les auteurs construisent un modèle DSGE dans lequel le nombre de producteurs est déterminé de façon endogène au cours du cycle conjoncturel. Si une expansion économique accroît le nombre d'entrées sur le marché dans la perspective de bénéfices futurs, l'entrée d'une entreprise augmente ses coûts d'investissement de manière irréversible.

Les auteurs tirent deux résultats de ce modèle. Premièrement, ils démontrent que les entrées nettes jouent un rôle important dans la diffusion des chocs. Leur modèle correspond donc aux données. Deuxièmement, ils développent un mécanisme novateur démontrant le passage de la main-d'œuvre d'une entreprise déjà en exploitation à une nouvelle entreprise. Au début du mécanisme, un accroissement du PIB est obtenu par une augmentation de la production des entreprises existantes («intensive margin»). Ensuite, les entrées sur le marché deviennent plus attrayantes et de la main-d'œuvre est déplacée pour fonder de nouvelles entreprises. La production des entreprises existantes diminue, alors que le nombre d'entreprises opérant dans l'économie augmente («extensive margin»).

La stabilisation de la conjoncture, en cas de chocs agrégés, est un thème qui préoccupe beaucoup les banques centrales. Aleksander Berentsen et Christopher Waller l'analysent sur la base d'un modèle à prix flexibles («*Optimal stabilization policy with flexible prices*»). L'évolution et la réalisation d'une politique monétaire stabilisatrice sont généralement représentées dans des modèles à prix «visqueux» en raison de rigidités nominales. Sans de telles rigidités, une politique stabilisatrice n'aurait

pas de sens, la monnaie étant toujours neutre. On pourrait donc être tenté de tirer la conclusion que la rigidité des prix est une condition pour justifier une politique stabilisatrice.

Dans un modèle DSGE à «search markets», les auteurs démontrent que tel ne doit pas être le cas et qu'une politique stabilisatrice peut être accomplie pour le bien commun, même si les prix sont complètement flexibles. La clé d'une politique de stabilisation efficace est l'engagement de la banque centrale à maintenir un niveau des prix lui permettant de contrôler les anticipations d'inflation. La politique optimale consiste alors à lisser les taux d'intérêt nominaux de manière à lisser à son tour la consommation en éliminant les effets des chocs agrégés.

Dans la dernière contribution de la catégorie qui se rapporte à l'élargissement des modèles DSGE, Javier Andrés, David López-Salido et Edward Nelson («*Money and the natural rate of interest: Structural estimates for the UK, the US, and the euro area*») confèrent une fonction explicite à la masse monétaire dans le cadre des modèles DSGE. Dans les modèles traditionnels, la masse monétaire sert d'habitude d'indicateur approximatif de la production actuelle, rôle qui ne lui attribue guère une grande importance dans les analyses et prévisions macroéconomiques. Les auteurs corroborent l'opinion des monétaristes d'après laquelle la monnaie contient des informations sur les facteurs déterminant la demande globale – tel le taux d'intérêt naturel – négligés dans les modèles DSGE actuels.

Les auteurs proposent diverses équations de demande de monnaie dans le cadre d'un modèle DSGE. Ils prouvent que la monnaie permet de mieux représenter le mécanisme de transmission de la politique monétaire si la demande de monnaie comprend un élément axé sur l'avenir. Par conséquent, ils démontrent qu'il doit être accordé une plus grande importance à la masse monétaire, indicateur des fluctuations futures du taux d'intérêt naturel. Leur analyse économétrique des Etats-Unis, de la zone euro et de la Grande-Bretagne montre que la relation entre les encaisses réels et le taux d'intérêt naturel est négative. Cela s'explique par le fait que l'évolution prévue des taux d'intérêt nominaux détermine fondamentalement la demande monétaire. Si les valeurs futures du taux d'intérêt naturel, suite à un choc, évoluent dans la même direction que le taux d'intérêt nominal, on aboutit à une corrélation négative entre les encaisses réels et le taux d'intérêt naturel.

Dans la deuxième catégorie, axée sur les méthodes d'estimation, Jean Boivin et Marc Gianoni s'interrogent («*DSGE models in a data-rich environment*») à propos de l'estimation des modèles DSGE, pratique d'après laquelle toute variable du modèle est exprimée par un seul indicateur observé. Une telle supposition implique qu'un petit nombre de séries chronologiques reflète toutes les informations nécessaires à l'estimation. Toutefois, des études empiriques ont montré que les informations figurant dans de larges sets de données ont leur importance dans l'évolution des séries chronologiques. De plus, les banques centrales analysent des centaines de séries temporelles et disposent de plusieurs séries pour presque chaque variable de leurs modèles. Il existe, par exemple, diverses mesures de l'évolution économique réelle, calculée et déflatée d'après différentes méthodes. En ignorant ce fait, on risque d'aboutir à des distorsions dans les estimations des modèles et les conclusions qui en résultent.

Les auteurs proposent une méthode qui se fonde sur les informations contenues dans de grandes séries de données. Ils traitent les variables des modèles comme des facteurs communs non observés pour lesquels les diverses séries chronologiques observées constituent des indicateurs partiels. Appliquant cette procédure à divers modèles DSGE, ils démontrent que les estimations de certains paramètres dépendent nettement des rapports supposés entre les variables des modèles et les données. Les informations prélevées dans un environnement riche en données sont donc d'une grande importance pour l'estimation des modèles. En outre, la procédure proposée améliore la prévision de quelques variables, pour les USA, tels que l'inflation, la consommation, la production et les taux d'intérêt.

5 Documents du colloque – modèles économétriques

Trois auteurs apportèrent leur contribution dans le cadre des modèles économétriques. Leurs écrits sont axés sur le rôle des agrégats monétaires dans la prévision de l'inflation (Reynard, 2005), sur les modèles VAR comme outil permettant de développer des modèles DSGE (Christiano et al., 2005) et sur la détermination des anticipations du marché à partir de données financières (Carlson et al., 2005).

Dans «*Money and the great disinflation*», Samuel Reynard analyse les principales études empiriques comprenant la phase postérieure à 1980, période de faible inflation, tendant à nier que la croissance de la masse monétaire exerce une influence importante sur l'inflation. Il semble qu'il n'y a plus ni rapport entre masse monétaire et inflation ni stabilité de la demande de monnaie. Selon l'auteur, la faible relation entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation s'explique par l'oubli des variations de taux d'intérêt d'équilibre liées à la déflation. Il faut tenir compte du fait que le coût d'opportunité de la détention de monnaie s'est dramatiquement réduit ces 25 dernières années. Comme le niveau des encaisses de monnaie s'est décalé vers le haut à la suite de cette évolution, l'absence de contrôle de la variation de la vitesse de circulation de la monnaie pourrait entraîner des spécifications erronées de la demande de monnaie à long terme.

Sur la base d'estimations de la demande de monnaie à long terme, l'auteur corrige les agrégats monétaires en tenant compte des variations de la vitesse de circulation de la monnaie et aboutit à une relation proportionnelle entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro. En outre, la mise entre parenthèse de ces variations rétablit, comme dans la littérature existante, l'absence d'influence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation. De surcroît, l'auteur démontre que l'inflation réagit nettement à un choc de croissance de la masse monétaire, mais qu'un choc d'inflation n'influe guère sur la croissance monétaire. Il ajoute que l'effet estimé de variations de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation est plus lent aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Les banques centrales recourent surtout aux modèles VAR pour leurs capacités prévisionnelles. Dans leur exposé «*Assessing structural VARs*»,

Lawrence Christiano, Martin Eichenbaum et Robert Vigfusson examinent un autre potentiel des modèles structurels VAR, à savoir leur utilité pour le développement des modèles DSGE. Ils réagissent ainsi à une récente critique, notamment formulée par Chari et al. (2005). Ces derniers mettent en doute que les modèles structurels VAR permettent de déterminer les effets dynamiques de chocs économiques et que les «*impulse response functions (IRF)*» soient un bon moyen d'apprécier la plausibilité empirique d'un modèle DSGE en développement.

Le rapport entre les modèles VAR et DSGE est le suivant. Les personnes qui conçoivent des modèles DSGE estiment un modèle VAR identifié pour déterminer les IRF inhérentes à divers chocs. Par la suite, ces IRF sont comparés aux IRF théoriques d'un modèle DSGE, une bonne concordance conférant sa validité au modèle structurel. L'approche inverse, l'utilisation de données artificielles générées par le modèle structurel et ensuite passées dans un modèle VAR pour établir sa dynamique, devrait permettre aux chercheurs de recouvrer la dynamique de leur modèle structurel. Lorsque cet exercice fut effectué par Chari et al. (2005), il échoua. Ils conclurent, par conséquent, que les modèles structurels VAR sont trompeurs.

D'après les auteurs, cette expérience échoua pour deux raisons. Premièrement, Chari et al. (2005) n'auraient pas tenu compte du cas dans lequel les modèles structurels VAR sont identifiés par des restrictions à court terme et ne se seraient concentrés que sur des restrictions à long terme. Sur la base de diverses variantes de DSGE, Christiano et al. (2005) concluent que les modèles structurels VAR aboutissent à des résultats étonnamment bons en tant qu'instruments de contrôle. Deuxièmement, le choix du modèle structurel est d'une importance d'autant plus décisive que des spécifications erronées ou une trop forte simplification du modèle ne sont pas éliminées par l'expérience faite avec des modèles VAR standards. Les auteurs modifient donc les méthodes VAR courantes, ce qui fonctionne bien en utilisant les données artificielles calculées par les modèles auxquels recourent Chari et al. (2005).

Depuis de nombreuses années, les banques centrales analysent les marchés financiers pour en déduire leurs anticipations de variables clés, telles que l'inflation et les taux d'intérêt. Dans «*Recovering market expectations of FOMC rate changes with options on federal funds futures*», John Carlson,

Ben Craig et William Melick démontrent que les options sur les «federal funds futures» contiennent davantage d'informations sur les décisions prévues du Comité de politique monétaire (FOMC) que les simples informations résultant des futures. Alors que les futures indiquent seulement si le marché s'attend ou ne s'attend pas à une décision de la banque centrale concernant les taux d'intérêt, les options renseignent sur les anticipations du marché relatives à diverses décisions pouvant être prises lors des séances du Comité.

Les auteurs présentent une méthode d'estimation des probabilités, avant une séance donnée du Comité, d'une gamme de décisions concernant le «federal funds rate». Leur procédure permet, de surcroît, d'estimer des probabilités relatives à deux séances futures ou davantage. La technique proposée permet aux banques centrales de mesurer l'opinion des marchés financiers sur le cours futur de la politique monétaire. Bien que les probabilités découlant des futures soient souvent suffisantes, les auteurs soulignent que les probabilités basées sur les options sont plus utiles en phase de forte incertitude concernant le cours de la politique monétaire, par exemple après une crise importante.

Bibliographie

Amstad, M. et A. Berentsen. 2002. Search theory and applied economic research. Banque nationale suisse *Bulletin trimestriel* 20: 76–85

Ball, L. et D. Romer. 1990. Real rigidities and the non-neutrality of money. *Review of Economic Studies* 57: 183–203.

Blinder, A. 1998. *Central banking in theory and practice*. MIT Press.

Chari, V., P. Kehoe et E. McGrattan. 2005. A critique of structural VARs using business cycle theory. Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff report 364.

Christiano, L., M. Eichenbaum et C. Evans. 2005. Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy. *Journal of Political Economy* 113: 1–45.

Christiano, L., R. Motto et M. Rostagno. 2003. The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis. *Journal of Money, Credit, and Banking* 35: 1119–1197.

Coletti, D. et S. Murchison. 2002. Le rôle des modèles dans l'élaboration de la politique monétaire. *Revue de la Banque du Canada*, numéro spécial sur la conduite de la politique monétaire: 19–26.

Del Negro, M. et F. Schorfheide. 2004. Priors from general equilibrium models for VARs. *International Economic Review* 45: 643–673.

Engle R. et C. Granger. 1987. Cointegration and error-correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica* 55: 251–276.

Hagel, J. et A. Roth. 1995. *Handbook of experimental economics*. Princeton University Press.

Haavelmo, T. 1944. The probability approach in econometrics. *Econometrica* 12, Supplement: 1–118.

Kydland, F. et E. Prescott. 1982. Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica* 50: 1345–1370.

King, R., C. Plosser, J. Stock et M. Watson. 1991. Stochastic trends and economic fluctuations. *American Economic Review* 81: 819–840.

King, R., C. Plosser et S. Rebelo. 1988. Production, growth, and business cycles: I. The basic neo-classical model. *Journal of Monetary Economics* 21: 195–232.

Lucas, R. 1976. Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1: 19–46.

Mankiw, G. 1985. Small menu costs and large business cycles: A macroeconomic model of monopoly. *Quarterly Journal of Economics* 100: 455–470.

Pagan, A. 2003. Report on modelling and forecasting at the Bank of England. Bank of England *Quarterly bulletin* 43: 60–88.

Sims, C. 2005. The state of macroeconomic policy modeling: Where do we go from here? mimeo.

Sims, C. 1980. Macroeconomics and reality. *Econometrica* 48: 1–48.

Stockton, D. 2002. What makes a good model for the central bank to use? mimeo.

Tinbergen, J. 1952. *On the theory of economic policy*. North-Holland.

Watson, M. 1994. Vector autoregressions and cointegration. *Handbook of econometrics* 4, édité par R. Engle et D. McFadden, 2843–2915. North Holland.

Documents du colloque

Andrés, J., D. López-Salido et E. Nelson. 2004. Money and the natural rate of interest: Structural estimates for the UK, the US, and the euro area, CEPR, document de discussion 4337.

Berentsen, A. et C. Waller. 2005. Optimal stabilization policy with flexible prices, CESifo, document de travail 1638.

Bilbiie F., F. Ghironi et M. Melitz. 2005. Business cycles and firm dynamics, mimeo.

Boivin, J. et M. Giannoni. 2005. DSGE models in a data-rich environment, mimeo.

Carlson, J., B. Craig et W. Melick. 2005. Recovering market expectations of FOMC rate changes with options on federal funds futures. *Journal of Futures Markets* 25: 1203–1242.

Christiano, L., M. Eichenbaum et R. Vigfusson. 2005. Assessing structural VARs, mimeo.

De Fiore, F. et H. Uhlig. 2005. Bank finance versus bond finance: What explains the differences between US and Europe?, CEPR, document de discussion 5213.

De Walque G., F. Smets et R. Wouters. 2005. Firm-specific production factors in a DSGE model with Taylor price setting, mimeo.

Gammoudi, M. et R. Mendes. 2005. Household sector financial frictions in Canada, mimeo.

Reynard, S. 2005. Money and the Great Disinflation. Banque nationale suisse, document de travail 2006-7.

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

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

Les deux séries peuvent être obtenues également sur papier. Il est possible de s'y abonner gratuitement et de commander des exemplaires isolés à l'adresse suivante:

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8,
CH-8022 Zurich, fax +41 44 631 81 14, e-mail: library@snb.ch.

Credit Reporting, Relationship Banking, and Loan Repayment

Martin Brown et Christian Zehnder
Working Paper 2006-3

Des constatations empiriques faites dans divers pays aboutissent à la conclusion que la protection des droits des créanciers est d'une importance décisive pour le développement du secteur financier. A défaut d'une protection juridique efficace, les banques hésitent à prêter, craignant que les débiteurs ne remboursent pas les crédits. Comment les banques peuvent-elles inciter les preneurs de crédit à régler leurs dettes même si le cadre juridique ne protège pas les droits des créanciers? Une solution consisterait à établir des centrales d'attestation pour permettre aux bailleurs de fonds d'échanger des informations sur le comportement antérieur des débiteurs. Si les preneurs de crédit savent que toutes les banques peuvent observer leur comportement en matière de remboursement, ils auront tendance à rembourser leur dette à l'échéance, même s'ils savent qu'un défaut de paiement n'aurait pas de conséquences juridiques. Ils se comporteront ainsi, conscients de ne plus guère recevoir de nouveaux crédits s'ils figurent sur une liste noire. Il n'est donc pas étonnant que tant de pays en développement et en transition, dont le cadre juridique est particulièrement faible, encouragent l'établissement de centrales d'attestation, espérant qu'elles stimuleront la croissance du crédit.

L'étude examine empiriquement quels effets une centrale d'attestation exerce sur le remboursement des dettes et sur l'évolution du marché du crédit. Le premier cas est celui d'un marché du crédit où le remboursement des dettes n'a pas pu être imposé et aucun renseignement en matière de crédit n'a été fourni. Une centrale publique d'attestation a alors été fondée sur ce marché; elle a collecté toutes les informations concernant le crédit et les a mises à la disposition des créanciers. Comparant les comportements relatifs aux remboursements et le volume du crédit sur les deux marchés, on a pu constater l'influence d'une centrale d'attestation sur l'évolution du marché du crédit.

Nos résultats aboutissent à la conclusion que l'influence d'une centrale d'attestation dépend fortement du type d'opérations de crédits. En l'absence d'une telle centrale, le marché du crédit s'effondre si créanciers et débiteurs effectuent des opérations uniques, car les créanciers craignent à juste titre que les preneurs de crédit ne remboursent pas leurs dettes. Dans le cas d'opérations uniques, l'établissement d'une centrale d'attestation accroît sensiblement les remboursements et le volume du crédit. En revanche, aucune centrale n'est nécessaire pour assurer une évolution positive du marché si des opérations répétées entre créanciers et débiteurs sont courantes, car les relations du débiteur avec sa banque permettent à celle-ci d'imposer les remboursements.

The Exposure of Swiss Banks to Macroeconomic Shocks: An Empirical Investigation

Hans-Jörg Lehmann et Michael Manz
Working Paper 2006-4

Aux yeux des banques centrales et des autorités de surveillance, l'estimation de la stabilité du système financier revêt une importance toujours plus grande. L'étude examinée ici est la première appréciation générale du rapport entre le cours de la conjoncture et la rentabilité des banques en Suisse. L'analyse a trois objectifs, à savoir (i) la recherche des facteurs macroéconomiques déterminant la rentabilité du secteur bancaire, (ii) la simulation de la rentabilité actuelle et future du secteur bancaire grâce à ces variables et (iii) la fourniture d'un instrument supplémentaire permettant d'estimer la vigueur du système bancaire suisse.

Lors d'une première étape, trois composantes fondamentales des produits bancaires – le produit net des intérêts, les provisions ainsi que les commissions et produits du négoce – forment une régression de panel avec une série de variables macroéconomiques et de caractéristiques bancaires. Les variables macroéconomiques comprennent les taux d'intérêt à court et à long terme, les croissance réelle du PIB, les prix de l'immobilier, le taux de chômage, l'écart entre les rendements des emprunts des entreprises et de la Confédération ainsi que la volatilité et le rendement d'un indice suisse des actions. Les résultats aboutissent à la conclusion que les produits nets des intérêts ne réagissent que faiblement à l'évolution macroéconomique. S'ils confirment la relation négative attendue entre les variations et la marge de taux d'intérêt, les effets sont négligeables au point de vue économique. Par comparaison, l'effet que les intérêts, le PIB et d'autres variables macroéconomiques exercent sur les provisions bancaires est positif ou négatif suivant les anticipations du moment, et plus marqué. De plus, on aboutit à une relation positive, quoique peu prononcée, entre les rendements des actions et les commissions et produits du négoce.

Lors d'une deuxième étape, la rentabilité du secteur bancaire est simulée sur la base des résultats de régression estimés, au moyen de divers scénarii macroéconomiques, tels une forte hausse des taux d'intérêt, une récession, une chute des cours des actions et, dans le pire des cas, une combinaison des trois scénarii. L'analyse conclut que le système bancaire suisse resterait même bénéficiaire actuellement si un important choc d'intérêts défavorable survenait. Même en cas de récession ou de krach, qui réduiraient sensiblement les profits, la capitalisation du secteur bancaire ne serait pas en péril. Ce n'est que si la hausse des taux d'intérêt, la récession et la chute des cours en bourse avaient lieu simultanément que l'excédent des fonds propres du secteur bancaire se réduirait considérablement. Nous en concluons donc que le secteur bancaire suisse est bien préparé actuellement à absorber des chocs macroéconomiques modérés ou moyens.

Money Growth, Output Gaps and Inflation at Low and High Frequency: Spectral Estimates for Switzerland

**Katrin Assenmacher-Wesche et
Stefan Gerlach**
Working Paper 2006-5

Si aucune banque centrale ne se borne plus à piloter la masse monétaire, les instituts d'émission continuent de prendre en considération les agrégats monétaires lorsqu'ils déterminent les taux d'intérêt. Il faut alors se demander comment combiner la croissance de la masse monétaire avec d'autres variables pour analyser l'inflation. En commentant ses prévisions d'inflation, la Banque nationale suisse (BNS) souligne que les indicateurs utilisés varient en fonction de l'horizon de prévision. Alors qu'elle recourt à des indicateurs réels dans ses prévisions à court terme, elle considère la croissance de la masse monétaire comme adéquate pour le long terme.

L'étude résumée ici examine le processus d'inflation en Suisse à basse et haute fréquence en se fondant sur des données trimestrielles de 1970 à 2005. La limite entre basse et haute fréquences, c'est-à-dire entre long et court terme, se trace lors des fluctuations d'une périodicité de plus de quatre ans. Les résultats restent inchangés si, par substitution, la ligne de séparation est tirée lors de périodicités de deux ou de huit ans.

Il faut souligner trois résultats. Premièrement, le processus d'inflation se caractérise par le fait que la croissance tendancielle de la masse monétaire détermine les variations du taux d'inflation à long terme, alors que des oscillations aux environs de cette tendance à long terme dépendent de la conjoncture.

Deuxièmement, il s'avère que la croissance de la masse monétaire influe sur l'évolution de l'inflation, mais qu'il n'y a pas de causalité inverse. Ce résultat confirme que la forte corrélation entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation n'est pas seulement un rapport résultant d'une fonction stable de la demande de monnaie, mais que des variations de la croissance de la masse monétaire entraînent, au fil du temps, des fluctuations du taux d'inflation.

Troisièmement, l'écart de production a un effet de causalité sur l'inflation à haute fréquence. C'est pourquoi une analyse de l'inflation limitée à l'évolution de la masse monétaire est insuffisante. Si la BNS a recouru à une multitude d'indicateurs pour analyser la situation économique et fixer les taux d'intérêt à l'époque du pilotage de la masse monétaire également, le passage à une nouvelle conception de la politique monétaire montre que, bien que les agrégats monétaires soient importants, ils ne sont en aucun cas les seuls indicateurs utiles à la politique monétaire.

Dans l'ensemble cependant, les résultats sont interprétés de manière que les agrégats monétaires livrent à la politique monétaire des informations précieuses pour éviter le péril de l'inflation.

Time-Varying Pass-Through from Import Prices to Consumer Prices: Evidence from an Event Study with Real-Time Data

Marlene Amstad et Andreas M. Fischer
Working Paper 2006-6

La littérature sur la transmission des variations du taux de change analyse l'influence de ces variations sur les prix à la consommation. Elle se subdivise en deux étapes, la première examinant les effets des changes sur les prix à l'importation, la seconde traitant l'impact des prix à l'importation sur les prix à la consommation. La présente étude touche à la seconde étape, l'analyse ayant lieu en temps réel. Cela signifie que l'étude considère les informations à disposition au moment des décisions de politique monétaire. La manière dont les banques centrales doivent tenir compte des fluctuations des prix à l'importation, notamment par rapport à d'autres informations, est peu connue. La littérature empirique consacrée à la transmission des variations du taux de change se fonde sur des séries chronologiques et des analyses entre pays dans lesquelles les paramètres sont supposés constants sur l'échantillon considéré. De telles analyses permettent de montrer le rapport entre une faible transmission et une faible inflation. Toutefois, elles ne soutiennent que peu les preneurs de décisions durant le cycle conjoncturel. L'objectif de l'étude est d'évaluer si les estimations de transmission varient pendant les phases de faible inflation et dans quelle mesure elles dépendent des informations à disposition des responsables de la politique monétaire.

Sur la base de données suisses, l'étude présente une nouvelle stratégie permettant d'estimer la transmission en temps réel. La procédure empirique ressemble aux méthodes d'investigations événementielles utilisées dans les analyses financières empiriques. Les études événementielles comparent les rendements avant et après un événement donné. Dans le présent exposé, l'événement est la publication mensuelle des prix à l'importation. À la différence des études financières empiriques, les prévisions d'inflation et non les rendements sont au centre de l'analyse.

La transmission est calculée comme différence entre les prévisions d'inflation avant et après la publication des prix à l'importation. Celles-ci sont établies au moyen de la méthode des modèles à facteurs dynamiques. L'analyse empirique utilise des panels de données quotidiennes comprenant 450 séries chronologiques divisées en quatre blocs principaux: sous-composantes de prix administrés de l'indice national des prix à la consommation (IPC), composantes de l'IPC, prix des actifs et variables réelles. Ces blocs s'expliquent par les divers canaux de transmission analysés dans la littérature.

L'étude aboutit à trois nouveaux résultats empiriques. Premièrement, la transmission des prix à l'importation aux prix à la consommation est en moyenne faible et varie fortement au fil du temps. Deuxièmement, les estimations de transmission dépendent beaucoup du volume d'information des panels: plus abondant est le panel, plus faible est la transmission. Lorsque les panels contiennent les prix des actifs, l'estimation est inférieure de moitié à celle estimée à l'aide de panels exempts d'actifs. Troisièmement, l'hypothèse, que dans le panel le plus large d'autres effets se superposent complètement à la transmission en Suisse, ne peut pas être écartée.

Money and the Great Disinflation

Samuel Reynard

Working Paper 2006-7

Les dernières années ont été marquées par des taux d'inflation bas et stables. De nombreux économistes sont maintenant d'avis qu'il n'y a plus de relation entre agrégats monétaires et inflation, comme l'indiquent différentes études empiriques. En outre, de nombreuses études qui comprennent des agrégats monétaires ont des spécifications diverses de la demande monétaire ou se distinguent quant à la relation entre masse monétaire et inflation.

La présente étude démontre que des examens empiriques du rapport entre agrégats monétaires et inflation sont empreints d'erreurs. Celles-ci s'expliquent par l'omission de la baisse des taux d'intérêt d'équilibre qui a coïncidé avec la désinflation mondiale des vingt dernières années.

Parallèlement à la baisse des taux d'inflation, les taux d'intérêt sont descendus dans le monde entier, de sorte que les agrégats monétaires ont augmenté en raison des bas frais de détention de monnaie. La forte croissance des agrégats monétaires n'a donc logiquement pas entraîné de hausse correspondante de l'inflation. Cette observation a souvent incité à penser que le rapport entre monnaie et inflation s'était affaibli ou avait même disparu dans l'environnement actuel, où les taux d'inflation sont bas.

L'étude démontre qu'il s'impose particulièrement, dans l'appréciation de fluctuations des masses monétaires, de tenir compte des variations du taux d'intérêt d'équilibre. Si les agrégats monétaires sont corrigés en fonction de la variation des taux d'intérêt d'équilibre, la relation entre les agrégats monétaires et l'inflation apparaît nettement. Cette constatation s'oppose à l'allégation selon laquelle il n'y aurait plus de relation entre la monnaie et l'inflation. L'étude explique, de surcroît, pourquoi la littérature au sujet de la demande de monnaie comprend différentes estimations de celle-ci.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 15 juin 2006, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a portée à 1%–2%. Elle a annoncé également son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

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. 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>

