

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



Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2005

23^e année

Contenu

5	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
38	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
42	Développements récents dans le secteur des fonds d'arbitrage Philipp M. Hildebrand
58	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
60	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Au quatrième trimestre de 2004, les éléments moteurs de la conjoncture ont faibli en Europe et en Asie. Cet affaiblissement n'a été compensé qu'en partie par les impulsions, toujours vigoureuses, venant des Etats-Unis. Plusieurs facteurs, en particulier le prix élevé du pétrole et – en Europe – la forte baisse du dollar, ont freiné la conjoncture. En Europe, les perspectives sont bonnes, et un redressement de la conjoncture devrait intervenir au cours des prochains mois. Deux constatations notamment confortent cette opinion: l'économie mondiale reste dans l'ensemble robuste et les conditions monétaires sont toujours favorables. Toutefois, l'évolution du prix du pétrole et celle du cours du dollar font encore peser des risques considérables sur la conjoncture.

En Suisse, la conjoncture a perdu de son dynamisme à la fin de l'année. Du troisième au quatrième trimestre, le PIB réel a diminué de 0,3% (en taux annualisé); il était encore supérieur de 1,2% à son niveau du quatrième trimestre de 2003. Le tassement a touché toutes les composantes de la demande et a été confirmé par les enquêtes menées dans l'industrie et dans le commerce de détail. L'emploi a stagné, et le taux de chômage est resté inchangé, à 3,8%, jusqu'en février.

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 17 mars 2005, la Banque nationale a décidé de maintenir à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Deux raisons principales ont motivé cette décision. Premièrement, les perspectives en matière d'inflation se sont quelque peu améliorées depuis l'analyse de la situation de décembre 2004. Deuxièmement, la BNS a révisé légèrement à la baisse son appréciation de la conjoncture pour 2005, et certains risques lui paraissent peser davantage qu'en décembre 2004.

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

Entre décembre 2004 et février 2005, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens avec des responsables de près de 140 entreprises. Il en ressort une impression générale toujours favorable. Les bons, voire très bons résul-

tats enregistrés par les entreprises en 2004 ont contribué à cette appréciation optimiste. Bien que la marche des affaires ait perdu de son dynamisme, les entreprises exportatrices se sont déclarées satisfaites, dans l'ensemble, de leurs carnets de commandes, mais aussi de leurs entrées de commandes. La faiblesse du dollar des Etats-Unis est cependant une source d'inquiétude croissante. La majorité des interlocuteurs étaient confiants quant aux perspectives pour 2005. La croissance des chiffres d'affaires devrait toutefois faiblir d'une année à l'autre.

Développements récents dans le secteur des fonds d'arbitrage (p. 42)

L'industrie en forte croissance des fonds d'arbitrage (hedge funds) a constitué une source d'innovation importante pour les activités de gestion de fortune. Les fonds d'arbitrage ont rendu les marchés financiers plus liquides, plus efficaces et plus flexibles. Néanmoins, l'observation des marchés suggère que certains segments de cette industrie peuvent avoir eu un certain impact sur la volatilité des marchés, soit en accentuant des tendances déjà existantes, soit en provoquant des renversements brutaux ou des discontinuités dans l'évolution des prix. L'utilisation d'un effet de levier est une caractéristique centrale des fonds d'arbitrage. Il est très difficile de quantifier cet effet pour l'industrie dans son ensemble. A terme, les fonds qui combinent un effet de levier important à une mauvaise stratégie de gestion sont condamnés à disparaître. Tant que ces disparitions ne présentent pas de risque pour la stabilité du système financier, il n'y a pas lieu de s'en préoccuper particulièrement. La mise en place par les banques globales d'investissement d'une gestion des risques prudente et disciplinée constitue la meilleure défense contre une érosion des standards de crédit et contre les conséquences potentiellement dangereuses de l'utilisation par l'industrie des fonds d'arbitrage d'un effet de levier excessif.

Swiss National Bank Economic Studies (p. 58)

Résumé d'un article de Mathias Zurlinden «Credit in the monetary transmission mechanism: an overview of some recent research using Swiss data», Swiss National Bank Economic Study No. 1, janvier 2005.

Rapport sur la politique monétaire

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

Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Demande globale et production
21	2.2 Utilisation des capacités de production
22	2.3 Marché du travail
23	2.4 Prix des biens
26	3 Evolution monétaire
26	3.1 Evolution des taux d'intérêt
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier
32	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
36	4 La prévision d'inflation de la BNS
36	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation pour la période allant du 1 ^{er} trimestre de 2005 au 4 ^e trimestre de 2007
33	Encadré: Croissance des agrégats monétaires et inflation

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 mars 2005. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 17 mars 2005.

Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

Aperçu

Le ralentissement que la croissance économique a commencé à marquer sur le plan mondial, au milieu de 2004, s'est poursuivi au quatrième trimestre. Il a été particulièrement sensible en Europe et au Japon. En revanche, des impulsions ont continué à provenir des Etats-Unis et des pays asiatiques émergents, notamment de Chine. Dans l'ensemble, le tassement de la croissance est allé légèrement au-delà de ce que la BNS avait prévu en décembre 2004, au moment de son appréciation de la situation économique et monétaire. Plusieurs facteurs, en particulier le prix élevé du pétrole et – en Europe – la forte baisse du dollar des Etats-Unis ont pesé sur la conjoncture.

Ces prochains mois, la conjoncture devrait se redresser en Europe. Deux constatations notamment confortent cette opinion: l'économie mondiale reste dans l'ensemble robuste, et les conditions monétaires sont toujours favorables. Toutefois, l'évolution du prix du pétrole et celle du cours du dollar font toujours peser des risques considérables sur la conjoncture.

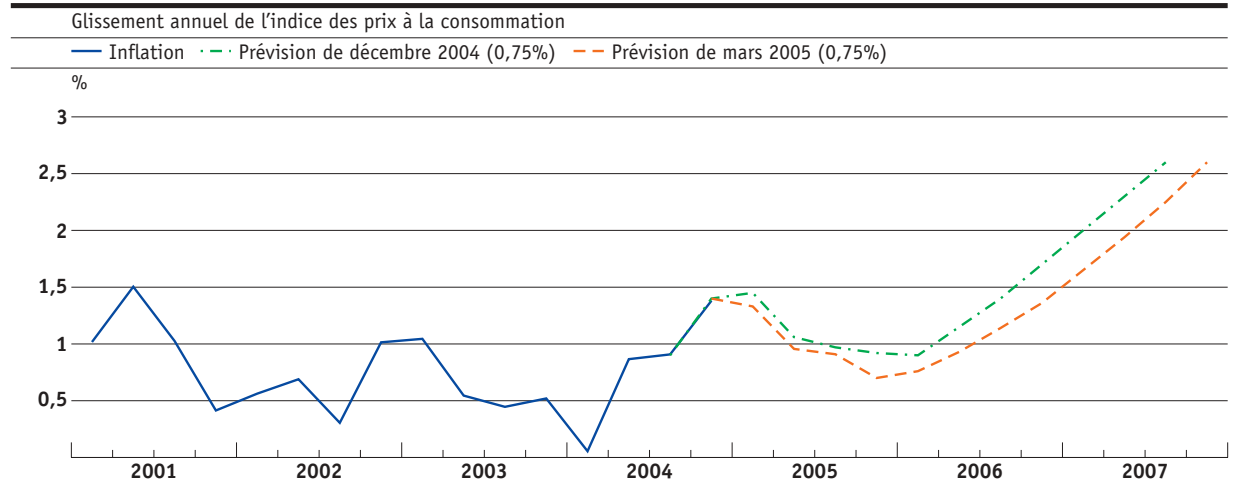
En Suisse, la conjoncture a nettement perdu de son dynamisme à la fin de l'année. Le PIB réel a diminué quelque peu au quatrième trimestre et n'a augmenté, en comparaison annuelle, que de 1,2%. Le ralentissement s'est étendu à toutes les composantes de la demande, mais les exportations de marchandises et les investissements ont été particulièrement touchés. Sur le marché du travail, la situation est restée peu satisfaisante.

La Banque nationale s'attend à ce que la conjoncture surmonte cette phase de faiblesse au cours des prochains trimestres. La Suisse devrait bénéficier d'un environnement mondial positif et de conditions monétaires intérieures toujours favorables. Pour 2005, la BNS table sur une croissance économique moyenne de l'ordre de 1,5%, alors qu'elle escomptait encore, lors de son examen de la situation de décembre 2004, une progression comprise entre 1,5% et 2%. De plus, certains risques sont aujourd'hui plus marqués qu'en décembre 2004. Ainsi, le prix du pétrole pourrait freiner la conjoncture mondiale dans une mesure plus forte que ce qui était attendu jusque-là. Un autre risque vient de la conjoncture en Europe, laquelle pourrait ne pas correspondre aux attentes.

Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire faite en décembre, les perspectives en matière d'inflation se sont légèrement améliorées. C'est pourquoi la BNS a décidé, lors de son examen de la situation du 17 mars 2005, de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de maintenir le Libor à trois mois jusqu'à nouvel avis dans la zone médiane de cette marge, soit autour de 0,75%. Ainsi, la Banque nationale entend poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle met à profit la marge de manœuvre dont elle dispose pour soutenir la reprise de la conjoncture sans compromettre la stabilité des prix.

Selon la prévision de mars 2005, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation s'inscrit à 1%, tant en 2005 qu'en 2006. La conjoncture se redressant avec retard, le renchérissement reste bas, à moyen terme également. L'inflation s'accélère à partir du milieu de 2006, comme cela était déjà le cas dans la prévision de décembre 2004. Telle qu'elle est prévue, la hausse des prix est cependant plus modérée que celle qui était attendue en décembre. En 2007, l'inflation prévue dépasse toutefois la barre des 2% que la BNS assimile à la stabilité des prix. On peut en déduire que la BNS devra durcir sa politique monétaire, au cours des trois prochaines années, pour assurer la stabilité des prix à moyen ou long terme.

Prévisions d'inflation de décembre 2004, avec Libor à 0,75%, et de mars 2005, avec Libor à 0,75%



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

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

1 Environnement international

Le ralentissement que la croissance économique a commencé à marquer, sur le plan mondial, au milieu de 2004, s'est poursuivi au quatrième trimestre. Les éléments moteurs de la conjoncture ont faibli en Europe et en Asie. Cet affaiblissement n'a été compensé qu'en partie par les impulsions, toujours vigoureuses, émanant des Etats-Unis.

Dans l'ensemble, le ralentissement de la croissance est allé légèrement au-delà de ce que la BNS avait prévu lors de son appréciation de la situation de décembre 2004. Plusieurs facteurs, en particulier le prix élevé du pétrole et – en Europe – la forte baisse du dollar, ont pesé sur la conjoncture au second semestre.

La conjoncture devrait se raffermir en Europe ces prochains mois. Sur ce plan, les perspectives sont bonnes, l'économie mondiale restant dans l'ensemble robuste et les conditions monétaires demeurant favorables. Toutefois, l'évolution du prix du pétrole et celle du cours du dollar font toujours peser des risques considérables sur la conjoncture.

Etats-Unis: forte demande intérieure et déficit croissant de la balance commerciale

Aux Etats-Unis, la demande intérieure a vigoureusement augmenté au quatrième trimestre. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 4,2% par rapport au trimestre précédent, tandis que les investissements des entreprises se sont accrus de quelque 20% pour la seconde fois consécutive. La vigueur de la demande intérieure s'est traduit-

te non pas par une accélération de la croissance du produit intérieur brut (PIB), mais par une expansion des importations. Les exportations ayant peu augmenté, le déficit de la balance commerciale s'est fortement creusé. La croissance du PIB a même diminué, passant de 4% au troisième trimestre à 3,8% le trimestre suivant.

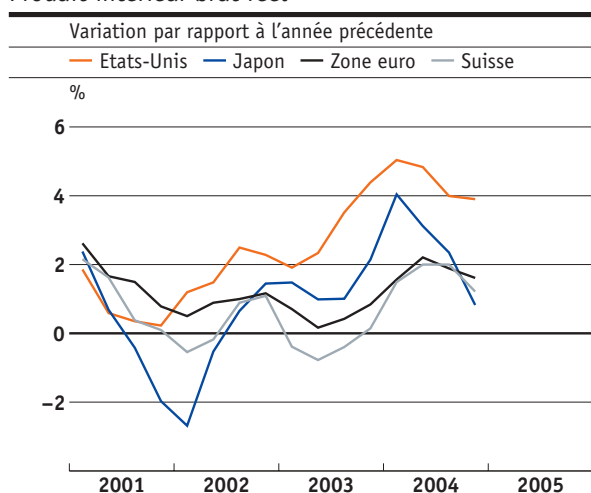
Selon les indicateurs disponibles pour le mois de janvier, la croissance devrait rester vive dans l'industrie et la construction. Pour le marché du travail également, les indicateurs ont évolué favorablement. L'emploi, qui a nettement augmenté en février, devrait continuer à progresser au cours des prochains mois et apporter ainsi un soutien à la consommation privée. En outre, des impulsions sont attendues également des exportations, qui devraient bénéficier du bas niveau du cours du dollar. La situation financière des entreprises étant bonne, on peut continuer à tabler sur une propension à investir toujours vigoureuse.

Conjoncture grippée en Europe

Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,6% au quatrième trimestre et enregistré ainsi son taux de croissance le plus faible depuis un an et demi. Ce résultat décevant est dû principalement au recul du PIB en Allemagne (-0,9%) et en Italie (-1,2%). En revanche, la croissance du PIB s'est accélérée en France pour atteindre 3,1%.

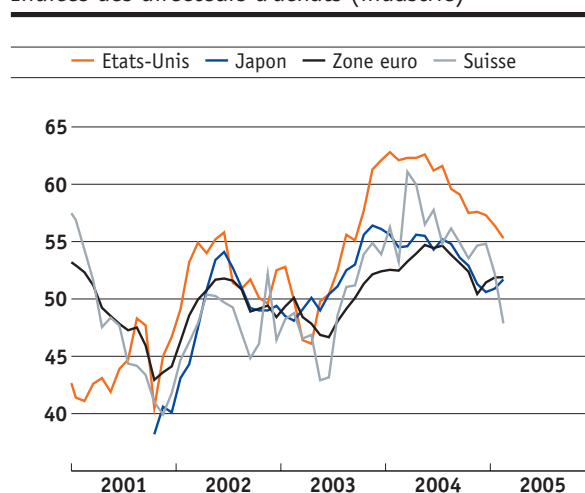
Le recul du PIB allemand s'explique surtout par la baisse des dépenses publiques et par la réduction des stocks. En outre, les investissements des entre-

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Datastream

prises sont restés timorés, comme dans l'ensemble de la zone euro. Les chiffres d'affaires peu soutenus sur le marché intérieur y ont sans doute contribué, tout comme la fermeté de l'euro. Une lueur d'espoir est en revanche venue des dépenses de consommation des ménages; au quatrième trimestre, ces dépenses ont progressé en comparaison annuelle.

En dépit des résultats économiques médiocres au second semestre de 2004, un basculement de la zone euro dans une récession n'est pas vraisemblable. La plupart des indicateurs économiques disponibles mensuellement restent proches de leurs moyennes historiques et laissent entendre qu'une croissance modérée sera observée. Quelques signes indiquent – quand bien même ils sont faibles – une accélération de la conjoncture en Allemagne au cours de 2005. L'amélioration du climat de consommation en fait partie.

Dynamisme de la conjoncture légèrement plus faible en Asie

En Asie, l'évolution économique n'a pas été homogène au quatrième trimestre. Au Japon, le PIB a stagné, après deux trimestres de repli. Cette évolution est due à un recul inattendu de la consommation privée et à une contribution fortement négative du commerce extérieur. Les économies émergentes (Corée, Hong Kong, Singapour, Taiwan) ont progressé à un rythme plus lent du fait notamment que la demande, très cyclique, de produits entrant dans les technologies de l'information a faibli; ce tassement de la demande est dû en particulier aux Etats-Unis.

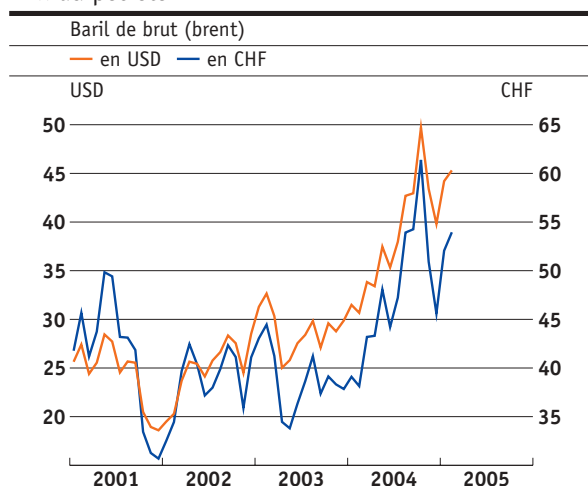
En revanche, l'économie chinoise est restée en expansion. Le ralentissement de la croissance, qui est attendu et constitue un objectif du gouvernement chinois, n'a guère été perceptible jusque-là. Au quatrième trimestre toutefois, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont reculé, ce qui annonce un affaiblissement graduel du dynamisme de la demande intérieure.

Selon les indicateurs avancés, disponibles au premier trimestre de 2005, la conjoncture japonaise devrait retrouver de la vigueur. La demande intérieure, qui bénéficie de la tendance à l'amélioration de la situation sur le marché du travail et du climat favorable aux investissements, devrait jouer un rôle stimulant. On peut continuer à s'attendre à un ralentissement de la croissance en Chine. Mais, aussi longtemps que le gouvernement chinois maintient une relation de change fixe avec le dollar des Etats-Unis, il doit accepter jusqu'à un certain point les conditions-cadres expansionnistes qui découlent de la politique monétaire des Etats-Unis. Ainsi, le danger d'une surchauffe de l'économie chinoise n'est pas conjuré.

Repli de l'inflation du fait de la baisse du prix du pétrole

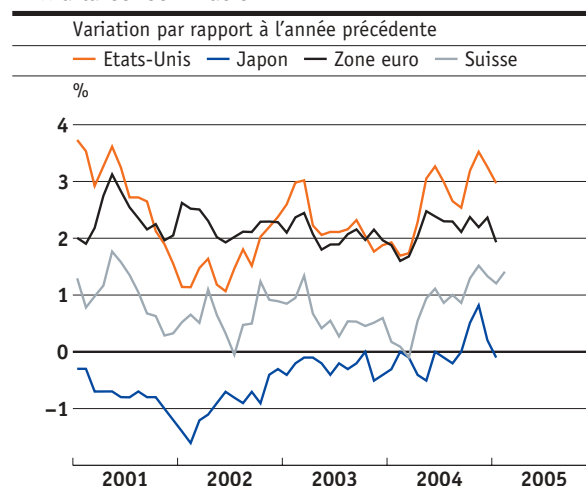
Mesurés aux indices des prix à la consommation, les taux annuels d'inflation ont diminué, entre octobre 2004 et janvier 2005, dans la plupart des pays industrialisés. Le renchérissement annuel a passé de 3,2% à 3% aux Etats-Unis et de 2,4% à 1,9% dans la zone euro. Cette évolution s'explique princi-

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Source: BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Source: BRI

palement par la baisse du prix du pétrole; le baril de brent valait en moyenne 44 dollars en janvier 2005, contre 50 dollars en octobre 2004. En février, le renchérissement annuel a augmenté légèrement dans la zone euro pour s'établir à 2%. Aux Etats-Unis, il est resté à 3%.

L'inflation sous-jacente – elle exclut les composants volatils que sont le pétrole et les produits alimentaires – n'a pas évolué de manière homogène. Aux Etats-Unis, elle s'est accrue de 0,4 point, entre octobre 2004 et février 2005, pour atteindre 2,4%; cette hausse est due à la baisse du cours du dollar et à la vigueur de la demande intérieure. Dans la zone euro, en revanche, l'inflation sous-jacente a fléchi, passant de 1,9% à 1,4%.

Durcissement graduel de la politique monétaire aux Etats-Unis

En février 2005, la banque centrale des Etats-Unis (Fed) a porté de 2,25% à 2,5% le taux de l'argent au jour le jour; elle a ainsi relevé son taux directeur pour la sixième fois depuis juin 2004. La Réserve fédérale estime qu'un resserrement des rênes monétaires est nécessaire eu égard à la vigueur de la demande intérieure et au niveau historiquement toujours très bas des taux à court terme. Elle entend cependant opérer en douceur, étant donné que certains risques découlent toujours du prix élevé du pétrole et de la faiblesse de la demande étrangère, d'une part, et que les anticipations inflationnistes stables aident à contenir le risque d'inflation, d'autre part.

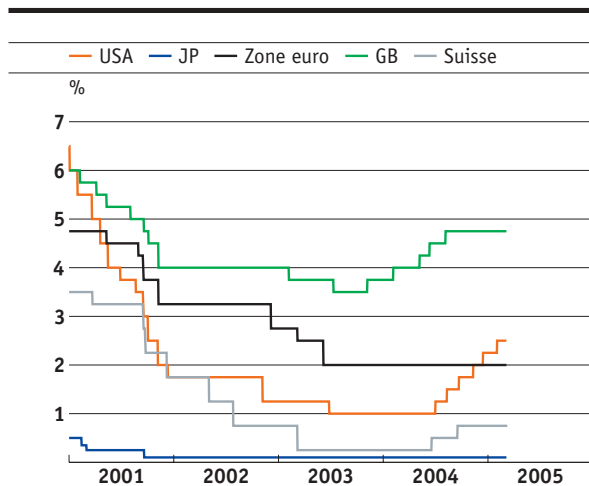
Depuis juin 2003, la Banque centrale européenne (BCE) maintient à 2% le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Elle justifie sa politique monétaire inchangée par le fait que les prix, dans la zone euro, ne sont pas soumis à des pressions à la hausse d'origine interne. Eu égard à la croissance vigoureuse des masses monétaires et du crédit, elle reste toutefois attentive aux risques à moyen terme pour la stabilité des prix.

Perspectives économiques modérées

Compte tenu de l'évolution économique décevante en Europe et au Japon, la plupart des instituts conjoncturels ont revu à la baisse leurs pronostics de croissance pour 2005. En février 2005, les prévisions consensuelles étaient de 1,7% pour la zone euro (novembre 2004: 1,9%) et de 1,1% pour le Japon (1,8%). En ce qui concerne les Etats-Unis, elles ont en revanche augmenté de 0,1 point, passant à 3,5% (voir tableau 1.1).

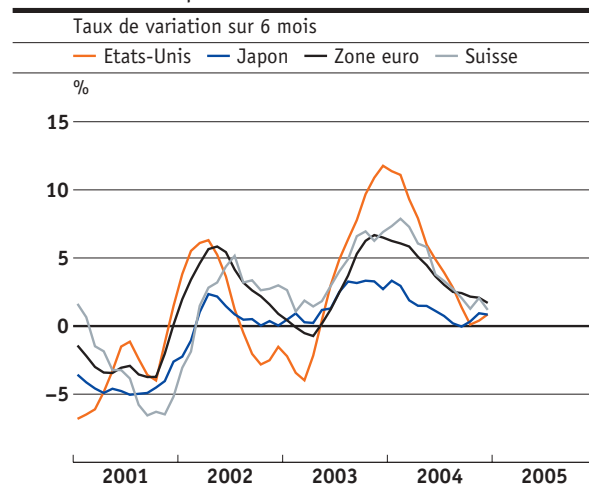
En vue de sa prévision d'inflation de mars 2005, la BNS a révisé légèrement à la baisse les hypothèses qu'elle avait retenues en décembre 2004 pour ce qui a trait à l'évolution du PIB dans l'UE. Elle table cependant, pour l'Europe, sur une croissance un peu supérieure à celle qui ressort des prévisions consensuelles (voir chapitre 4.1).

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: BRI et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

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. FMI: renchérissement harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni.

3 Il s'agit d'une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

Sources: FMI: Perspectives de l'économie mondiale (avril 2005); prévisions consensuelles: Survey de février 2005

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Léger recul du PIB

En Suisse, la conjoncture a nettement perdu de son dynamisme à la fin de l'année. Selon une estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a diminué de 0,3%, en taux annualisé, du troisième au quatrième trimestre de 2004. De ce fait, il s'est inscrit 1,2% au-dessus du niveau de la période correspondante de 2003, après une hausse de 2% au troisième trimestre. Pour l'ensemble de l'année 2004, la croissance économique s'est établie à 1,7% en moyenne, compte tenu de l'estimation trimestrielle du seco.

Le tassement a touché toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publique. Alors que la consommation privée a augmenté à un rythme légèrement ralenti, tant les investissements en biens d'équipement que ceux en constructions se sont repliés d'un trimestre à l'autre. Ainsi, la demande intérieure (sans les stocks) a reculé légèrement au total. Le commerce extérieur a lui aussi marqué une tendance à la faiblesse. Les exportations de marchandises – compte non tenu des objets de valeur, à l'évolution volatile – ont stagné, mais celles de services ont régressé. Les importations ont fléchi sur un large front.

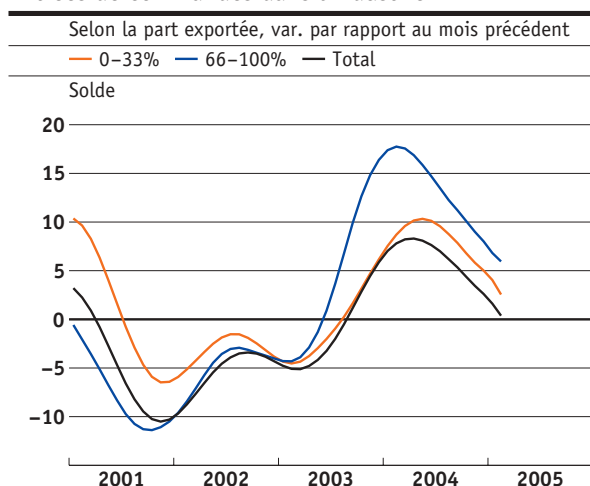
Du fait de l'affaiblissement de la croissance de l'économie mondiale, il fallait également s'attendre à un ralentissement de la reprise conjoncturelle en Suisse. Depuis l'automne 2004, une série d'indicateurs ont signalé un affaiblissement des impulsions dans la production et les services. Le tassement de la conjoncture, reflété par l'évolution du PIB, a cependant été plus prononcé que ce que la BNS avait prévu. Le recul des investissements en constructions, qui ressort des données du seco, était en contradiction avec d'autres indicateurs qui faisaient apparaître une activité plus robuste dans la construction.

La Banque nationale s'attend à ce que la phase de faiblesse conjoncturelle soit surmontée au cours des trimestres prochains. Cette estimation repose sur le fait que la Suisse continuera à profiter de l'environnement positif de l'économie mondiale et des conditions monétaires favorables qui prévalent en Suisse. Cela suppose toutefois que, notamment, de nouvelles perturbations n'émanent pas des cours de change et du prix du pétrole.

Ralentissement du rythme d'activité dans l'industrie

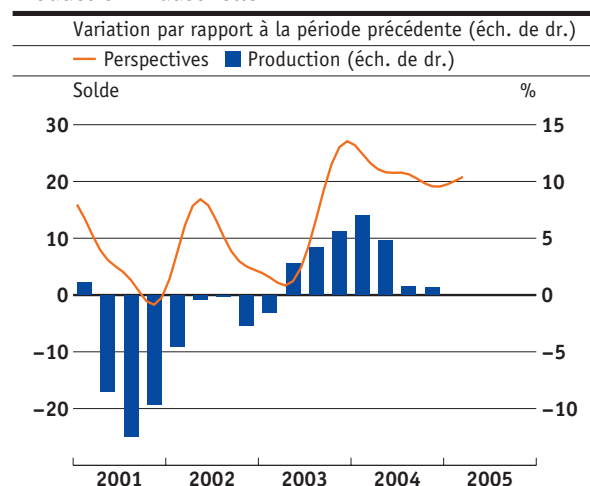
Après la poussée de croissance, observée à fin 2003 et au début de 2004, le rythme de progression de la production industrielle s'est affaibli notablement durant le reste de l'année. Au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a augmenté de 0,7% et, partant, dépassait de 4,9% le

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2
Production industrielle



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

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2001	2002	2003	2004	2003				2004			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	2,0	0,3	0,5	1,3	0,6	0,6	1,0	1,5	2,3	0,5	0,8	0,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	4,2	3,2	1,4	1,2	-0,1	2,1	2,1	1,4	2,1	0,6	-1,3	1,0
Formation de capital fixe	-3,1	0,3	-0,3	3,4	2,5	-10,5	11,7	9,6	-1,5	8,1	2,2	-5,8
Construction	-3,4	2,2	1,8	3,5	5,6	1,2	3,7	8,4	6,7	0,5	2,1	-8,6
Biens d'équipement	-2,9	-1,1	-2,0	3,4	0,1	-19,1	18,9	10,6	-7,9	14,8	2,3	-3,4
Demande intérieure finale	1,0	0,7	0,4	1,7	1,0	-1,8	3,5	3,3	1,4	2,2	0,9	-0,8
Demande intérieure¹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Exportations totales	0,2	-0,2	0,0	6,6	-9,7	4,6	10,5	11,3	9,6	-0,1	4,5	1,8
Marchandises ²	3,7	0,3	0,7	7,6	-3,8	2,8	9,2	14,0	10,8	0,6	7,4	0,2
Services	-2,8	-3,8	0,6	3,2	-12,3	4,4	15,9	7,8	-1,6	0,8	3,1	-6,0
Demande globale	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Importations totales	3,2	-2,8	1,4	5,5	3,1	-1,2	10,1	14,3	-4,9	12,9	9,1	-4,6
Marchandises ²	1,6	-2,2	2,7	6,4	22,9	-18,6	23,3	15,7	0,6	2,7	15,2	-3,3
Services	11,2	-1,7	-1,4	1,5	-0,4	-0,9	-3,2	-3,7	9,4	1,6	2,3	-4,3
PIB	1,0	0,3	-0,4	1,7	-4,3	0,1	2,0	2,6	1,4	2,2	1,6	-0,3

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

2 Sans les MPPAA.

Source: seco

niveau du trimestre correspondant de 2003 (troisième trimestre: 3,8%). Le ralentissement a touché presque toutes les branches.

Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'industrie n'a bénéficié que de faibles impulsions au début de 2005. En janvier, les entrées de commandes se sont encore ralenties, et les entreprises ont cessé d'apprécier plus favorablement leurs carnets de commandes. Ces derniers ont toutefois continué à atteindre des niveaux satisfaisants. Du fait du tassement de la demande, les entreprises ont réduit quelque peu le rythme de leur production. Les stocks étaient toujours considérés comme appropriés.

Perspectives

Les entreprises ne s'attendent pas, à court terme, à une demande plus soutenue, comme le montrent les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. La production ne devrait donc guère progresser au premier trimestre. L'indice des directeurs d'achat (PMI) va dans la même direction; en février, il a de nouveau marqué un recul pour s'inscrire à peine dans la zone qui indique une production en repli.

L'impression ressortant des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec les entreprises des principaux secteurs économiques reste empreinte de confiance. Bien que la marche des affaires ait perdu de son dynamisme, les interlocuteurs représentant l'industrie d'exportation se sont déclarés satisfaits, dans l'ensemble, de leurs carnets de commandes, mais aussi de leurs entrées de commandes. La faibles-

se du dollar des Etats-Unis a cependant suscité une inquiétude croissante dans nombre d'entreprises exportatrices. En majorité, les interlocuteurs étaient confiants quant aux perspectives pour 2005. Mais les chiffres d'affaires devraient croître moins fortement qu'en 2004, ce que maints interlocuteurs avaient déjà laissé entendre en automne de l'année dernière.

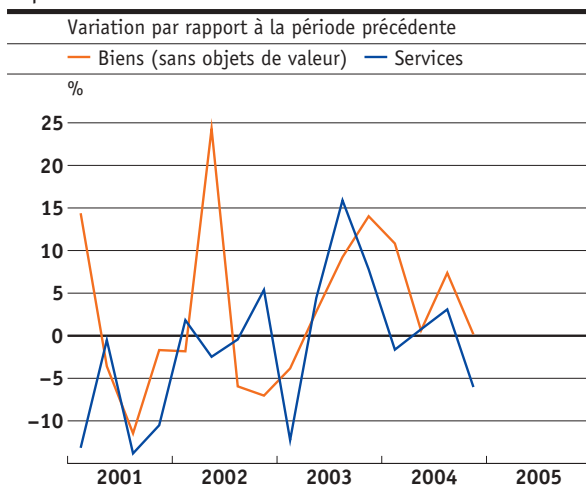
Affaiblissement de la croissance des exportations

La croissance des exportations a faibli sensiblement, en volume, du troisième au quatrième trimestre. Les exportations de services ont régressé, et celles de biens n'ont guère augmenté, si l'on fait abstraction des ventes à l'étranger d'objets de valeur. Mais, grâce à leur bon résultat du premier semestre, les exportations dépassaient encore de 3,8% le niveau du dernier trimestre de 2003. En moyenne annuelle, elles ont progressé de 6,7%.

Dans la répartition selon la catégorie de biens, les exportations de produits semi-finis ont diminué, alors que celles de biens d'équipement ont stagné. Toutefois, au sein de la catégorie des biens d'équipement, les ventes à l'étranger de machines industrielles, qui représentent environ 17% de l'ensemble des exportations de biens, ont évolué favorablement. Les livraisons à l'étranger de biens de consommation (notamment de produits chimiques et pharmaceutiques) ont joué un rôle non négligeable à cet égard.

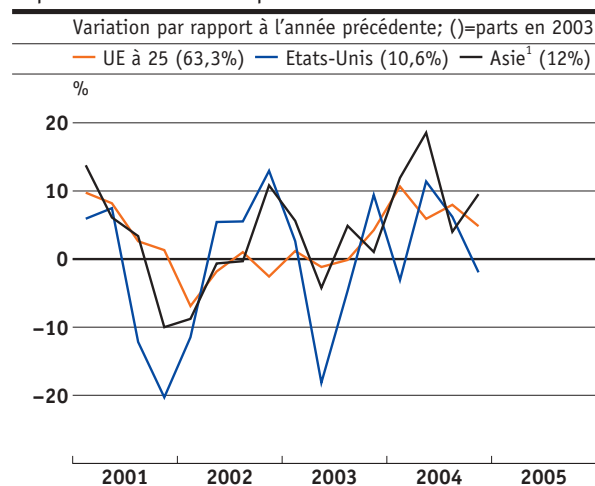
En janvier, l'affaiblissement de la croissance des exportations de biens a semblé s'accroître. Ainsi, les exportations de biens de consommation n'ont augmenté que faiblement, et celles de machines industrielles ont stagné.

Graphique 2.3
Exportations



Source: seco

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



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

Les livraisons à l'étranger de biens, qui sont prises en compte dans la répartition par pays des exportations, ont diminué de 1,5%, en valeur, du troisième au quatrième trimestre. Elles dépassaient ainsi de 4,2% leur niveau de la période correspondante de 2003. Comme au troisième trimestre, les ventes à l'UE, notamment à l'Allemagne, ont évolué assez favorablement. En tant que fournisseur important de l'industrie d'outre-Rhin, les entreprises suisses ont profité de la conjoncture toujours robuste dans le secteur des exportations en Allemagne. Par contre, les exportations vers les Etats-Unis ont stagné, et les biens livrés aux pays asiatiques, à la Chine en particulier, ont même marqué un repli par rapport aux trimestres précédents.

En volume, les exportations de services ont diminué du troisième au quatrième trimestre et, partant, se sont inscrites 1,2% au-dessous de leur niveau du dernier trimestre de 2003. Les recettes, en fort recul, des compagnies d'assurances et des entreprises de transport ont encore pesé sur cette évolution. Mais les commissions bancaires ont de nouveau progressé légèrement au quatrième trimestre, du fait des volumes d'affaires accrus sur les marchés financiers internationaux. Les recettes tirées du tourisme ont augmenté dans une mesure particulièrement vigoureuse; elles représentent environ un tiers de l'ensemble des exportations de services.

Importations en recul

Les importations ont fléchi nettement, en volume, au quatrième trimestre, après avoir augmenté fortement aux deux trimestres précédents. Tant les biens que les services ont été touchés par cette évolution. En comparaison annuelle, les importations ont progressé de 2,7%.

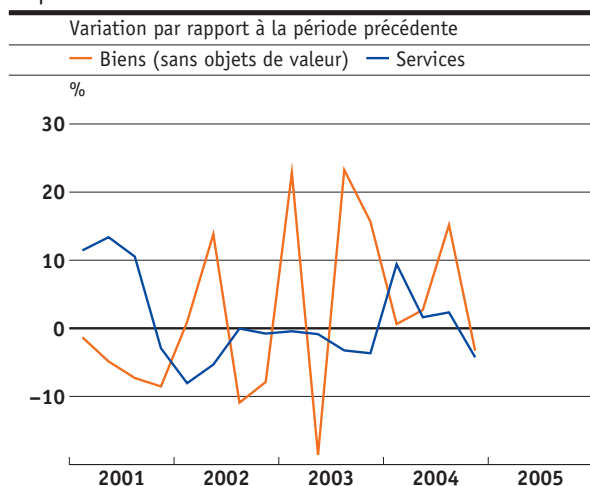
Le recul des importations de biens d'équipement a été particulièrement prononcé, mais il a été amplifié par des facteurs spéciaux, à savoir le repli des achats d'avions à l'étranger. Les importations de biens de consommation ont elles aussi diminué, alors que celles de matières premières et de produits semi-finis ont augmenté légèrement. En janvier, les achats de biens à l'étranger ont continué à régresser.

De même, les importations de services ont reculé et ce pour la première fois depuis une année. La nette baisse des dépenses de transport a contribué sensiblement à cette évolution. Dans le tourisme, les dépenses se sont repliées, mais dépassaient – à l'instar du total des importations de services – leur niveau de la période correspondante de 2003.

Croissance modérée de la consommation

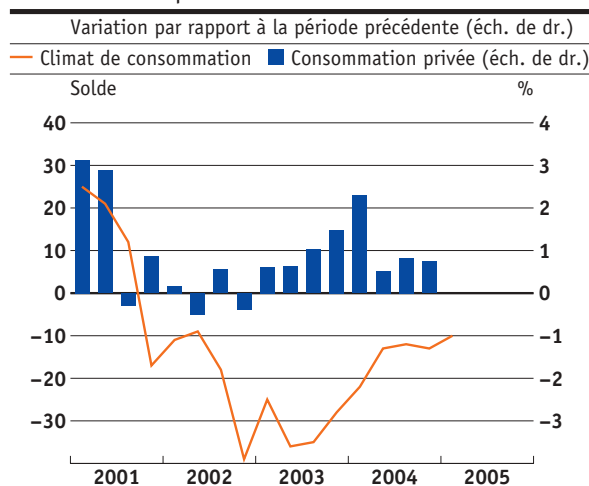
Au quatrième trimestre de 2004, la consommation privée a poursuivi son léger mouvement de hausse. Sa croissance s'est inscrite à 0,7%, soit à un rythme toujours inférieur à celui du début de 2004. En

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

comparaison annuelle, les dépenses de consommation ont augmenté de 1,1%.

La croissance de la consommation a été soutenue principalement par les dépenses pour le logement et la santé, deux domaines peu sensibles à la conjoncture. La consommation de biens a par contre évolué faiblement. En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont diminué du troisième au quatrième trimestre et, partant, se sont établis, bien que le quatrième trimestre de 2004 ait compté un jour ouvrable supplémentaire, au même niveau qu'un an auparavant (troisième trimestre: +0,6%). Cette évolution a découlé en partie du besoin de rattrapage, bientôt satisfait, dans le domaine des biens de consommation durables, tels que les appareils ménagers et les aménagements de logements. En outre, les ménages ont également limité leurs achats de carburants et de combustibles, du fait des prix élevés. En janvier, les ventes du commerce de détail ont été peu soutenues et s'établissaient 3,1% au-dessous de celles du mois correspondant de 2003. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les perspectives pour le semestre en cours vont continuer à s'assombrir dans le commerce de détail.

Après une saison d'été en demi-teinte, la branche du tourisme a connu un début terne de la saison d'hiver. Au quatrième trimestre, le nombre des

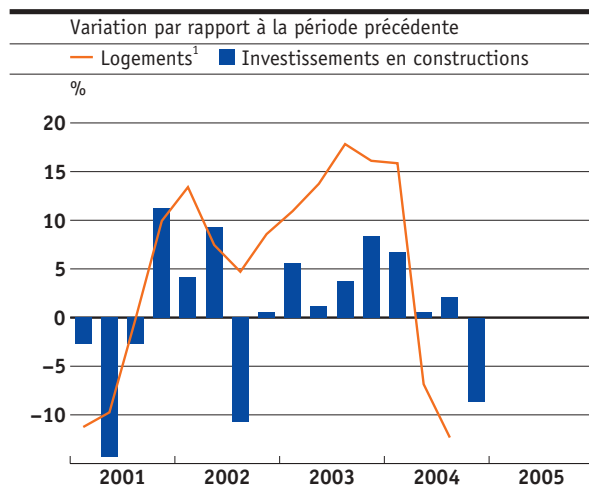
nuitées de la clientèle suisse était inférieur de 3,6% au niveau de la période correspondante de 2003. L'enquête trimestrielle effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que la restauration et l'hébergement s'attendent à un recul du côté de la clientèle suisse au premier trimestre de 2005. Mais les premiers résultats sont un peu mieux orientés. En particulier, les stations de sports d'hiver s'estiment très satisfaites du déroulement de la saison qui vient de se terminer.

Climat de consommation robuste et évolution plus favorable des revenus

Malgré l'évolution décevante du commerce de détail, des développements encourageants sont observés du côté de la consommation privée. En janvier, l'indice du climat de consommation publié par le seco s'est inscrit à -10 points. Ainsi, les ménages sont un peu plus confiants qu'en octobre (-13 points). La sécurité de l'emploi, toujours insuffisante, a encore été cause de soucis. Les perspectives quant à la situation financière des ménages ont été en revanche jugées meilleures qu'en octobre. De même, les ménages ont estimé que le moment était un peu plus propice pour effectuer de grandes acquisitions.

L'évolution des revenus devrait être légèrement plus favorable que l'année dernière, donc là aussi une note plus optimiste. La Banque nationale table sur le

Graphique 2.7
Constructions



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

fait que les revenus des salariés augmenteront de 1,2%, en termes réels, en 2005, à la suite de relèvements de traitements, après avoir progressé de 0,7% l'année dernière. La consommation privée devrait ainsi poursuivre son léger mouvement de hausse.

Affaiblissement de la construction

En 2004, les investissements en constructions ont augmenté de 3,6% et, de ce fait, contribué favorablement, comme les deux années précédentes, à l'évolution de l'ensemble de l'économie. Ils ont toutefois diminué au quatrième trimestre et stagné en comparaison annuelle. Selon les données du seco, cette évolution est due au repli des constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services, mais aussi à celui du génie civil; elle n'a pu être compensée par la vive activité dans le domaine du logement.

Après le tassement observé au semestre d'été 2004, les autorisations de construire accordées pour des logements ont marqué de nouveau un bond à la fin de l'année. La construction de logements devrait progresser vigoureusement dans un premier temps. Mais, étant donné que l'offre de logements s'est nettement accrue en 2004 et que le nombre de logements vacants a de nouveau augmenté légèrement, il faut s'attendre à un ralentissement graduel de la construction de logements.

Les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services devraient être stimulées du

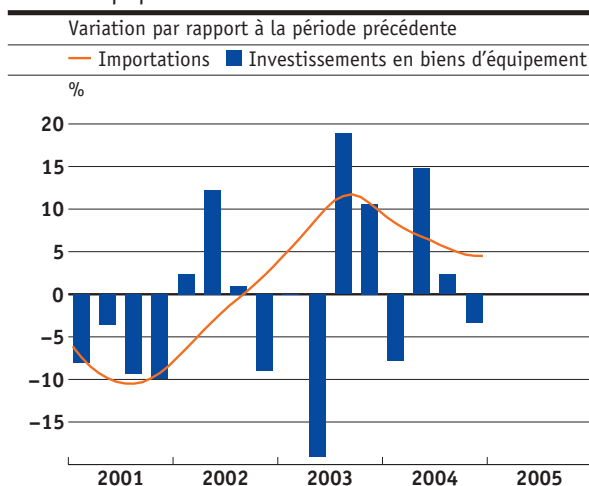
fait des investissements accrus de la part des entreprises. Cela ressort notamment des résultats de l'enquête annuelle sur les investissements que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée en automne 2004. Cette évolution devrait toutefois être modérée étant donné la part élevée d'espaces de bureaux inoccupés. Dans la construction publique, il ne faut pas s'attendre à un prochain retournement en raison des mesures d'économies adoptées par les collectivités publiques.

Croissance modérée des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi été peu soutenus au quatrième trimestre; ils ne dépassaient que de 1,1% leur niveau observé un an auparavant. Alors que les importations de biens d'équipement ont diminué d'un trimestre à l'autre, les ventes de biens d'équipement suisses ont progressé quelque peu. En particulier, les investissements en machines et la demande de prestations TI ont diminué selon les données du seco.

Les investissements en biens d'équipement devraient marquer une reprise au premier semestre de 2005. Car le taux d'utilisation des capacités de production a progressé et la situation bénéficiaire des entreprises s'est améliorée. Un accroissement durable des investissements suppose toutefois que la production augmente au second semestre, comme prévu.

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2.2 Utilisation des capacités de production

Hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Au quatrième trimestre de 2004, le taux d'utilisation des capacités de production a continué à progresser dans l'industrie. Selon l'enquête menée en janvier 2005 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, il a augmenté pour atteindre près de 85% (voir graphique 2.9). Ce niveau – le plus élevé depuis début 1999 – s'inscrit légèrement au-dessus de la moyenne à long terme. Par rapport au premier semestre de 2004, le taux d'utilisation des capacités de production s'est accru à un rythme nettement plus lent. Cette évolution s'explique par le ralentissement de la croissance de la production. Les capacités de production n'ont donc plus été relevées dans une mesure aussi forte que précédemment.

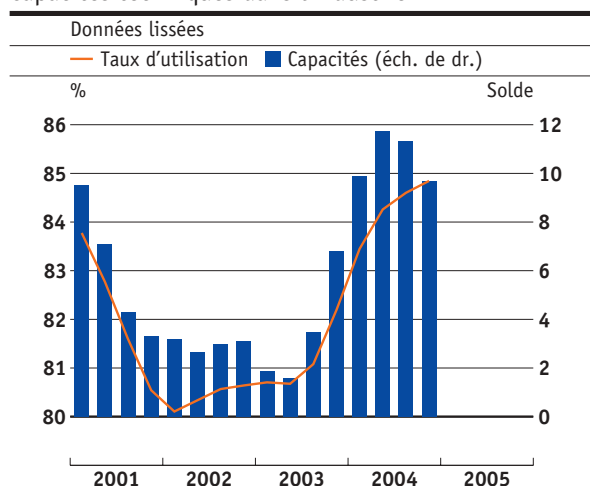
Ecart de production légèrement accru dans l'ensemble de l'économie

L'écart de production dans l'ensemble de l'économie est un instrument d'ordre plus général pour déterminer l'utilisation des capacités de production.

Contrairement au taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, l'écart de production concerne tous les secteurs de l'économie et tient compte, outre des capacités techniques, de la situation sur le marché du travail. L'écart de production représente la différence entre le produit intérieur brut (PIB) tel qu'il est observé et le PIB potentiel en termes réels. Ce dernier doit être estimé et, pour ce faire, la Banque nationale utilise trois méthodes. Celles-ci ont fait l'objet d'une brève description dans un numéro précédent de ce rapport (voir Bulletin trimestriel 2/2004, p. 21).

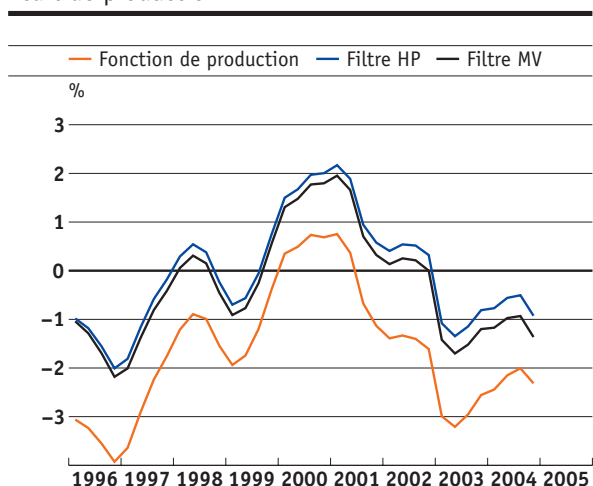
Les différentes méthodes donnent des estimations inégales du niveau de l'écart de production (voir graphique 2.10) et, partant, incitent à considérer avec prudence l'estimation du potentiel de production. Mais, abstraction faite de cet aspect, toutes les estimations montrent que le PIB observé se situe au-dessous du PIB potentiel et que l'écart de production s'est continuellement réduit entre le deuxième trimestre de 2003 et le troisième trimestre de 2004. Cette évolution ne s'est toutefois pas poursuivie au quatrième trimestre, en raison de la stagnation du PIB. D'une période à l'autre, l'écart de production a augmenté légèrement.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



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

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Situation toujours insatisfaisante

Sur le marché du travail, l'amélioration attendue ne s'est pas produite en 2004. La stagnation s'explique principalement par la croissance économique modeste, à peine plus élevée que l'augmentation de la productivité du travail. Au quatrième trimestre, le nombre des emplois a augmenté de 0,2% seulement par rapport au trimestre précédent; il ne dépassait ainsi que très légèrement son niveau de la période correspondante de 2003. Dans l'industrie, des emplois ont été supprimés quasiment au même rythme qu'auparavant (-1,6%). La chimie fait partie des rares branches créatrices d'emplois. Dans les services, le nombre des emplois a stagné. Une légère progression a été observée du côté des intermédiaires financiers et des services du secteur public, mais des branches importantes, tel le commerce de gros et de détail, ont de nouveau supprimé des postes. Seule la construction a bénéficié d'une accélération de la croissance (2,2%).

Dans la répartition des emplois selon le taux d'occupation, les tendances à long terme se sont maintenues aussi bien dans l'industrie que dans les services: le nombre de postes à plein temps a reculé, tandis que celui des emplois à temps partiel s'est accru. Après conversion en postes à plein temps, l'emploi a de nouveau diminué dans ces deux secteurs économiques. Le repli a cependant été moins marqué que dans la période précédente.

Taux de chômage inchangé

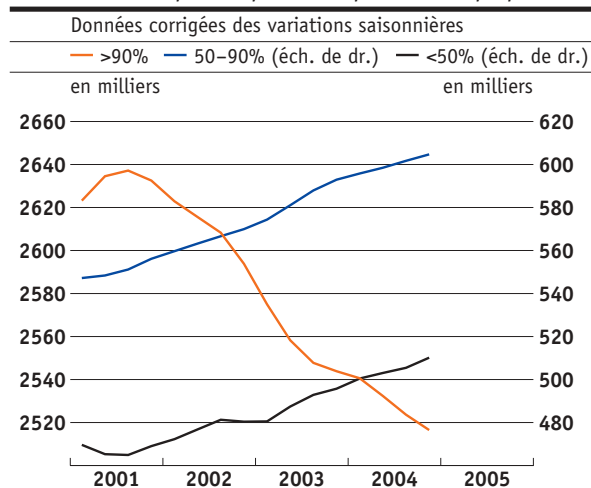
En février 2005, le taux de chômage s'établissait toujours à 4,1% (162 000 personnes). En données corrigées des variations saisonnières, il est resté inchangé à 3,8%. Quant au taux des demandeurs d'emploi, il s'est maintenu jusqu'en février à environ 5,5%, soit 218 100 personnes (après correction des variations saisonnières).

Aucune amélioration rapide en vue

Du fait de la croissance modérée du PIB qui est attendue pour le premier semestre de 2005, on ne peut escompter une amélioration rapide et sensible sur le marché du travail. C'est également ce qui ressort des indicateurs avancés. L'indice des places vacantes, établi par l'OFS, n'a progressé que faiblement au quatrième trimestre de 2004 et est resté à un niveau historiquement bas. L'indice Manpower a stagné et, dans l'indice des directeurs d'achat (PMI), la composante portant sur l'emploi indiquait que les suppressions d'emplois avaient continué dans l'industrie.

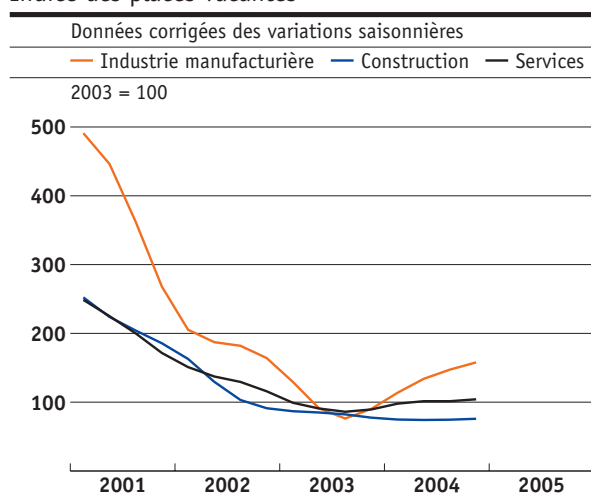
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



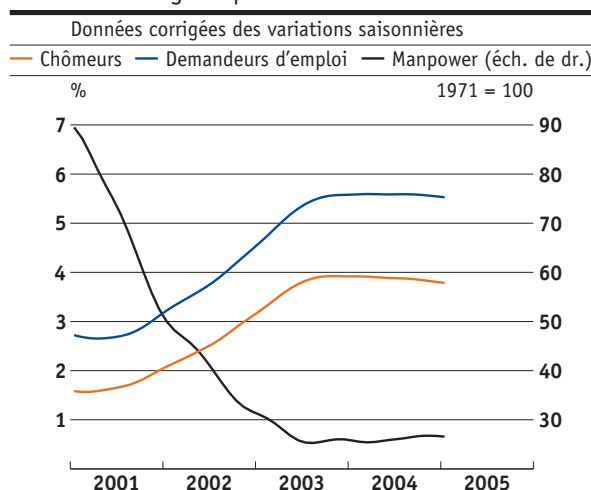
Graphique 2.12

Indice des places vacantes



Graphique 2.13

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

Graphique 2.13: chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès d'un office du travail, en pourcentage des personnes actives selon le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives)
Sources: Manpower et seco

2.4 Prix des biens

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

Les pressions à la hausse que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, c'est-à-dire au niveau de la consommation, ont sensiblement diminué. Les prix des biens importés ont augmenté de 1,8% entre janvier 2004 et le mois correspondant de 2005, alors qu'ils dépassaient encore de 2,6%, en octobre, le niveau observé un an auparavant. Ce repli s'explique par la baisse des prix des produits pétroliers. Au niveau des prix à la production, le renchérissement annuel a faibli, passant de 1,7% en octobre à 1% en janvier; un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis mars 2004. Les prix des produits destinés au marché intérieur ont augmenté de 1,5% en janvier, soit moins fortement qu'en octobre (2,6%), mais davantage que ceux des biens destinés à l'exportation (0,5%).

Dans la répartition selon le type de biens, on notera que les prix des produits agricoles ont poursuivi leur mouvement de baisse qui est observé depuis le milieu de 2004; en janvier, ils étaient inférieurs de 2,2% à leur niveau du mois correspondant de 2004. Les prix des biens de consommation et ceux des biens d'équipement sont restés par contre quasiment stables. Conséquence de la hausse continue des cours des métaux, les prix des biens intermé-

diaires se sont accrus de 3,1% en janvier. Ce taux est supérieur à la moyenne, mais n'atteint pas le rythme observé en octobre. Du côté des agents énergétiques, le renchérissement annuel a fléchi, passant de 12,4% à 4,5%.

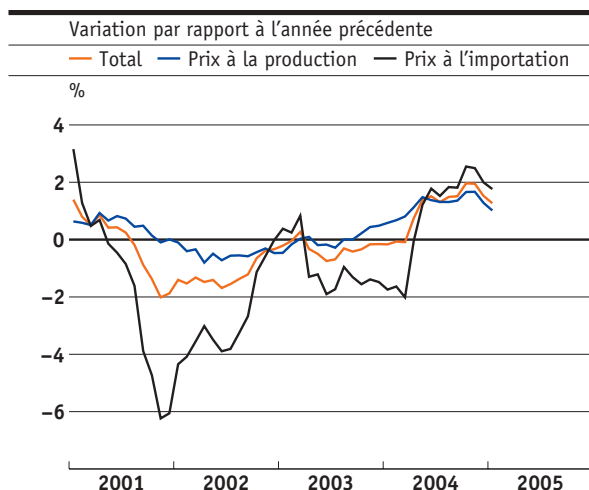
Léger repli du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est replié, passant de 1,5% en novembre à 1,2% en janvier. Il s'est toutefois accéléré en février pour atteindre 1,4%. Dans son évolution, les prix des marchandises (y compris les produits pétroliers) ont joué un rôle déterminant. En moyenne du premier trimestre, le renchérissement devrait être légèrement inférieur à ce qui ressort de la prévision d'inflation établie par la BNS en décembre 2004. Les diverses inflations sous-jacentes indiquent une tendance modérée et stable du niveau général des prix.

Renchérissement intérieur en repli

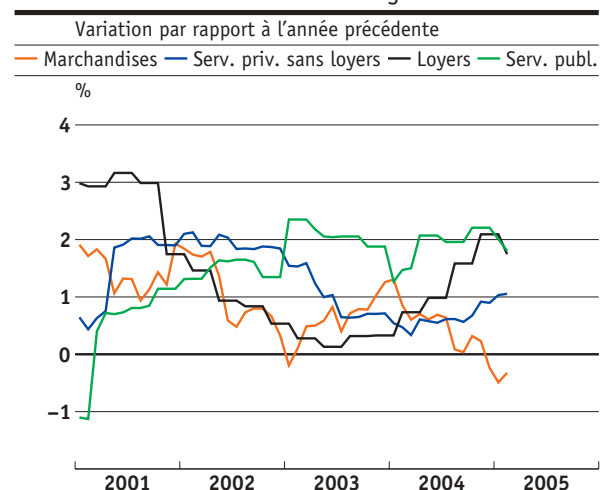
Du côté des marchandises et services d'origine suisse, le renchérissement annuel s'établissait à 1% en février, contre 1,2% en novembre. Ce recul s'explique en partie par la légère baisse des prix des marchandises, qui entrent pour près de 25% dans le panier des biens suisses. Les prix de l'électricité et de certains produits alimentaires, comme les fruits et la viande,

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15
IPC: marchandises et services d'origine suisse



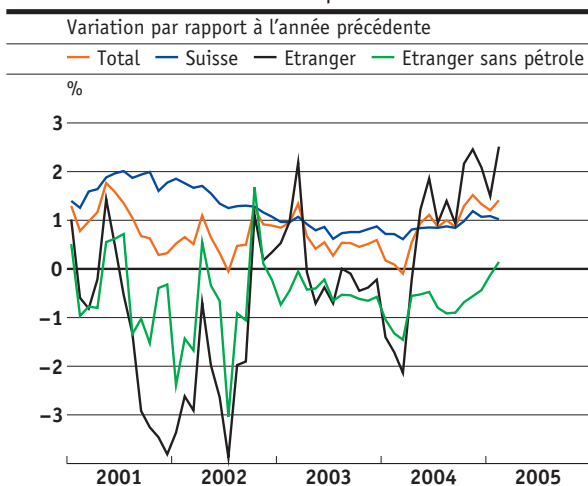
Sources: OFS et BNS

ont sensiblement diminué. L'évolution des loyers a fortement contribué au repli du renchérissement des marchandises et services d'origine suisse. Les loyers, qui font l'objet d'un relevé trimestriel, ont enregistré une hausse annuelle de 1,7% en février, après 2,1% en octobre. Dans les autres services privés, le renchérissement annuel s'est légèrement accéléré, passant de 0,9% en novembre à 1,1% en février. Des hausses de prix ont été observées principalement pour les voyages en chemins de fer (tarifs des CFF) et en avion ainsi que pour certaines prestations dans le domaine de la santé. Quant aux prix des services publics, ils ont augmenté en un an de 1,8% en février, contre 2,2% en novembre. Ce ralentissement a découlé notamment des prestations hospitalières et des taxes pour le ramassage des ordures et le traitement des eaux usées. Par contre, de sensibles hausses des prix ont été observées dans le domaine des transports publics régionaux.

Affaiblissement passager du renchérissement importé

Dans le sillage de la baisse des prix des carburants et du mazout, le renchérissement annuel des biens de consommation importés s'est replié d'un point entre novembre et janvier pour s'inscrire à 1,5%. En février, il atteignait de nouveau 2,5%. Les prix des produits pétroliers – en un an, ils se sont accrus de 15,1% – ont encore contribué pour près de la moitié au renchérissement global au niveau de la consommation. Après plus de deux années de repli, les prix des autres biens importés se sont stabilisés (+0,1%). Cela s'explique notamment par la hausse des prix des légumes, une répercussion des mauvaises récoltes en Espagne.

Graphique 2.16
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS

En revanche, les prix de l'électronique domestique ont fléchi à un rythme accru. Leur baisse en un an s'inscrit à 8% en février, contre 4,9% en novembre.

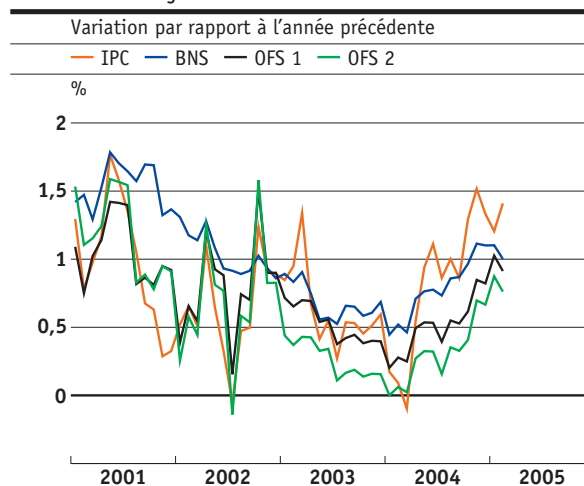
Léger repli de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi la BNS calcule une inflation sous-jacente. Elle exclut du panier-type les biens dont les prix, dans chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. L'inflation ainsi calculée a augmenté à partir de juillet 2004 pour s'établir à 1,1% en novembre, puis s'est maintenue à ce niveau jusqu'en janvier 2005. Elle était de 1% en février.

Accélération des inflations sous-jacentes calculées par l'OFS

Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. En février, l'inflation sous-jacente 1 s'établissait à 0,9%, et l'inflation sous-jacente 2, à 0,8%. Toutes deux étaient 0,1 point au-dessus de leur niveau de novembre. Leur évolution n'a donc pas concordé avec celle de l'inflation sous-jacente que calcule la BNS.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

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

Tableau 2.2

	2004	2004				2005		
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	
IPC, indice général	0,8	0,9	0,9	1,4	1,5	1,3	1,2	1,4
Marchandises et services du pays	0,9	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
Marchandises	0,5	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,3
Services	1,0	0,9	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4
Services privés, sans loyers	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
Loyers	1,2	0,9	1,4	1,9	2,1	2,1	2,1	1,7
Services publics	1,9	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,0	1,8
Marchandises et services de l'étranger	0,6	0,9	1,1	2,2	2,5	2,1	1,5	2,5
Sans produits pétroliers	-0,8	-0,5	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	0,1
Produits pétroliers	9,3	10,3	12,7	19,2	20,9	17,6	10,0	15,1

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Taux d'intérêt à court terme inchangés en Suisse

La BNS a maintenu à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois lors de son appréciation de la situation économique et monétaire de décembre 2004, après l'avoir relevée d'un quart de point en septembre. Elle a également annoncé son intention de viser la zone médiane de cette marge, soit 0,75%. Entre la mi-décembre et la mi-mars, le taux d'intérêt à trois mois est resté très proche de ce niveau. La BNS gère le Libor à trois mois indirectement, soit par la fixation des taux d'intérêt qu'elle applique à ses pensions de titres, en particulier aux pensions à une semaine. Le taux des pensions de titres à une semaine a marqué une tendance à la hausse, fluctuant entre 0,5% en décembre et 0,64% en février. Il est fixé fondamentalement en fonction des besoins de la politique monétaire, mais la situation qui règne sur le marché joue également un rôle. Dans cette phase, le marché a été plus difficilement planifiable, du fait notamment de l'adaptation de la demande de monnaie centrale après l'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2005, de la réglementation sur les réserves minimales des banques. Cette réglementation, qui a pris le relais des dispositions régissant la liquidité de caisse, devrait conduire plutôt à une diminution de la demande d'avoirs en comptes de virement. Toutes les banques n'ont cependant pas adapté immédiatement leur comportement à la nouvelle réglementation.

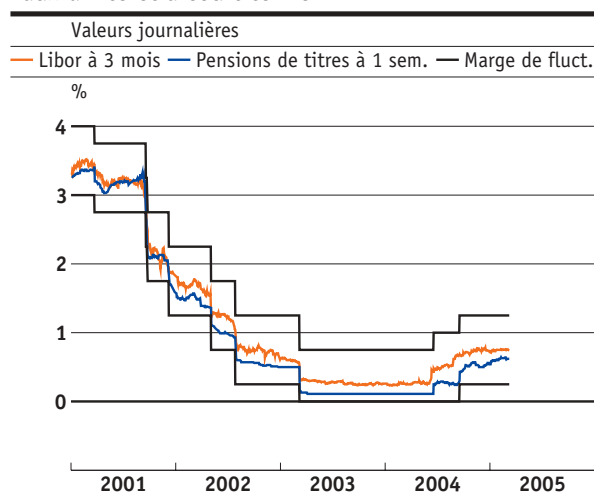
Attente d'une stabilité des taux à court terme

Le taux d'intérêt implicite à trois mois – il est déduit du marché monétaire suisse pour «futures» à exécuter trois jours avant l'appréciation de la situation économique et monétaire du 17 mars 2005 – a continué à diminuer dans la phase qui a suivi l'appréciation de la situation faite en décembre. Depuis le début de janvier, il est resté stable à 0,8% (voir graphique 3.2). On peut en tirer que les marchés ne tablaient plus, jusqu'à la mi-mars, sur un resserrement des rênes monétaires.

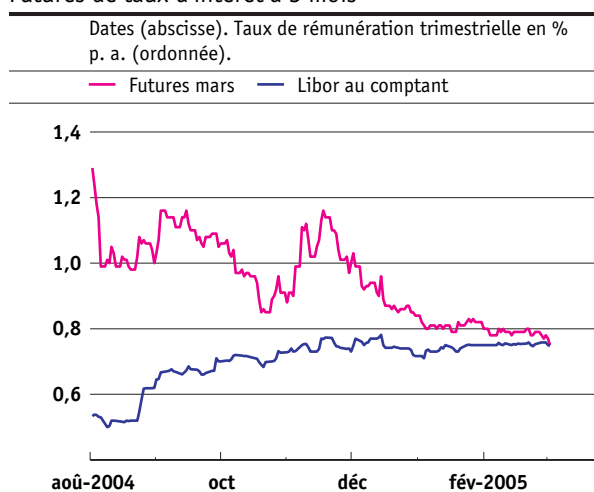
Léger repli, depuis décembre, des taux à terme

Le graphique 3.3 montre l'évolution, depuis décembre 2004, du Libor au comptant pour dépôts à

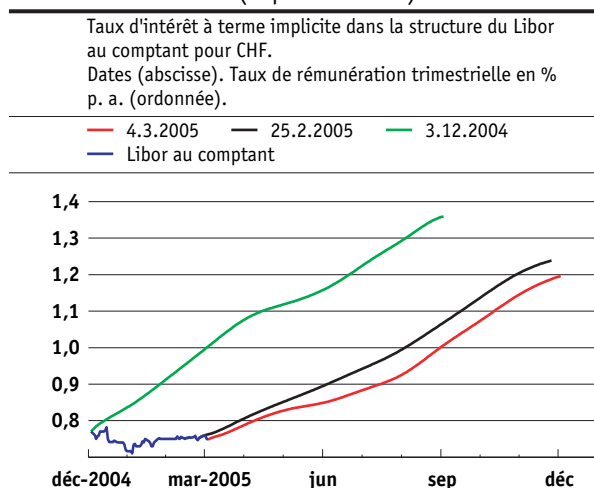
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures de taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3
Taux d'intérêt à terme (dépôts à 3 mois)



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

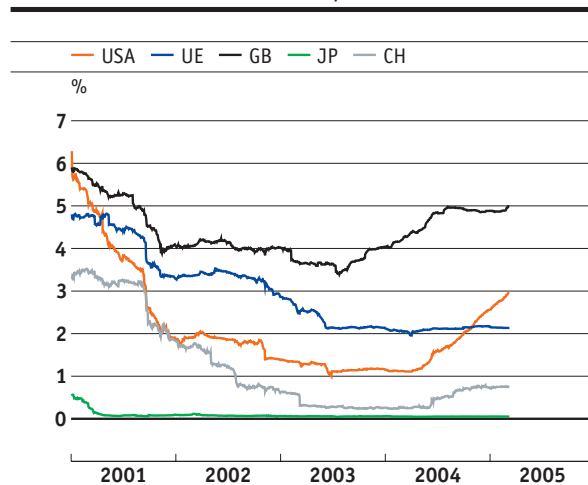
trois mois en francs et de trois taux à terme, déduits de la structure des Libor pour dépôts en francs. Un contrat à terme est une opération conclue aujourd'hui, mais exécutée à une date ultérieure. De par sa nature, il est ainsi équivalent à un «future». Contrairement à celui-ci, le contrat à terme offre aux parties contractantes une plus grande latitude dans la fixation des échéances et des montants concernés. La courbe rouge, qui repose sur la structure des Libor observés le 4 mars pour les dépôts en francs, indique le taux d'intérêt à terme des contrats à trois mois à exécuter entre le 4 mars, pour les premiers, et le 4 décembre 2005, pour les derniers. On peut en déduire par exemple qu'un emprunteur a conclu le 4 mars un contrat à terme qui lui garantit la somme convenue à un certain moment, disons le 1^{er} juillet. Le contrat serait ainsi à exécuter le 1^{er} juillet et, vu la durée de trois mois, le prêt serait à rembourser le 1^{er} octobre, avec les intérêts convenus. Le prêteur lui calculerait alors un intérêt au taux de 0,88%. Pour un contrat conclu le 4 mars 2005 et exécutable le 4 décembre (remboursement: 4 mars 2006), le taux d'intérêt serait de 1,2%. Le graphique montre également les courbes des taux à terme des 25 février 2005 et 3 décembre 2004. Ces courbes indiquent que le niveau des taux d'intérêt à terme a légèrement diminué ces trois derniers mois.

On peut déduire de la courbe du taux d'intérêt à terme que les opérateurs sur les marchés s'attendent à deux relèvements du Libor à trois mois – une hausse de 0,5 point au total – au cours de cette année. Les taux d'intérêt à terme ne donnent cependant qu'une indication, non sans réserve, des attentes du marché au sujet du Libor au comptant pour dépôts à trois mois. Etant donné que le taux à terme, du fait de la prime de risques, est en général plus élevé que le taux attendu au comptant, il est possible d'en tirer des déductions sur les anticipations du marché en matière de taux d'intérêt uniquement si la prime de risques est de zéro, ce qui ne se produit que dans des cas exceptionnels.

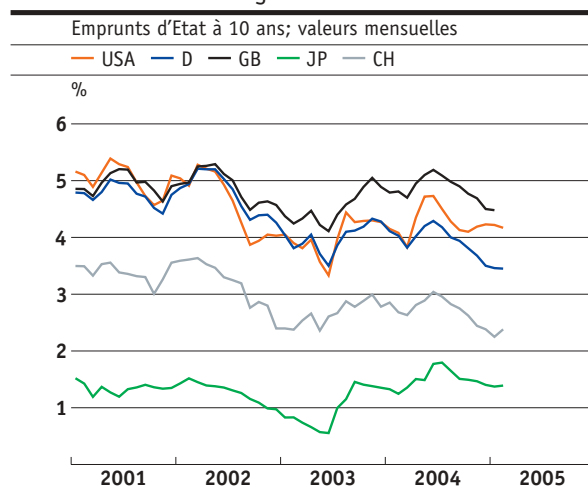
Ecart croissant entre taux d'intérêt sur les placements en dollars et en francs

Les taux directeurs aux Etats-Unis ayant été relevés de 0,5 point au total entre décembre et février, les écarts entre les taux d'intérêt sur les dépôts en dollars et en francs se sont encore creusés. Pour ce qui a trait aux dépôts à trois mois, l'écart atteignait en moyenne 210 points de base en février, contre 160 points de base en novembre. L'écart entre les rémunérations des dépôts à trois mois en euros et en francs est resté en revanche inchangé à 140 points de base (voir graphique 3.4).

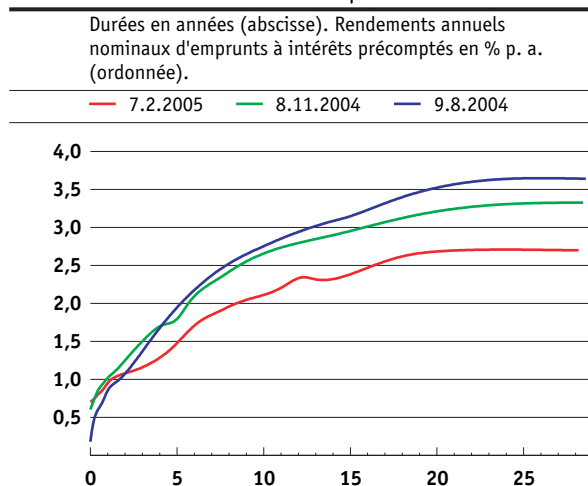
Graphique 3.4
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.5
Taux d'intérêt à l'étranger



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



Source pour graphiques 3.4, 3.5 et 3.6: BNS

Fort repli des taux d'intérêt à long terme

Les rendements des emprunts à long terme ont continué à fléchir jusqu'au début du mois de février. Leur baisse a été particulièrement marquée en Suisse et en Europe (voir graphique 3.5). Le rendement d'une obligation fédérale à dix ans s'établissait en moyenne à 2,3% en janvier, contre 2,5% en novembre. En février, il était même inférieur à son niveau – très bas – de l'été de 2003. Le rendement des titres d'Etat allemands à dix ans a lui aussi diminué, passant de 3,7% en novembre à 3,5% au début de février. Au Royaume-Uni, le rendement des titres correspondants a reculé de 20 points de base également dans la même période pour s'inscrire à 4,5%. En moyennes mensuelles, les rendements n'ont par contre guère varié au Japon et aux Etats-Unis.

En Suisse, les taux d'intérêt à très long terme (jusqu'à 25 ans) ont fléchi encore plus fortement que les taux à dix ans qui retiennent généralement l'attention. Une telle évolution est inhabituelle. En effet, les rendements des obligations à très long terme fluctuent généralement moins que ceux des titres de durées plus courtes, et les variations dans la partie à court terme de la courbe des rendements ne les affectent que partiellement. La forte baisse des rendements à très long terme s'explique par l'attente d'un ralentissement de la croissance économique et d'un repli de l'inflation, mais aussi par l'évolution de l'offre et de la demande d'obligations. Selon le calendrier des émissions de la Confédération, celle-ci lancera en 2005 des emprunts pour un montant corres-

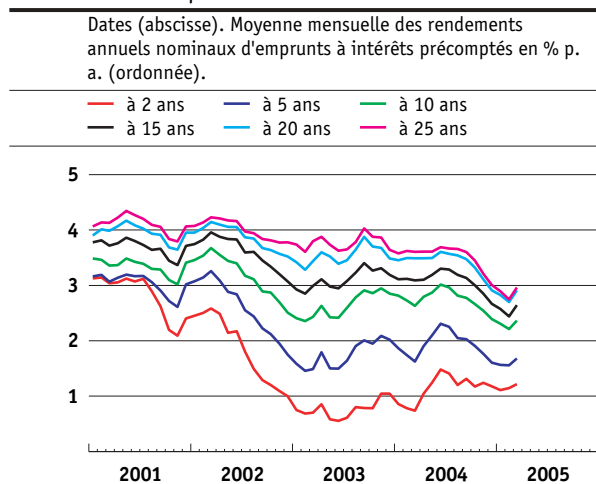
pondant approximativement à la moitié de ce qu'elle avait levé l'année précédente. D'un autre côté, la demande d'obligations fédérales semble plus forte. Son augmentation pourrait être liée notamment aux règles plus strictes que les compagnies d'assurances doivent appliquer en matière de structures du bilan («assets and liabilities management»). Les compagnies d'assurances adaptent toujours plus la durée de leurs portefeuilles d'obligations à la structure des échéances (à long terme) de leurs engagements.

A la mi-février, la tendance s'est inversée, et les rendements ont augmenté sur le plan mondial. La hausse que les prix à la production ont enregistrée aux Etats-Unis, en janvier, pourrait expliquer ce revirement. Aux Etats-Unis, les prix à la production se sont accrus de 0,3%, alors qu'ils avaient encore diminué de 0,3% en décembre. Entre début février et début mars, les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont regagné 40 points de base aux Etats-Unis et 30 points de base en Allemagne. En Suisse, la hausse du rendement d'une obligation fédérale à dix ans a été elle aussi de 30 points de base.

Léger accroissement des écarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

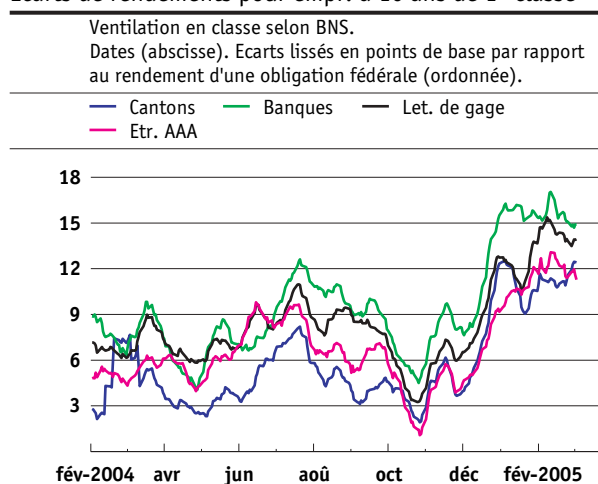
L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires de diverses qualités peut être illustrée au moyen des écarts entre les taux d'intérêt. Ces écarts – un indicateur du risque de crédit – sont mesurés par rapport au rendement d'obliga-

Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.7 et 3.8: BNS

Graphique 3.8
Ecart de rendements pour empr. à 10 ans de 1^{re} classe

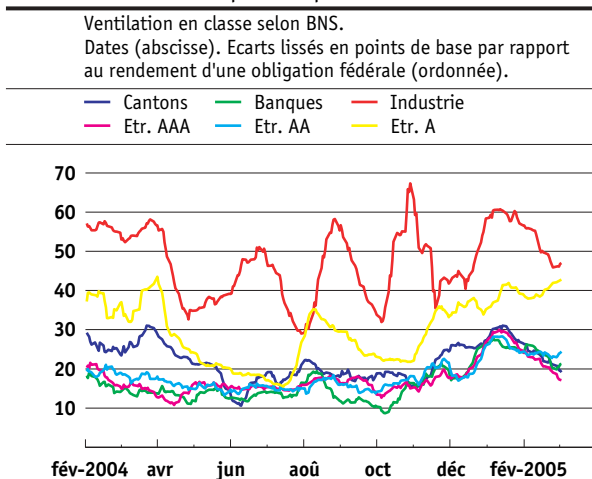


tions de la Confédération suisse (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 33). L'évolution de tels écarts, depuis février 2004, fait l'objet des graphiques 3.8 pour des emprunts à intérêts précomptés d'une durée de dix ans et 3.9 pour ceux d'une durée de cinq ans. Les emprunts des cantons, des banques, des centrales de lettres de gage, de l'industrie et de débiteurs étrangers sont pris en considération. Ceux de première classe bénéficient de la plus haute qualité et entrent dans le graphique 3.8, tandis que le graphique 3.9 présente les écarts pour des emprunts de deuxième classe.

Les deux graphiques montrent que, depuis décembre 2004, les rendements des emprunts de première et de deuxième classes ont enregistré une évolution identique. Une tendance à la hausse est observée pour toutes les catégories de débiteurs, les écarts s'étant davantage creusés, et cela n'est pas surprenant, pour les emprunts de deuxième classe. Les écarts se sont élargis en particulier pour les titres de l'industrie et de banques étrangères ayant une notation A selon Standard & Poor's.

Les écarts entre taux d'intérêt pour emprunts de deuxième classe réagissent avec un certain décalage aux variations des rendements des obligations fédérales. Cela explique le rétrécissement que ces écarts ont enregistré en février, lorsque les rendements des obligations fédérales ont augmenté. Il faut par conséquent s'attendre à ce que les écarts se creusent de nouveau avec le temps.

Graphique 3.9
Écarts de rendements pour empr. à 5 ans de 2^e classe



Source pour graphiques 3.9 et 3.10: BNS

Les écarts entre taux d'intérêt peuvent être considérés comme des indicateurs avancés de l'activité économique. En règle générale, un accroissement des écarts signifie que la conjoncture a tendance à ralentir. Inversement, leur diminution annonce une accélération de la conjoncture. L'élargissement des écarts dans la période récente est conforme au ralentissement de la conjoncture qui est attendu pour ces prochains mois. Les écarts sont néanmoins toujours faibles, ce qui laisse entendre que la reprise de la conjoncture devrait en principe continuer.

Taux d'intérêt réels à court terme négatifs

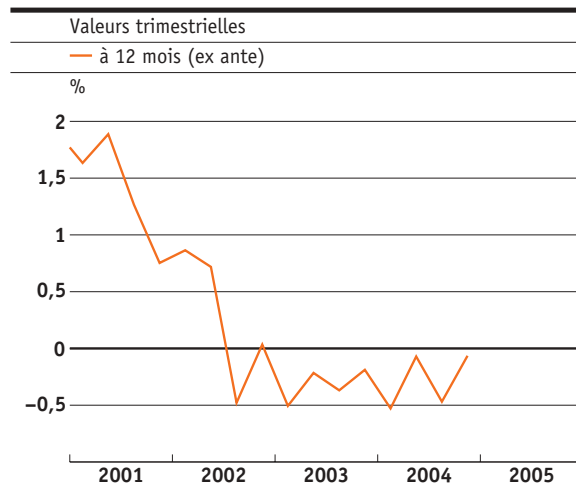
Le graphique 3.10 montre l'évolution du taux d'intérêt à douze mois, en termes réels. Ce taux réel est obtenu en déduisant la hausse attendue des prix à la consommation au cours des dix prochains mois du taux nominal sur les fonds à un an. Les anticipations d'inflation correspondent à la moyenne des attentes de divers prévisionnistes (prévisions consensuelles, janvier 2005)¹.

En termes réels, le taux d'intérêt des fonds à douze mois est resté négatif, bien que le Libor à trois mois ait été relevé en deux étapes en 2004. Les taux réels à court terme sont négatifs depuis deux ans et demi. Il s'agit de la plus longue phase de taux négatifs que la Suisse ait connue², mais les taux réels n'ont pas atteint leur niveau le plus bas, qui avait été observé au début des années quatre-vingt.

1 Voir tableau 1.1, note 3.

2 Depuis 1979, soit depuis le début de la période d'observation.

Graphique 3.10
Taux d'intérêt réels estimés



3.2 Cours de change

Affaiblissement du franc

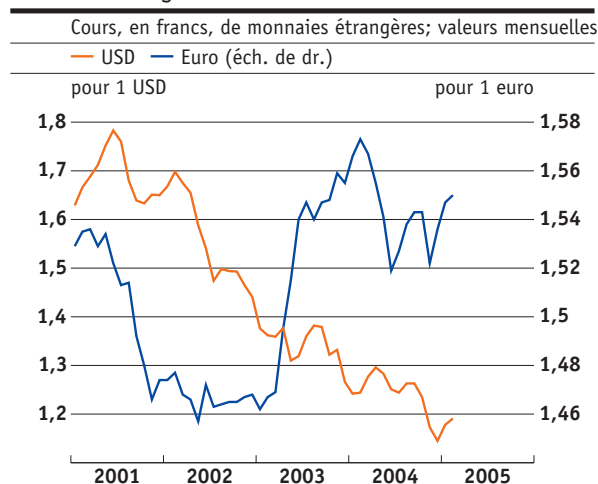
Après une forte baisse durant les mois d'octobre et de novembre 2004, le dollar s'est stabilisé à environ 1,14 franc en décembre. Il était ainsi très proche du niveau record, soit 1,12 franc, qu'il avait atteint le 19 avril 1995. Le dollar s'est cependant redressé rapidement dans les premières semaines de 2005. Il valait 1,22 franc début février, mais a de nouveau faibli, passant à 1,16 franc vers fin février. Le déficit record de la balance commerciale des Etats-Unis (5,3% du PIB) et la crainte de voir des banques centrales asiatiques remanier leurs réserves monétaires au détriment du dollar ont pesé sur la monnaie américaine. L'euro s'est légèrement revalorisé face au franc. Il s'échangeait à 1,54 franc à fin février, contre 1,52 début décembre.

D'un mois à l'autre, le franc s'est apprécié en données réelles et pondérées par les exportations vers les 24 partenaires commerciaux, tant en octobre qu'en novembre, puis a faibli pour retrouver, en février, son niveau d'octobre. En janvier, la valeur extérieure du franc correspondait, en données réelles et pondérées par les exportations, à sa moyenne des trois dernières années.

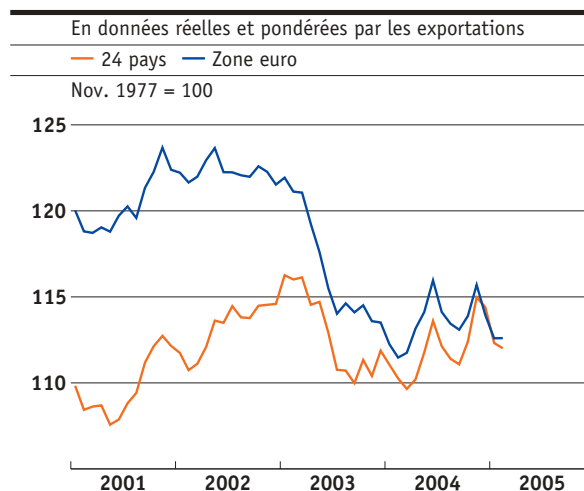
Conditions monétaires expansionnistes

L'indice des conditions monétaires (ICM) est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse a été soumise, sur le plan monétaire, ces derniers mois. Il groupe deux facteurs – plus concrètement, le Libor à trois mois et l'indice nominal du cours du franc pondéré par les exportations – en un seul indicateur, avec des pondérations de 5 pour 1 et de 3 pour 1 (voir encadré «Indice des conditions monétaires (ICM)», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27). Un repli de l'ICM indique que la politique monétaire a pris un caractère plus expansionniste. L'affaiblissement du franc depuis le début de l'année a engendré une baisse de l'ICM de 40 points de base (avec une pondération de 5 pour 1) ou de 80 points de base (avec une pondération de 3 pour 1) entre l'appréciation de la situation faite en décembre 2004 et le début de février. Une telle évolution signifie un net assouplissement des conditions monétaires. En février, le franc s'est raffermi, d'où une hausse de l'ICM. Début mars, l'ICM était inférieur de 20 points de base ou de 40 points de base à ses niveaux de décembre.

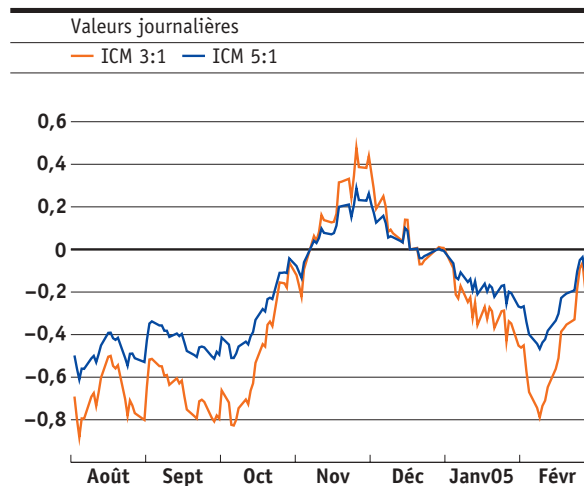
Graphique 3.11
Cours de change



Graphique 3.12
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.13
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.11, 3.12 et 3.13: BNS

3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

Hausse des indices des actions

La tendance positive qui a caractérisé les marchés des actions sur le plan mondial et la publication de bons résultats trimestriels ont stimulé le marché suisse des actions, qui a sensiblement augmenté depuis novembre. Entre décembre et février, la plus forte hausse (22%) a été enregistrée par les valeurs entrant dans les «Basic resources» (acier, bois, métaux). Celles de la construction, qui ont progressé d'environ 14%, viennent au deuxième rang. Le Swiss Performance Index (SPI), qui groupe toutes les actions suisses cotées à la bourse suisse, atteignait plus de 4500 points début mars, contre 4100 points début décembre. Le Swiss Market Index (SMI) – les principales valeurs suisses – dépassait la barre des 6000 points début mars. Un tel niveau n'avait plus été observé depuis juillet 2002. Ainsi, le SMI était supérieur de 60% à son niveau de mars 2003 (le plus bas), mais toujours inférieur de 40% à celui d'août 2000 (le plus élevé). L'évolution des marchés des actions laisse entendre que la conjoncture est robuste sur le plan mondial.

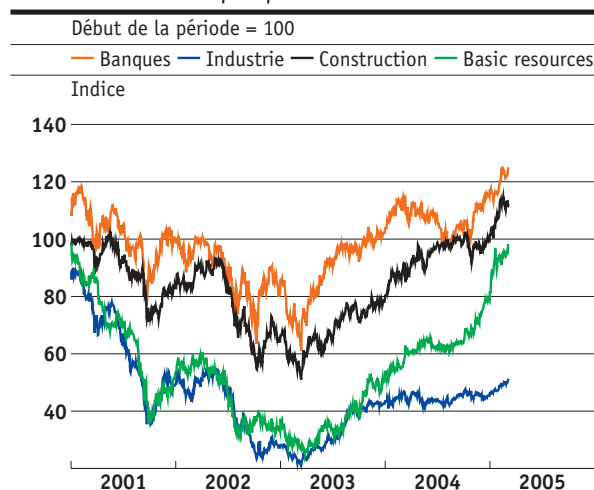
Accélération de la hausse des loyers des appartements, mais baisse des loyers des bureaux

Selon les indices calculés par Wüest & Partner, la hausse des loyers des appartements s'est accélérée au quatrième trimestre, alors que les loyers des bureaux ont continué leur mouvement de repli. Les

loyers des appartements se sont accrus de 5% en taux annualisé. L'indice, plus volatil, des loyers des bureaux a par contre fléchi de 10,7% en taux annualisé, après avoir légèrement augmenté au troisième trimestre de 2004. Ainsi, la tendance à la baisse qui caractérise les loyers des bureaux depuis trois ans semble se poursuivre. Pour sa part, l'indice des prix – il est constitué pour une moitié de prix d'appartements en propriété par étage et, pour l'autre, de prix de maisons familiales – a augmenté d'un peu plus de 2% entre le quatrième trimestre de 2003 et la période correspondante de 2004. Les prix des appartements en propriété par étage ont progressé davantage que ceux des maisons familiales; un tel écart est observé depuis un certain temps déjà. En un an, les appartements ont renchéri de 3,4%, et les maisons, de 1,1%.

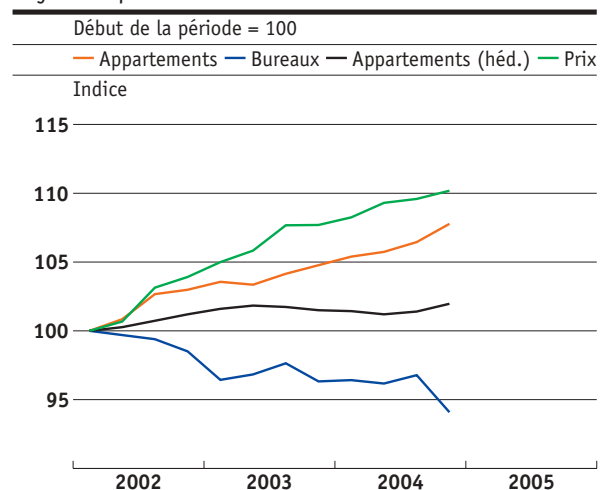
Le graphique 3.15 présente non seulement les indices commentés ci-dessus, mais aussi un indice hédoniste qui est établi par le portail de l'immobilier «Homegate» en collaboration avec la Banque Cantonale de Zurich. Cet indice reflète l'évolution des loyers après correction des influences dues à des facteurs qualitatifs. Il est resté presque inchangé, alors que l'indice calculé par Wüest & Partner a légèrement augmenté. On peut en déduire que la hausse des loyers a été nettement plus modérée si l'on tient compte des améliorations qualitatives dont ont bénéficié les logements. Depuis l'automne de 2004, l'évolution mensuelle montre cependant une tendance à la hausse pour la plupart des indices partiels que calcule «Homegate». En dépit des hausses qui caractérisent quelques segments du marché de l'immobilier, l'évolution reste dans l'ensemble ordonnée.

Graphique 3.14
SPI - Evolution de quelques branches



Source: Swiss Exchange (SWX)

Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier



Sources: Wüest & Partner et homegate.ch

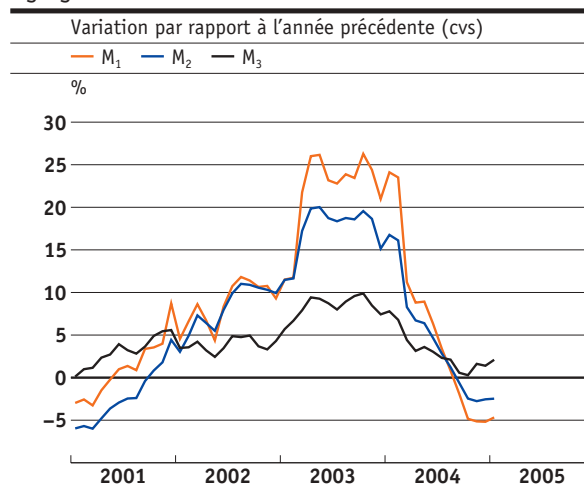
3.4 Agrégats monétaires

Nouvelle diminution des liquidités excédentaires

Le sensible repli que les liquidités avaient enregistré au quatrième trimestre de 2004 a continué en 2005. En comparaison annuelle, l'agrégat M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) a fléchi de 4,7% en janvier et de 5,4% en février. M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) a diminué de 2,5% en janvier et de 3,1% en février. Quant à M_3 (M_2 et dépôts à terme), il a encore progressé, mais très légèrement, soit de 2,2% en janvier et de 1,6% en février. Les replis de M_1 et de M_2 interviennent, il faut le rappeler, après les taux de croissance très élevés de l'année 2003. Ils signifient que les agrégats monétaires se sont rapprochés de leur tendance à long terme.

Dans l'évolution des agrégats monétaires au cours des deux dernières années, des transferts entre dépôts à vue et dépôts à terme ont joué un rôle dominant. Contrairement à M_1 et à M_2 , l'agrégat M_3 n'a pas été affecté par ces transferts, étant donné que les dépôts à vue comme les dépôts à terme entrent dans sa définition. Le recul de 10,1% que les dépôts à vue ont enregistré en février, en comparaison annuelle, a contribué de manière décisive à la diminution tant de M_1 que de M_2 . En revanche, la croissance de M_3 est due à une expansion des dépôts à terme (+44,1% en février).

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



Source: BNS

Grâce à la faible progression des agrégats monétaires ces derniers mois, l'excédent de monnaie («ECM-money gap») a pu être résorbé (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation»). Selon cet indicateur, le potentiel inflationniste à moyen terme a faibli.

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2003	2004	2003	2004					2005	
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	Janvier	Février
Monnaie centrale²	40,4	41,7	41,5	42,2	41,7	41,1	41,8	43,4	42,9	41,8
<i>Variation³</i>	5,3	3,2	7,4	7,7	4,5	0,2	0,7	0,1	-0,4	-0,6
$M_1$²	273,5	287,9	293,1	297,2	295,0	281,2	278,1	275,3	283,2	283,8
<i>Variation³</i>	21,9	5,2	23,7	19,3	8,0	0,8	-5,1	-5,2	-4,7	-5,4
$M_2$²	475,1	495,4	498,1	505,2	503,3	488,1	485,0	483,4	492,1	492,8
<i>Variation³</i>	17,4	4,3	17,7	13,6	6,0	1,2	-2,6	-2,6	-2,5	-3,1
$M_3$²	544,9	561,5	556,9	563,5	562,9	556,6	562,9	565,0	576,1	574,7
<i>Variation³</i>	8,3	3,0	8,6	6,3	3,2	1,7	1,1	1,4	2,2	1,6

1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

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

Source: BNS

Encadré: Croissance des agrégats monétaires et inflation

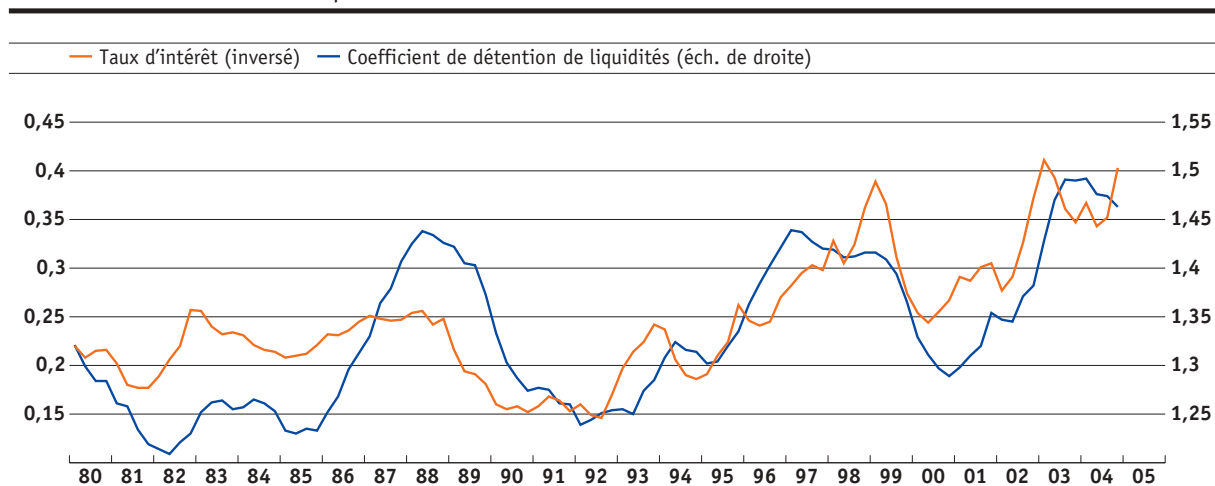
Sous l'angle de la demande, la croissance des agrégats monétaires est à mettre en relation avec le volume des transactions au sein de l'économie. Cette relation peut être représentée à l'aide du coefficient de détention de liquidités, soit du rapport entre la masse monétaire et le PIB nominal, lequel sert d'indicateur du volume des transactions. Dans le commentaire ci-dessous, les opérations fiduciaires d'origine suisse – un étroit substitut de la détention de monnaie – ont été ajoutées à la masse monétaire M_3 . La détention de M_3 engendrant des coûts d'opportunité (les intérêts qui auraient pu être tirés de placements), le coefficient de détention de liquidités devrait varier inversement à l'évolution des taux d'intérêt à long terme. Le graphique 3.17 montre l'évolution du coefficient de détention de liquidités et des taux d'intérêt à long terme (inversés). Une relation étroite entre ces deux variables est visible en particulier depuis le début des années nonante. La baisse des taux d'intérêt (elle se traduit, dans le graphique, par une hausse du taux inversé) a engendré un fort accroissement, depuis 2000, du coefficient de détention de liquidités. Les taux d'intérêt à long terme étant toujours bas (voir chapitre 3.1), aucune diminution notable du coefficient de détention de liquidités n'a été observée jusque-là.

Une croissance excessive des agrégats monétaires comporte le risque d'une accélération de l'inflation dans une phase ultérieure. La masse monétaire

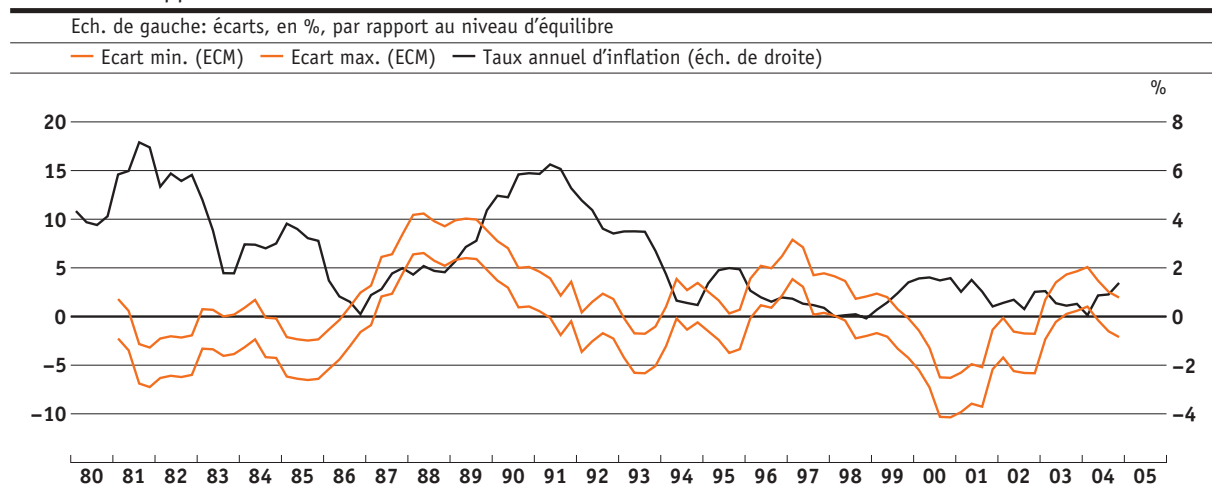
de d'équilibre – un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en monnaie – dépend du volume des transactions d'une économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si la masse monétaire observée est supérieure (inférieure) à son niveau d'équilibre, l'approvisionnement en monnaie est excédentaire (déficient); en jargon, on parle d'un excédent ECM (déficit ECM). Les modèles à correction d'équilibre («equilibrium correction models» ou ECM) sont souvent utilisés pour l'analyse des évolutions économiques à l'aide d'écarts par rapport à un niveau d'équilibre.

Le graphique 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, deux courbes ont été établies. L'une donne l'écart maximal («ECM-money gap max.»), et l'autre, l'écart minimal («ECM-money gap min.»). Des écarts par rapport à la masse monétaire d'équilibre sont significatifs lorsque les courbes évoluent toutes deux au-dessus ou au-dessous de la ligne zéro. Une corrélation étroite existe entre l'écart de M_3 par rapport à son niveau d'équilibre – le «ECM-money gap» – et l'évolution future de l'inflation. Le «ECM-money gap» est un indicateur de l'inflation future, soit de l'inflation qui sera observée dans un délai de six mois à un an et demi. En plus du «ECM-money gap», la BNS recourt à d'autres indicateurs de l'excédent de monnaie pour ses prévisions d'inflation à plus long terme.

Graphique 3.17
Coefficient de détention de liquidités



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



Source pour graphiques 3.17 et 3.18: BNS

3.5 Crédits

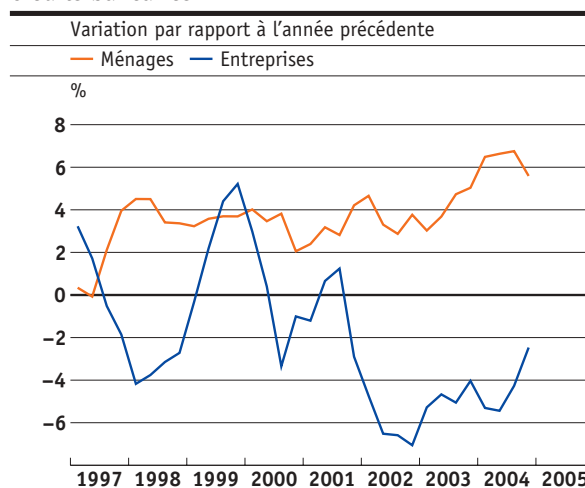
Crédits toujours en progression

Les crédits bancaires ont continué à progresser. Au quatrième trimestre, ils dépassaient de 3,6% le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux ménages, soit les deux tiers environ du total des crédits bancaires, sont à l'origine de la progression. Par rapport au quatrième trimestre de 2003, ils se sont accrus de 5,6%, alors que les crédits aux entreprises ont diminué de 2,5%.

Les mêmes tendances opposées peuvent être observées si l'on ventile l'ensemble des crédits en prêts hypothécaires et en autres crédits. Les prêts hypothécaires, qui sont accordés principalement aux ménages, ont augmenté de 5,2% entre le quatrième trimestre de 2003 et la période correspondante de 2004. Les autres crédits, avant tout des prêts aux entreprises, ont par contre reculé de 2,6%. En moyenne annuelle, les autres crédits se sont repliés de 3,1%, alors qu'ils avaient encore fléchi de 8,7% l'année précédente.

On peut également noter que la diminution des autres crédits est due aux crédits non gagés. En effet, la partie non gagée a reculé de 6,8% entre le quatrième trimestre de 2003 et la période correspondante de 2004, alors que la partie gagée a augmenté de 4%. A fin décembre 2004, les crédits gagés dépassaient de 7% le niveau observé un an auparavant. Dans le même laps de temps, les crédits non gagés ont fléchi de 9%. En 2004, les autres crédits n'ont dans l'ensemble pas diminué autant que l'année précédente. Le ralentissement de leur repli s'explique par la reprise des crédits gagés. En moyenne annuelle, ceux-ci ont en effet progressé de 3,2% en 2004, après avoir reculé de 10,7% l'année précédente.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

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

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

4 La prévision d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prévision d'inflation constitue un des trois éléments sur lesquels repose la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et l'objectif opérationnel (voir encadré «La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire», Bulletin trimestriel 4/2004, p. 35).

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Léger retard dans la reprise de la conjoncture en Europe

La prévision d'inflation de la BNS s'inscrit dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Le scénario adopté pour ce qui a trait à l'économie mondiale correspond à l'évolution que la BNS juge la plus probable au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de mars 2005 et de décembre 2004.

D'une prévision à l'autre, trois hypothèses surtout ont été adaptées: le niveau à long terme du prix du pétrole, les perspectives conjoncturelles à court terme pour l'UE et la relation de change entre le dollar et l'euro.

Au quatrième trimestre de 2004, le baril de pétrole valait en moyenne 44,4 dollars, soit un prix un peu inférieur à celui qui avait été retenu pour la prévision d'inflation de décembre (47,5 dollars). Pour la prévision de mars, on a retenu un prix du pétrole qui, jusqu'au début de 2007, ne descendra pas au-dessous de 40 dollars le baril (prévision de décembre: 30 dollars).

Dans l'UE, la reprise de la conjoncture semble prendre un léger retard. On a par conséquent admis que la Banque centrale européenne attendra jusque vers la fin de 2005 avant de durcir sa politique monétaire, alors qu'un tel durcissement devait intervenir un trimestre plus tôt dans la prévision de décembre.

Enfin, un cours de l'euro de 1,3 dollar a été retenu comme hypothèse technique (1,28 dollar en décembre). Pour 2005, la croissance de l'économie américaine a été maintenue presque inchangée en termes réels.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2005	2006	2007
Prévision de mars 2005			
PIB USA ¹	3,4	3,4	3,4
PIB UE (15) ¹	1,9	2,3	2,1
Cours de l'euro en dollars ²	1,3	1,3	1,3
Prix du baril de pétrole en dollars ²	44,9	41,9	40,2
Prévision de décembre 2004			
PIB USA ¹	3,5	3,5	3,3
PIB UE (15) ¹	2,0	2,2	2,1
Cours de l'euro en dollars ²	1,3	1,3	1,3
Prix du baril de pétrole en dollars ²	42,0	34,0	30,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

4.2 Prédiction d'inflation pour la période allant du 1^{er} trimestre de 2005 au 4^e trimestre de 2007

La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de mars 2005 ainsi que de décembre et de septembre 2004 font l'objet du graphique 4.1. La prédiction de mars porte sur une période allant du premier trimestre de 2005 au quatrième trimestre de 2007. Elle repose sur un Libor à trois mois de 0,75%, soit la zone médiane de la marge de fluctuation de 0,25%-1,25% que la Banque nationale a reconduite le 17 mars 2005.

Comme le montre le graphique 4.1, la nouvelle courbe d'inflation est inférieure à celle de décembre, mais aussi, à partir du dernier trimestre de 2005, à celle de septembre. Au cours de l'année 2005, le renchérissement se replie, passant au-dessous de 1%. La BNS table sur des tensions inflationnistes restant faibles, du côté des marchandises d'origine suisse, étant donné les nombreuses capacités de production encore inutilisées. L'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée au quatrième trimestre de 2004 dans l'industrie conforte cette opinion. En effet, les entreprises axées sur le marché intérieur s'attendent, en grande majorité, à des prix de vente stables ou en diminution. Dans les biens d'usage quotidien, les pressions à la baisse sur les prix devraient continuer du fait de la concurrence très vive dans le commerce de détail. En outre, la BNS estime que la hausse des prix du côté des services sera, un temps encore, supérieure à la

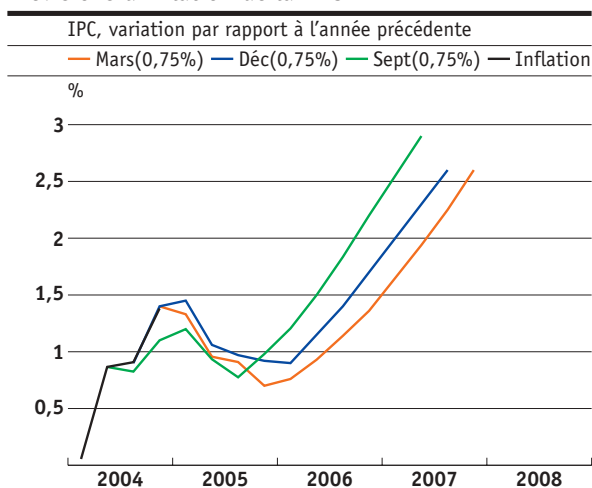
moyenne, mais qu'il ne faut pas s'attendre à des tensions inflationnistes plus fortes venant en particulier des loyers des appartements et des services du secteur public. De plus, le renchérissement devrait faiblir du côté également des marchandises d'origine étrangère. Telle qu'elle est prévue, l'inflation diminue, passant de 1,3% au premier trimestre de 2005 à 0,7% au quatrième trimestre de la même année. Le taux annuel moyen d'inflation devrait s'inscrire à 1% en 2005.

A moyen terme, soit à un horizon d'un à deux ans, l'évolution de l'inflation dépend de manière décisive des perspectives économiques. Le nouveau retard avec lequel la croissance devrait s'accélérer en Europe aura des répercussions sur la conjoncture en Suisse. Attendu que le PIB réel augmentera un peu moins que ce qui était escompté en décembre, le taux d'utilisation des capacités de production de l'économie progressera lui aussi plus lentement. Par conséquent, les tensions inflationnistes avec lesquelles il faudra compter à moyen terme seront sans doute un peu plus faibles que celles qui étaient encore prévues en décembre. En moyenne de l'année 2006, l'inflation qui ressort de la prédiction de mars – faite avec un Libor à trois mois maintenu à 0,75% – devrait être de 1% (1,3% selon la prédiction de décembre).

A plus long terme, des facteurs monétaires jouent un rôle déterminant dans l'évolution des prix. Les prévisions à long terme sont grevées de lourdes incertitudes. L'expérience montre cependant qu'une forte dotation en liquidités fait peser un danger sur la stabilité des prix. Des liquidités abondantes permettent, dans une phase de reprise économique, de réaliser un nombre plus élevé de transactions, mais aussi de majorer les prix. Ces deux dernières années, les liquidités se sont fortement accrues en Suisse. Elles ont toutefois diminué quelque peu dans la période récente, de sorte que le risque d'inflation découlant, à un horizon d'environ trois ans, du côté monétaire a faibli. Cela explique pourquoi la courbe de la prédiction d'inflation de mars est, dans son dernier tronçon, inférieure à celle des prévisions de décembre et de septembre, bien que les trois prévisions aient été faites sur la base du même Libor à trois mois.

Selon la prédiction d'inflation de mars, la stabilité des prix ne serait plus assurée à partir du milieu de 2007. La prédiction, il convient de le souligner, a été faite avec un Libor à trois mois inchangé à 0,75% ces trois prochaines années. On peut donc déduire de la dernière prédiction que le niveau actuel des taux d'intérêt n'est pas durable et que la Banque nationale devra relever les taux d'intérêt lorsque l'écart de production se comblera.

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 mars 2005.

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de décembre 2004 à février 2005, sont résumés ci-après.

Résumé

Entre décembre 2004 et février 2005, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens avec des responsables de près de 140 entreprises des principaux secteurs économiques. Il en ressort une impression générale favorable. Les bons, voire très bons résultats enregistrés par les entreprises en 2004 ont contribué à cette appréciation optimiste. Bien que la marche des affaires ait perdu de son dynamisme, les interlocuteurs de l'industrie d'exportation se sont déclarés satisfaits, dans l'ensemble, de leur carnets et de leurs entrées de commandes.

Comme précédemment, les entreprises à vocation exportatrice ont porté un jugement plus positif sur la marche des affaires que les entreprises axées sur le marché intérieur. Ces dernières n'ont toujours pas ressenti d'amélioration notable de l'activité économique. La faiblesse du dollar des Etats-Unis a cependant suscité une inquiétude croissante dans les entreprises axées sur les exportations. La consommation morose, la propension à investir qui ne s'améliore que lentement et une construction soutenue uniquement par le secteur du logement constituent les principaux points faibles de la conjoncture en Suisse.

Les investisseurs ont continué à faire preuve de retenue au cours de la période examinée. Seul un petit nombre d'interlocuteurs ont prévu d'étendre substantiellement leurs capacités de production; dans certains cas, l'extension se fera à l'étranger (Asie). Si plusieurs entreprises envisageaient d'accroître leur personnel dans le courant de l'année, d'autres entreprises ont encore annoncé des suppressions d'emplois.

La majorité des interlocuteurs se sont montrés optimistes en ce qui concerne les perspectives pour 2005. Néanmoins, ils s'attendent à une croissance des chiffres d'affaires plus faible qu'en 2004, ce qu'ils avaient déjà laissé entendre en automne dernier.

1 Production

Industrie

Les entreprises essentiellement axées sur les exportations ont, pour la plupart, commencé l'année avec un portefeuille de commandes bien garni et un flux d'entrées de commandes satisfaisant. La demande d'Asie et des Etats-Unis est restée vigoureuse. Toutefois, étant donné la faiblesse du dollar, les entreprises ont souvent dû consentir à de douloureux rabais sur les prix, et elles ont parfois même perdu des commandes au profit de concurrents de la zone dollar. La demande d'Europe était toujours qualifiée de modérée, mais l'environnement commercial en Allemagne était perçu comme un peu plus favorable qu'en automne 2004.

La reprise des exportations a été perceptible dans presque toutes les branches. L'industrie horlogère, mais aussi l'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que les entreprises du domaine médical ont connu une évolution particulièrement favorable. La marche des affaires a également été très bonne dans les différents domaines de la construction de machines et dans la métallurgie. Les interlocuteurs escomptaient certes une croissance moins forte des chiffres d'affaires pour l'année en cours, mais non pas un effondrement de ceux-ci. Seuls les fabricants de semi-conducteurs semblaient s'attendre à un net recul de la demande.

Services

Les interlocuteurs du commerce de détail ont estimé, en majorité, que la marche des affaires était médiocre. Les ventes durant la période de Noël n'ont en général pas correspondu aux attentes, s'inscrivant à peine à leur niveau de 2004. Les domaines de l'électronique de divertissement et de l'électronique domestique ont suivi une évolution relativement favorable. Par contre, la morosité a marqué notamment le textile. Les consommateurs sont restés sélectifs et attentifs aux prix. Pour les interlocuteurs de la Banque nationale, la retenue manifestée par les consommateurs découlait principalement de la situation du marché du travail toujours aussi morose, de l'incertitude quant à la prévoyance-vieillesse et des coûts de la santé croissants – des influences qui ne devraient guère s'améliorer à court terme.

Dans le tourisme, les interlocuteurs se sont montrés un peu plus confiants. Les stations de sports d'hiver ont enregistré un excellent taux de réservations, grâce aux bonnes conditions d'enneigement pendant les mois de janvier et de février. La restaura-

tion et l'hébergement ont généralement bénéficié du fait que les particuliers et les entreprises ont dépensé un peu plus que précédemment.

Il semble maintenant que la reprise de la conjoncture ne soit plus limitée aux transports et à la logistique, mais qu'elle ait aussi touché d'autres domaines des services aux entreprises, en particulier la publicité, le conseil et les prestations TI. Cependant, l'informatique notamment pâtissait toujours du fait que ses marges subissaient de fortes pressions, que les prix du matériel étaient en nette baisse et que, dans l'ensemble, les clients faisaient encore preuve de retenue en matière d'investissements.

Les entretiens menés avec des banques ont permis de conclure que la situation n'avait pas changé. Les affaires se sont révélées médiocres du côté des crédits aux entreprises, mais en forte progression dans les prêts hypothécaires. Les différents établissements se disputent âprement les bons risques, de sorte que, dans ce domaine, ils sont disposés à faire de larges concessions aux clients. Quelques interlocuteurs ont émis des doutes quant à la prise en compte adéquate, par les banques et les clients, des risques de modification des taux d'intérêt. La gestion de fortune, un domaine où les marges régressent, faisait toujours l'objet d'une forte concurrence.

Construction

Les secteurs du logement et de la rénovation ont continué à jouer un rôle moteur dans la construction. Alors que la forte demande de logements s'était concentrée essentiellement sur les agglomérations urbaines, il semble que, depuis peu, les régions périphériques profitent également d'une demande accrue dans ce domaine. Etant donné le nombre élevé d'espaces inoccupés, aucun signe de reprise générale n'était perceptible du côté de la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services; quelques signaux positifs ont cependant émané de l'hôtellerie. Le manque d'impulsions provenant du génie civil a été source d'inquiétude.

2 Marché du travail

La plupart des interlocuteurs n'envisageaient aucune modification de l'effectif de leur personnel; en 2004, ils l'avaient relevé en partie légèrement. Néanmoins, plusieurs entreprises exportatrices prospères ont annoncé que des emplois seraient créés cette année également. Par contre, d'autres entreprises avaient encore l'intention de supprimer des emplois dans le cadre de mesures de rationalisation ou prévoyaient de créer des postes à l'étranger. Des interlocuteurs ont signalé qu'il était parfois difficile de recruter de la main-d'œuvre qualifiée.

3 Prix et marges

Nombre d'entreprises étaient exposées à une âpre concurrence sur les prix, de sorte que leurs marges ont été soumises à de fortes pressions. Pour répercuter la hausse des coûts, plusieurs interlocuteurs ont fait part de leur intention de relever les prix cette année; ils avaient déjà exprimé une telle intention l'automne dernier. Ce n'est que dans des cas exceptionnels qu'une vigoureuse demande permet de procéder à des relèvements de prix. Nombre d'entreprises exportatrices ont fait part de leur inquiétude face à la faiblesse du dollar. En revanche, les relations de change entre le franc et l'euro n'ont pas fait l'objet de plaintes. L'évolution des salaires attendue en 2005 semblait elle aussi donner satisfaction aux interlocuteurs.

Développements récents dans le secteur des fonds d'arbitrage

Philipp M. Hildebrand, membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse, Zurich

1 Introduction¹

La croissance rapide du secteur des fonds d'arbitrage (*hedge funds*) a déclenché une série de discussions au sujet de la politique et de la réglementation qui s'y appliquent. Les banques centrales s'intéressent à leur activité dans la mesure où celle-ci renforce ou réduit la stabilité du système financier. Ces derniers temps, les représentants de banques centrales ont analysé à plusieurs reprises l'évolution des fonds d'arbitrage et de leur effet sur le système financier. Ce document a été élaboré à l'occasion de ces discussions.

La présente étude examine les évolutions les plus importantes du secteur des fonds d'arbitrage depuis la fin des années nonante. Tout d'abord, elle analyse l'évolution des actifs sous gestion et les principales stratégies d'allocation du capital investi. Ensuite, elle examine dans quelle mesure les activités des fonds d'arbitrage engendrent une volatilité excessive du marché. Troisièmement, elle s'interroge sur les risques systémiques potentiels attribués à l'effet de levier parfois considérable de certains fonds. Finalement, elle évoque le débat relatif à la réglementation des fonds d'arbitrage.

1 Je remercie Vincent Crettol et Antoine Veyrassat (Banque nationale suisse) de leur assistance dans la recherche et Chris Aylmer (Banque des règlements internationaux) de ses commentaires. J'exprime également ma gratitude pour leurs commentaires aux collaborateurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, de la Banque centrale européenne, de la Banque du Japon et de la Nederlandsche Bank.

2 Définition

Les définitions relatives aux fonds d'arbitrage et à leur secteur peuvent prêter à confusion. A maints égards, le mot «hedge» (couverture) n'apporte guère de précision sur l'état actuel de cette branche.² Il peut même semer la confusion. Dans leur essence, les fonds d'arbitrage sont des véhicules de placement privé avec effet de levier potentiel, qui suivent sans grande contrainte de nombreuses stratégies d'investissement afin de réaliser un taux de rendement absolu élevé (alpha).

Les gérants de fonds d'arbitrage placent généralement une partie de leur patrimoine – souvent sous la forme d'une rémunération différée – dans leurs propres fonds, afin d'adapter leurs intérêts à ceux des investisseurs externes. La plupart des fonds d'arbitrage exigent un investissement minimum de USD 500 000. Dans nombre de cas, le montant est beaucoup plus élevé. La plupart des fonds ont une structure de commission duale. L'investisseur paie une commission annuelle de gestion qui va de 1 à 5%. De surcroît, les fonds d'arbitrage prélèvent généralement une commission de participation au bénéfice, souvent au-dessus d'un seuil prédéterminé comme le taux des bons du Trésor américain. Dans l'ensemble du secteur, cette dernière commission varie entre 20 et 50%. D'autres gérants imputent au fonds toutes les dépenses de gestion. Un nombre croissant de fonds impose à ses clients des périodes de blocage de rachat (*lock-in*) allant de un à trois ans. Durant ces périodes, l'argent placé et, dans de nombreux cas, le bénéfice ne peuvent pas être retirés. Du point de vue de l'investisseur, la liquidité est aussi limitée par le fait que, même en l'absence ou au-delà des périodes de blocage, le calendrier de remboursement est tel qu'il faut de trois à six mois pour exécuter les ordres de retrait.

2 La création du premier fonds d'arbitrage, en 1949, est attribuée à Alfred Winslow Jones. Sa stratégie consistait à combiner des positions longues en actions sous-évaluées avec des positions courtes en actions surévaluées, afin de minimiser les effets de l'ensemble des fluctuations boursières. Pour améliorer le rendement de son portefeuille, il recourait à un effet de levier en utilisant des fonds de tiers. Voir *L'habitant* (2002).

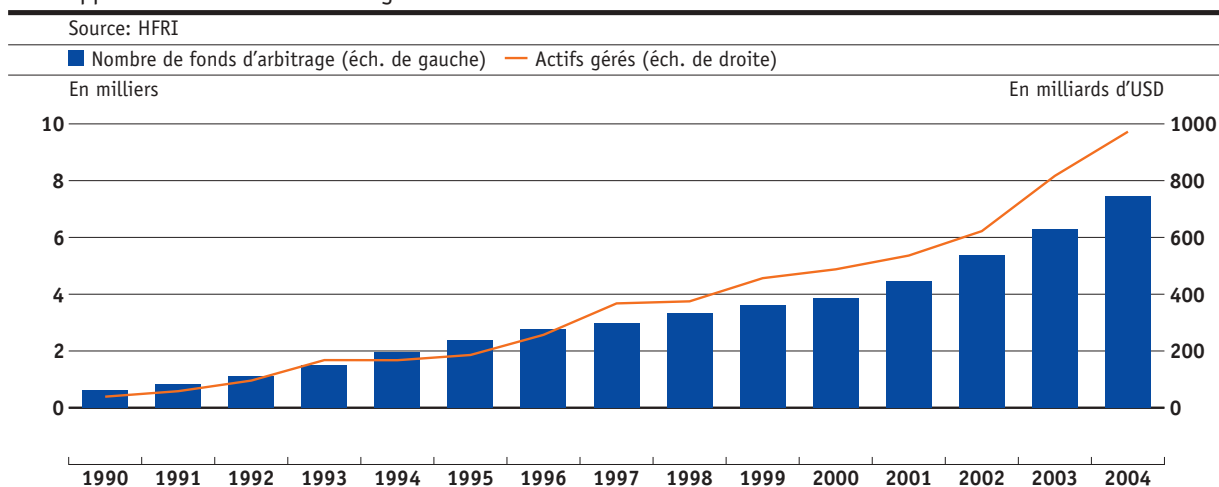
3 Croissance des montants investis

Durant la dernière décennie, la taille du secteur a augmenté constamment. Selon différentes sources, plus de 7400 fonds d'arbitrage géraient des actifs atteignant USD 970 milliards à la fin de 2004 (graphique 1).³ De plus, USD 265 milliards se trouvaient dans des dépôts gérés par des gérants de fonds d'arbitrage pour des particuliers. Ne sont pas compris dans ces montants les capitaux importants gérés pour leur propre compte par les banques globales d'investissement. Bien que la gestion de ces actifs ne soit pas formellement structurée en fonds d'arbitrage, cette activité correspond à celle de fonds d'arbitrage. De surcroît, les schémas de rémunération des

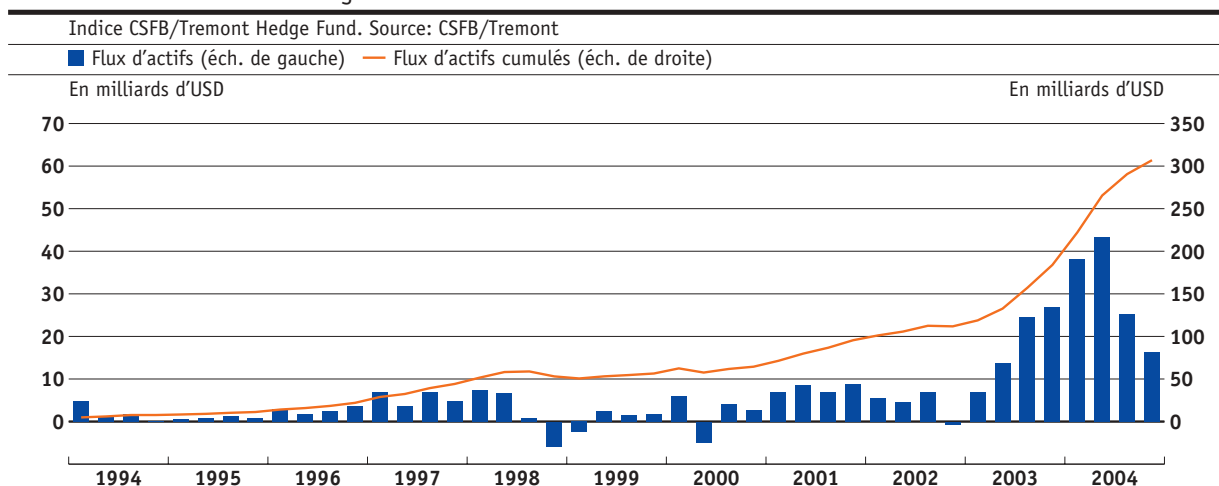
services gérant les actifs propres des banques d'investissement reflètent de plus en plus les structures de rémunération des fonds d'arbitrage.

Selon l'indice CSFB/Tremont des fonds d'arbitrage, un reflux net de fonds n'a eu lieu, depuis 1994, que durant quelques trimestres (graphique 2).⁴ Il s'est produit lors de la suspension des paiements par la Russie, de la crise asiatique et de l'éclatement de la bulle technologique. Depuis 2002, le rythme d'investissement dans les fonds d'arbitrage s'est nettement accéléré. Au deuxième trimestre 2004, les afflux d'actifs ont atteint leur apogée, soit USD 43 milliards, avant de retomber à USD 25 milliards au trimestre suivant et même à USD 16 milliards au quatrième trimestre.

Graphique 1
Développement des fonds d'arbitrage



Graphique 2
Flux de tous les fonds d'arbitrage



3 Données de Hedge Fund Research Inc, décembre 2004. Van Hedge Fund Advisors International, cités dans une étude du FMI (2004), estiment que 8800 fonds d'arbitrage gèrent des actifs atteignant quelque USD 970 milliards.

4 L'indice CSFB/Tremont des fonds d'arbitrage est le plus large indice de ce genre pondéré en fonction des actifs. La performance est calculée après déduction des commissions. L'indice est fortement diversifié, compre-

nant quelque 400 fonds de dix catégories de style de placement différentes et représentant tout le secteur des fonds d'arbitrage. En septembre 2004, les actifs inclus dans l'indice se chiffraient à USD 615 milliards.

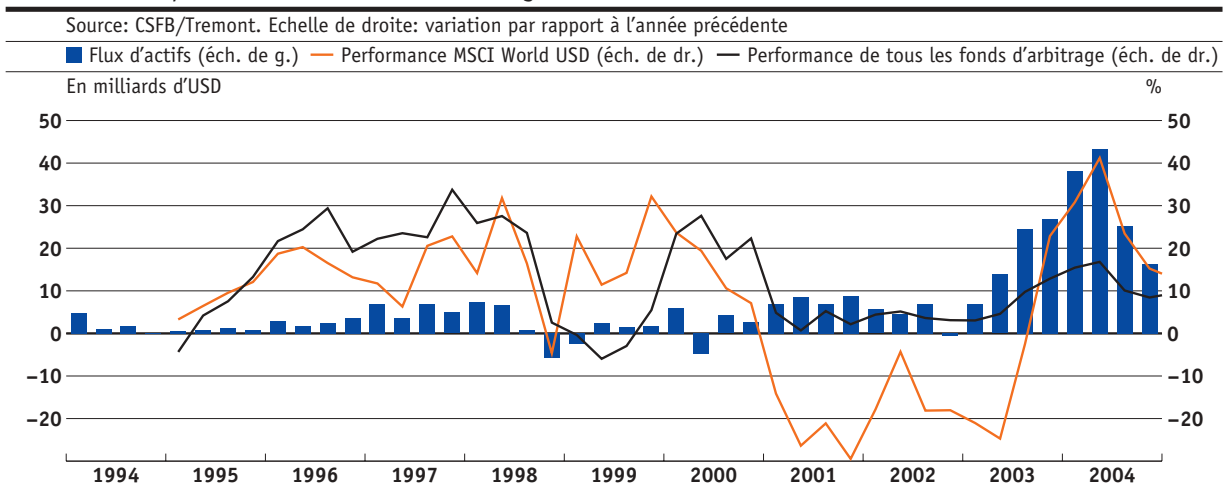
Jusqu'à la seconde moitié des années nonante, les investisseurs dans le secteur étaient surtout de très riches particuliers. A partir de la seconde moitié de cette décennie, les caisses de pension, fondations et autres investisseurs institutionnels ont cependant commencé à allouer de faibles pourcentages de leurs actifs à des fonds d'arbitrage. Plus récemment, le lancement de fonds de fonds a stimulé l'afflux d'argent dans le secteur.⁵ Malgré les données du secteur incitant à penser que les fonds en provenance d'investisseurs institutionnels ont augmenté récemment plus rapidement que la moyenne du secteur, la plus grande partie du capital du secteur continue de provenir de riches particuliers, soit comme investisseurs directs, soit comme clients de fonds de fonds.

Le niveau relativement élevé des rendements a contribué aux forts afflux d'argent frais (graphique 3). Cependant, il convient d'interpréter ces données avec prudence. Il n'y a pas de source exhaustive de données afférentes aux fonds d'arbitrage. La plupart des distributeurs de banques de données collectent les informations que les fonds publient de leur propre gré. Nombre de grands fonds d'arbitrage qui n'admettent plus de nouveaux investisseurs ne communiquent pas de chiffres aux fournisseurs de données. De plus, les fonds à mauvaise performance cessent souvent de communiquer leur performance, ce qui introduit un biais de survivance aux séries construites à partir de ces données. Ainsi, les banques de données

aident à comprendre la croissance et les tendances du secteur, mais elles ne présentent pas toujours une vision précise et sans biais de sa performance.

Le rapport positif entre les rendements et les afflux d'argent frais a été particulièrement net entre 1995 et 1998. En 1999, la performance du secteur a été inférieure à celle de l'indice MSCI (Morgan Stanley Capital International) World USD et les afflux ont diminué. La période allant de l'an 2000 à l'an 2002 s'est caractérisée par de nouveaux afflux importants; les rendements étaient certes modestes, mais ils se distinguaient avantageusement des pertes de l'indice MSCI World USD. En 2003, le rendement des fonds d'arbitrage s'est amélioré moins fortement que le MSCI. Néanmoins, les afflux ont atteint des montants record. Dans l'ensemble, les performances de ces dernières années ont été beaucoup moins spectaculaires que celles des années nonante. Même en 2003, la plupart des gérants de fonds d'arbitrage n'ont pas été en mesure de réaliser les performances atteintes entre 1995 et 1998. La baisse de leur performance relative peut être associée à l'accélération des afflux d'argent frais, qui aurait entraîné une réduction sensible des possibilités de profit. La même évolution paraît avoir eu lieu en 2004, lorsque les rendements ont diminué significativement alors que l'on enregistrait des afflux record. Le rendement annuel moyen s'est établi à moins de 10% au quatrième trimestre 2004, soit un niveau inférieur au 12,5% de l'indice MSCI World USD.

Graphique 3
Flux d'actifs et performances des fonds d'arbitrage



5 Les fonds de fonds sont des véhicules de placement qui procèdent à des allocations à un certain nombre de fonds d'arbitrage pour profiter de la diversification. En général, ils sont constitués par des banques privées, des entreprises de gestion de fortune

ou des gérants institutionnels (caisses de pension et fondations). Ils opèrent pratiquement dans tous les segments du secteur et combinent, en règle générale, différentes stratégies en un même fonds de fonds. Leurs gérants négocient avec chaque

fonds d'arbitrage l'ampleur des investissements et la structure des commissions. Celles-ci sont répercutées sur les clients, en plus de la commission de gestion attribuée au fonds de fonds lui-même.

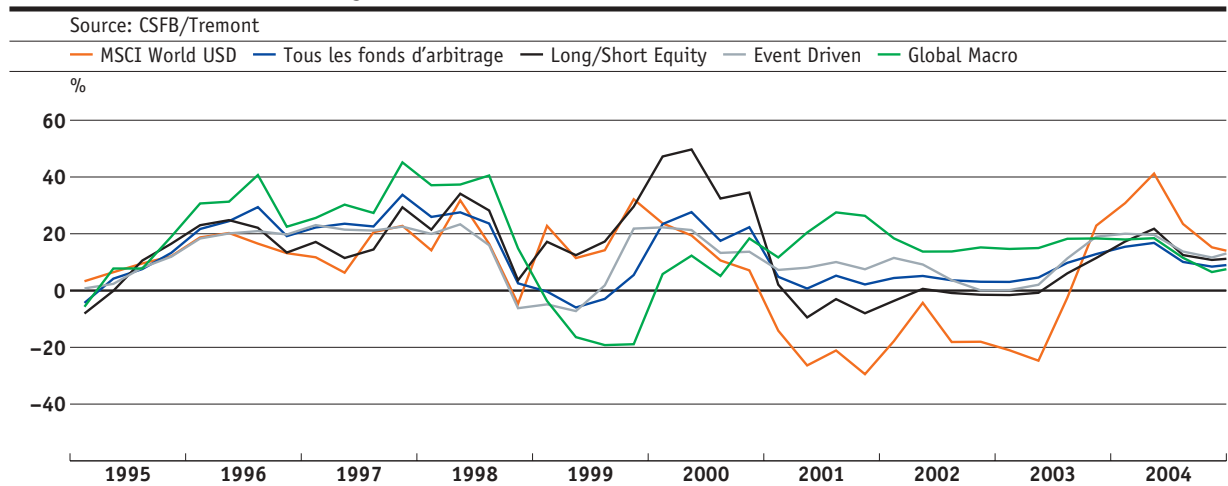
4 Stratégies des fonds d'arbitrage

Les paragraphes suivants traitent des diverses stratégies et performances des fonds d'arbitrage, telles que les définissent CSFB/Tremont. En règle générale, les fonds d'arbitrage sont classés dans les catégories correspondant à leurs stratégies dominantes. Ces stratégies ne sont pas l'apanage des seuls fonds d'arbitrage. De nombreuses caisses de pension, des fondations universitaires, des institutions plaçant des fonds de famille (*family offices*) et d'autres gérants de fortune y recourent aussi de temps à autre. Le graphique 4 indique la performance des diverses catégories.

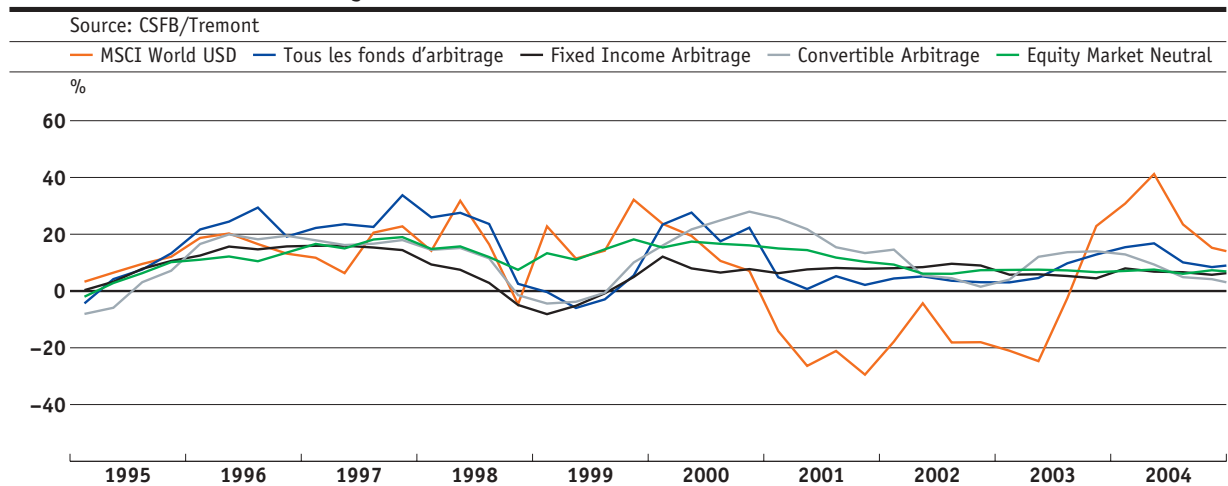
Long/Short Equity

Le gérant de positions longues/courtes en actions procède à des achats et/ou des ventes à découvert d'actions, mais n'a pas nécessairement une position neutre par rapport au marché. Actuellement, cette catégorie comprend environ le tiers du montant investi dans des fonds d'arbitrage. Les positions longues et courtes peuvent être tenues en valeurs de rendement ou de croissance, en grandes ou petites capitalisations boursières. Les afflux ont été assez constants, exception faite d'un fort reflux au quatrième trimestre de 2002. Comme dans d'autres catégories de fonds d'arbitrage, ils ont augmenté considérablement en 2003; l'afflux de USD 13,5 milliards

Graphique 4a
Performance des fonds d'arbitrage



Graphique 4b
Performance des fonds d'arbitrage



enregistré au deuxième trimestre de 2004 est le plus vigoureux dont ait bénéficié le secteur depuis l'établissement de l'indice CSFB/Tremont. Les rendements ont été de 16% en moyenne durant les années nonante, globalement négatifs en 2001 et 2002, puis ils sont remontés en 2003, pour redescendre en 2004. Dans l'ensemble, ils ont dépassé légèrement celui de l'indice global CSFB/Tremont (11%). Ils ont également été caractérisés par la plus forte corrélation avec l'indice MSCI.

Event-driven

Les fonds adoptant ces stratégies figurent au deuxième rang des fonds d'arbitrage les plus répandus. Ils ont pour objectif de générer des profits en bénéficiant des variations de cours liées à des événements d'entreprises que le marché n'a pas encore complètement anticipés, telles des restructurations, des OPA, des fusions, des liquidations et des faillites. Certains se spécialisent dans différentes sous-catégories comme l'arbitrage lié aux fusions, le négoce de titres d'émetteurs en péril, la réglementation D (titres qui, aux Etats-Unis, ne sont pas enregistrés en vertu de la loi sur la réglementation des titres) ou les titres à haut rendement. Les afflux constants d'argent frais ont été interrompus vers la fin de 1998 et de 2002; les afflux ont progressé fortement au troisième trimestre de 2003. En moyenne, la performance a été proche de celle de l'indice CSFB/Tremont hedge fund.

Global Macro

Cette stratégie analyse les changements de tendance macroéconomiques et s'efforce de profiter des

occasions qui en découlent sur la plupart des marchés, catégories d'actifs et instruments financiers. Le gérant exprime son opinion en détenant des actions, des obligations, des devises, des matières premières ou des produits dérivés. De janvier 1994 à décembre 2004, le rendement de cette stratégie a dépassé toutes les autres avec un taux annuel moyen de 14%. Au cours des dernières années, la performance est restée supérieure à celle de l'industrie mais elle n'a pas atteint les niveaux enregistrés à la fin des années nonante. Néanmoins, la part des fonds *global macro* a baissé, après avoir atteint quelque 35% en 1994. A partir du début de 2003, des afflux substantiels se sont à nouveau produits, USD 16 milliards étant investis dans cette catégorie au cours des trois premiers trimestres de 2004.

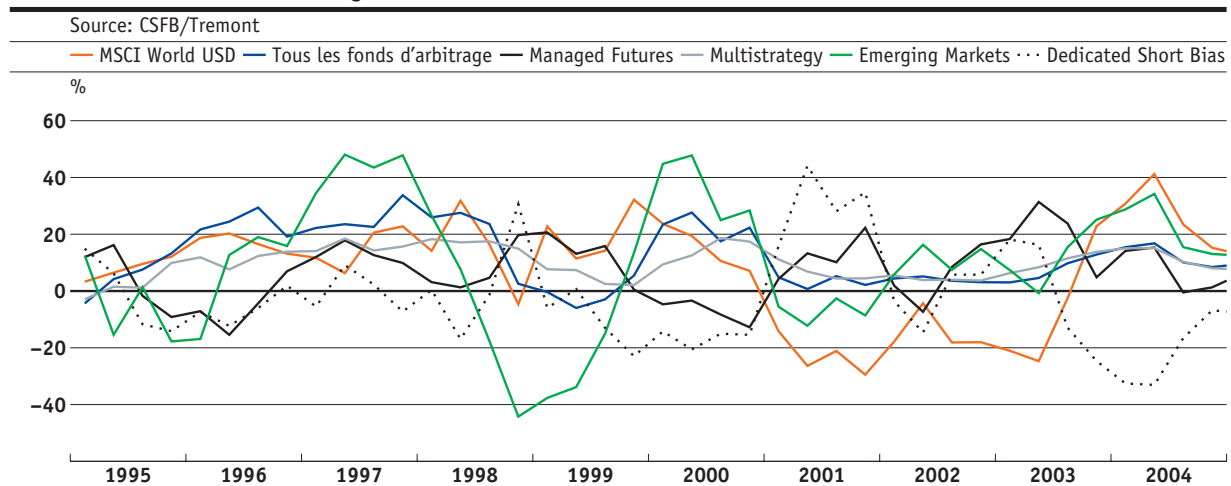
Fixed Income Arbitrage

Les stratégies d'arbitrage entre titres à revenu fixe ont pour objectif de profiter des anomalies de cours entre titres à revenu fixe apparentés. Les instruments propres à cette catégorie sont les swaps de taux d'intérêt, les emprunts d'Etat, la courbe de rendement à terme et les titres adossés à des hypothèques. Depuis 1994, le rendement annuel a été relativement constant, aux environs de 7%. Les afflux d'argent frais ont beaucoup augmenté depuis 2003.

Convertible Arbitrage

Les stratégies d'arbitrage avec des emprunts convertibles visent à profiter des différences de cours entre les emprunts convertibles et les actions d'une même société. Abstraction faite de 1998 et 1999, les performances ont été généralement positives. Les

Graphique 4c
Performance des fonds d'arbitrage



afflux ont été volatils ces dernières années, alors que les rendements baissaient en raison de la diminution des occasions d'arbitrage.

Equity Market Neutral

Les fonds neutres axés sur des marchés des actions cherchent à profiter des inefficiences du marché en constituant simultanément des portefeuilles équilibrant les positions longues et courtes d'actions. L'effet de levier qui découle du recours à des fonds de tiers sert souvent à améliorer la performance. Les afflux d'argent frais et les rendements ont été relativement constants, avec une récente tendance à la baisse pour ces derniers, laquelle pourrait s'expliquer par la diminution des possibilités d'arbitrage ayant coïncidé avec les forts afflux du premier trimestre de 2004.

Managed Futures

Les fonds *managed futures* traitent, dans le monde entier, des futures et produits dérivés sur actifs financiers et matières premières. Ils recourent à des systèmes automatisés détecteurs de tendance ou à des méthodes de négoce plus discrétionnaires. A l'origine, les conseillers au négoce de matières premières (CTA's) se distinguaient des fonds d'arbitrage car ils se limitaient à traiter des contrats sur futures. Aujourd'hui, la distinction s'est estompée, car ces conseillers négocient également des produits dérivés traités de gré à gré. Jusqu'en 2002, les afflux de fonds dans cette catégorie ont été généralement faibles, mais ils ont beaucoup augmenté depuis lors, atteignant USD 8,2 milliards en 2003 et USD 8,5 mil-

liards durant les trois premiers trimestres de 2004. Généralement, le rendement des fonds de gestion de futures est très volatile. En 2004 par exemple, la performance trimestrielle a varié entre -10 et +12%, la moyenne étant de 6%.

Autres stratégies

La plupart du temps, les fonds *dedicated short bias* constituent des positions nettes courtes en actions et en produits dérivés d'actions. Quant aux fonds *emerging market*, ils constituent des positions dans une large gamme d'instruments sur les marchés émergents. Leurs stratégies sont souvent similaires à celles des fonds *long/short equity* ou *global macro*.

Examinant la classification la plus large possible des différentes stratégies, Fung et Hsieh (1999) distinguent deux grandes catégories: les stratégies directionnelles (*market timing*) et les stratégies non directionnelles (*relative value*). Les stratégies directionnelles s'efforcent de profiter des tendances des marchés. La forme la plus simple d'une stratégie de ce type consiste en positions longues ou courtes sur un marché déterminé. Les stratégies directionnelles englobent les stratégies *global macro*, *managed futures*, *emerging markets* et *dedicated short bias*. Les stratégies non directionnelles ont pour objectif de profiter d'occasions d'arbitrage que génèrent des anomalies ou l'inefficacité des marchés. Le gérant d'un fonds d'arbitrage qui recourt à une stratégie non directionnelle constitue des positions longues et courtes en titres comparables et se comporte de manière neutre par rapport au marché en s'efforçant d'éliminer le risque systématique de celui-ci. Les stratégies typiquement

Stratégies de fonds d'arbitrage
pourcentages de l'ensemble des actifs de fonds d'arbitrage

Tableau 1

	1994 1 ^{er} trim.	2002 1 ^{er} trim.	2004 3 ^e trim.
Long/Short Equity	26,8	42,8	32,3
Event-driven	11,5	20,1	18,5
Global Macro	34,6	9,3	10,5
Fixed Income Arbitrage	5,8	5,6	7,1
Convertible Arbitrage	1,8	8,4	6,8
Equity Market Neutral	1,2	6,7	5,6
Managed Futures	6,0	2,9	5,1
Autres	12,3	4,2	14,1

Source: CSFB/Tremont

neutres par rapport au marché sont les suivantes: *convertible arbitrage*, *equity market neutral* et *fixed income arbitrage*.

Depuis le début de l'indice CSFB/Tremont Hedge Fund, la structure des styles d'investissement s'est modifiée sensiblement (tableau 1). De façon générale, le capital est passé de stratégies directionnelles à des stratégies d'arbitrage ou à des stratégies de marchés neutres. En règle générale, ce changement est attribué à l'arrivée d'investisseurs institutionnels qui accordent davantage d'importance aux rendements ajustés en fonction du risque. Simultanément, les progrès technologiques, notamment dans la modélisation de variations de cours, ont favorisé le développement des fonds *managed futures*. Les fonds *global macro* ont aussi enregistré des afflux substantiels, après avoir atteint leur minimum en 2001.

Un problème récurrent au secteur des fonds d'arbitrage est celui du changement de style, lorsqu'un fonds s'écarte de la stratégie fixée. Si, par exemple, les émissions d'emprunts convertibles sont peu nombreuses, un fonds d'arbitrage spécialisé dans des stratégies d'arbitrage sur obligations convertibles pourrait avoir de la peine à générer une bonne performance pour ses investisseurs ainsi que des commissions et afflux d'argent frais suffisants pour lui-même. Le gérant de fonds pourrait alors être tenté de générer des rendements en recourant à une autre stratégie.

5 Fonds d'arbitrage et volatilité du marché

Au cours des vingt dernières années, il est devenu courant d'associer les fonds d'arbitrage à une volatilité extrême des marchés. L'attention s'est portée sur les fonds *global macro* et, plus récemment, sur les fonds *managed futures*. Ces deux stratégies ont une préférence pour des instruments de négoce similaires et surtout utilisent toutes deux une approche directionnelle: les fonds *global macro* le font principalement sur la base d'analyses économiques fondamentales, alors que les fonds *managed futures* s'efforcent de reconnaître les tendances systématiques des marchés sur la base d'analyses techniques.⁶

Bien qu'axées sur des méthodes différentes, les deux stratégies s'avèrent en règle générale performantes lors des périodes de tendance soutenue sur les marchés. Les gérants de fonds *global macro* ont intérêt à identifier les tendances qui pourraient profiter aux fonds *managed futures*. C'est pourquoi ils n'épargnent pas leurs efforts pour tenter de suivre ou, mieux encore, d'anticiper les mouvements de ces derniers. En fait, quelques fonds d'arbitrage macroéconomiques ont lancé leurs propres fonds *managed futures* afin de pouvoir mieux distinguer les points techniques de retournement de tendance.

L'argument fondamental qui impute aux fonds d'arbitrage une responsabilité dans la volatilité excessive du marché se fonde sur l'hypothèse que les fonds d'arbitrage font dévier passagèrement les cours de leur équilibre. L'argument opposé traditionnel met en évidence le rôle stabilisateur des fonds d'arbitrage, lesquels discernent des possibilités d'arbitrage, les éliminent en en tirant profit et, ce faisant, améliorent la liquidité du marché.

L'analyse théorique ne permet pas de trancher entre ces deux hypothèses. Selon Devenow et Welch (1996), les investisseurs tirent des conclusions à partir du comportement des fonds d'arbitrage et cherchent à les imiter, notamment parce qu'ils sont réputés bien informés. La combinaison de transactions des leaders et de leurs imitateurs peut déclencher d'importants mouvements sur les marchés et, par tant, accroître la volatilité de ces derniers.

En revanche, Eichengreen et al. (1998) démontrent que les fonds d'arbitrage ont vraisemblablement moins l'esprit grégaire que d'autres investisseurs, car ils prennent grand soin d'empêcher que leurs positions ne soient révélées. De plus, il y a peu de raisons de croire qu'ils ont davantage tendance à

⁶ L'article d'Olson (2004) démontre qu'il est de plus en plus difficile de réaliser des rendements excédentaires au moyen de fonds *managed futures*.

submerger le marché que d'autres grands investisseurs, car leur taille est petite par rapport au capital-risque dont peuvent disposer d'autres grands investisseurs. Eichengreen et Mathieson (2003) montrent également pourquoi les fonds d'arbitrage sont moins enclins que les autres investisseurs institutionnels à vendre lors d'une baisse des cours ou à acheter lors d'une hausse, ce qui accroîtrait la volatilité du marché. En effet, contrairement à la plupart des fonds de placement, les fonds d'arbitrage ne sont pas tenus par leur prospectus d'investir leurs afflux d'argent frais comme les fonds qu'ils gèrent déjà. De plus, ils courent probablement moins le risque de devoir liquider des positions perdantes et, par conséquent, de vendre sur un marché en baisse. Ils ont davantage de résistance aux fluctuations de cours, puisque leurs investisseurs sont souvent tenus de garder leurs parts pendant de longues périodes. Les fonds d'arbitrage opèrent donc souvent comme des spéculateurs à l'action stabilisatrice, puisqu'ils vendent des actifs fondamentalement surévalués et achètent des actifs fondamentalement sous-évalués, fournissant ainsi de la liquidité au marché.

Selon Eichengreen et Mathieson (2003), l'analyse économétrique suggère toutefois que les fonds d'arbitrage pourraient bien avoir l'esprit grégaire, mais il n'est pas démontré que d'autres investisseurs les imitent régulièrement. L'esprit grégaire découlant d'informations en cascades peut découler d'une asymétrie d'information liée, par exemple, aux décisions de politique monétaire. D'un point de vue de politique monétaire, cela signifie que davantage de transparence encourage les investisseurs à baser leurs décisions sur des critères fondamentaux plutôt que sur la base d'un comportement moutonnier.

Sur la même voie, Fung et Hsieh (2000) décrivent de façon détaillée le rôle des fonds d'arbitrage pendant les turbulences des marchés des années nonante. Ils fournissent des estimations quantitatives des effets que les fonds d'arbitrage ont exercés en présentant une liste détaillée d'événements qui ont eu lieu sur les marchés. Les auteurs décèlent plusieurs périodes pendant lesquelles l'activité des fonds d'arbitrage a été prépondérante et a probablement exercé des effets significatifs sur les marchés. Il s'agit de la crise du Système monétaire Européen (SME) en 1992, de l'embellie des marchés obligataires européens en 1993 et de la baisse subséquente de ces marchés en 1994. En d'autres circonstances en revanche, les fonds d'arbitrage semblent n'avoir exercé que peu d'effets sur les marchés (krach du marché des actions en 1987, crise du peso mexicain

en 1997, crise des marchés des changes asiatiques en 1997). Dans ce dernier cas, Fung et Hsieh n'ont pas trouvé d'éléments permettant d'affirmer que les fonds d'arbitrage étaient en mesure de faire sortir les marchés du «sentier naturel» déterminé par les facteurs économiques fondamentaux. Ils n'ont pas non plus trouvé de preuve de négoce à rétroaction positive effectué par les fonds d'arbitrage. Il semble que dans la plupart des cas, ces derniers n'ont pas agi de manière homogène et qu'ils ont effectué leurs opérations de manière non coordonnée. Pour quelques périodes, Fung et Hsieh (2000) ont trouvé des preuves de convergence de styles, lorsque par exemple les fonds *global macro* et ceux suivant une tendance (*managed futures*) possédaient d'importantes positions ouvertes et effectuaient des transactions dans la même direction. Toutefois, ils n'ont pas décelé de preuve d'esprit grégaire entre fonds d'arbitrage et d'autres investisseurs. Sur la base de ces études, il est difficile de conclure que les fonds d'arbitrage influent de manière décisive sur la volatilité des marchés.

D'autres enseignements peuvent être tirés de l'observation directe des variations de cours. Parallèlement à l'accroissement des flux d'argent frais qui se dirigeaient vers les fonds *global macro* et les fonds *managed futures*, quelques marchés qui servent particulièrement de champs d'action à ces stratégies sont devenus plus liquides, notamment ceux des matières premières, comme le démontrent l'augmentation du chiffre d'affaires et des positions non commerciales des marchés des *futures* de l'or et du pétrole (graphique 5).

Il est difficile de déceler s'il y a une corrélation entre la croissance des fonds d'arbitrage et le changement de volatilité des marchés. Le développement du secteur depuis 1994 n'a pas été accompagné par un changement net de la volatilité des marchés (graphique 6).⁷ De 1996 à 1999 ou de 2001 à 2004 par exemple, les afflux d'argent frais dans les fonds d'arbitrage ou leurs reflux semblent cependant avoir coïncidé, par moments, avec une diminution ou augmentation de la volatilité.

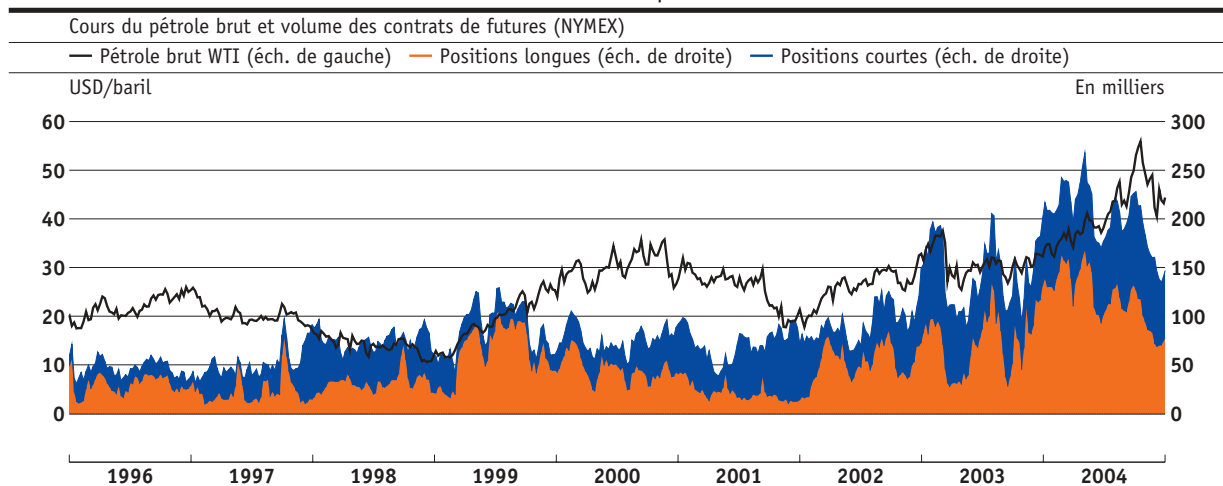
Il résulte aussi de l'observation des marchés que de nombreux fonds d'arbitrage basant leur stratégie sur l'analyse technique constituent des positions similaires et que des points de déclivité apparentés les influencent.⁸ Il devrait donc être possible, tout au moins ex post, de déceler sur le marché des points de déclivité techniques reflétant des moments de tension extrême sur le marché. L'accélération d'une tendance à la hausse des cours ou un changement de direction

7 L'indice de la volatilité implicite qui ressort du graphique 6 découle de volatilités implicites normalisées d'options dans la monnaie traitées sur les marchés

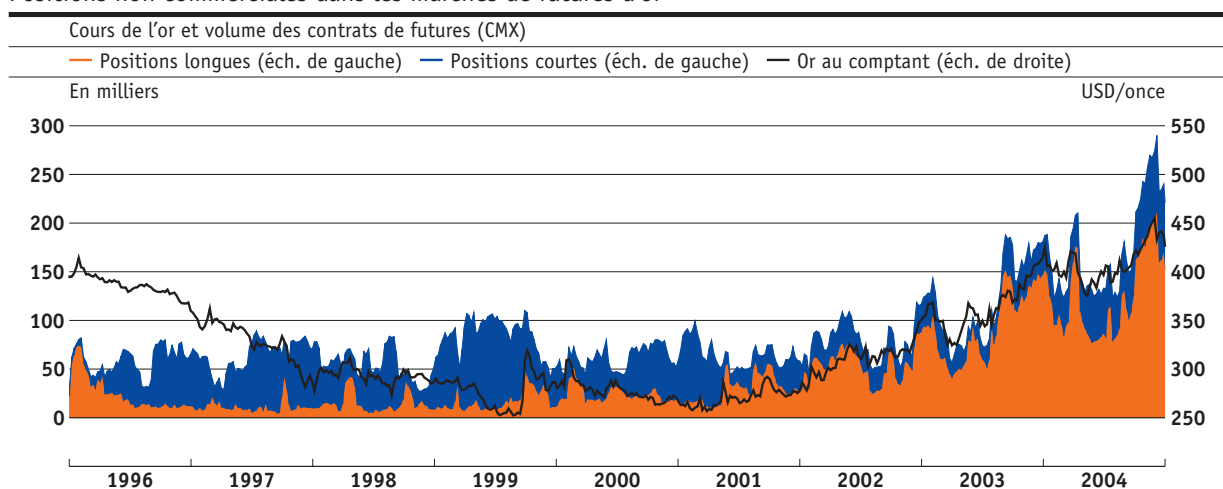
des actions (S&P), des changes (EUR/USD) et des obligations (bons du Trésor des Etats-Unis d'une durée de 10 ans).

8 A propos des regroupements (ou points de déclivité) sur le marché des changes, voir Osler (2003).

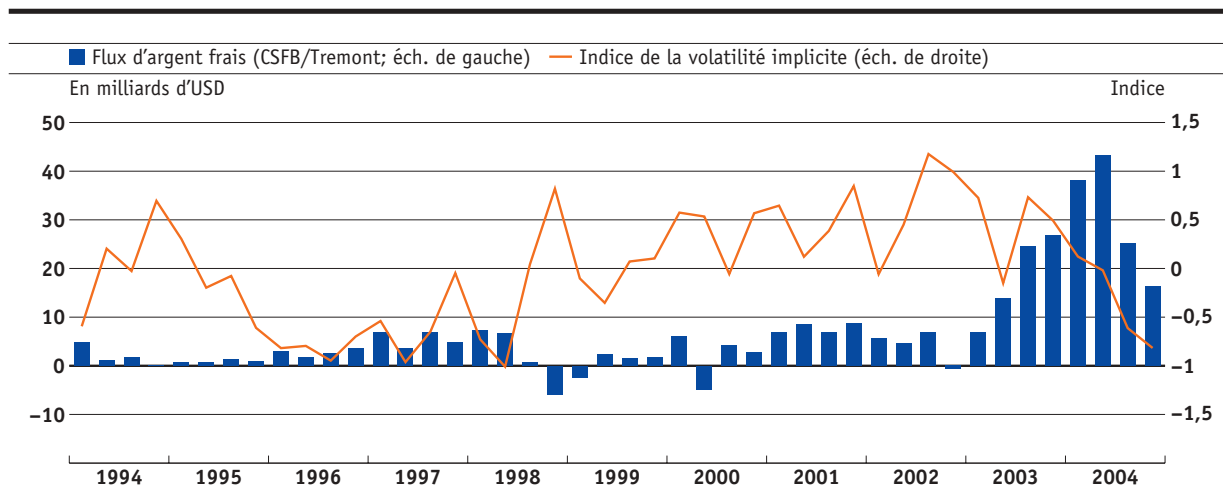
Graphique 5a
Positions non commerciales dans les marchés de futures du pétrole brut



Graphique 5b
Positions non commerciales dans les marchés de futures d'or



Graphique 6
Flux d'actifs et volatilité de l'ensemble des marchés



marqué peut être un précurseur potentiel d'un nouvel équilibre du marché.

Une telle dynamique peut s'être manifestée dans différentes catégories d'actifs au cours des dernières années.⁹ Considérant l'ensemble des positions spéculatives sur le marché, des afflux d'argent frais et des différentes performances des fonds d'arbitrage, on peut avoir l'impression que la volatilité accrue du marché a coïncidé de temps à autre avec des activités communes du secteur des fonds d'arbitrage. Les trois exemples suivants illustrent cette dynamique:

- De mai à juin 2003, les positions spéculatives longues sur le marché obligataire américain semblent avoir été considérables, car on prévoyait que le Système fédéral de réserve (Fed) abaisserait ses taux d'intérêt au-dessous de 1% en raison du risque de déflation. La constitution de positions longues fut stimulée de surcroît par l'anticipation que les établissements hypothécaires, tels Fannie Mae et Freddie Mac, pourraient finalement être obligés d'augmenter la durée de leur portefeuille de titres et, par conséquent, d'accentuer la baisse des taux d'intérêt. Par conséquent, les rendements des bons du Trésor à dix ans baissèrent de plus de 80 points de base jusqu'à la mi-juin. Cette tendance prononcée du marché permit au secteur des fonds d'arbitrage de présenter des rendements exceptionnels au mois de mai 2003. Les CTA's notamment, qui suivent la tendance du marché, enregistrèrent pendant ce mois une performance remarquable. Cependant, l'abaissement moins fort que prévu des taux d'intérêt par la Fed le 24 juin 2003 (25 points de base) et le changement marqué de langage du communiqué surprisent les opérateurs qui procédèrent immédiatement à des ventes massives sur le marché obligataire. La performance généralement négative des fonds d'arbitrage du mois de juin témoigna de la nature versatile des cours à la suite de la décision de la Fed.
- Il ressort des données relatives aux positions spéculatives sur *futures*¹⁰ que l'exposition à l'euro était élevée et croissante à la mi-juillet 2004, avant la publication du rapport sur la politique monétaire qu'Alan Greenspan, président de la Fed, adressa au Congrès. Dans sa déposition, il traça des perspectives afférentes à l'inflation et aux taux d'intérêt que les opérateurs considèrent, à l'époque, comme étonnamment «belliqueuses». Il s'en suivit une fermeture des posi-

tions longues en euros et le dollar se revalorisa fortement, passant la semaine suivante de 1,245 à 1,20.

- Un autre exemple nous est fourni par l'évolution récente du cours du pétrole brut. Il découle des données relatives aux positions spéculatives que les opérateurs non commerciaux, tels que les banques d'investissement et les fonds d'arbitrage, ont augmenté leurs positions depuis 2003.¹¹ Leurs positions longues nettes ont été corrélées positivement avec les variations de cours (voir graphique 5), ce qui pourrait avoir renforcé ces dernières.¹²

Il faut souligner que ces exemples doivent être interprétés avec beaucoup de précaution. Premièrement, nombre de facteurs peuvent aboutir à de nouveaux points d'équilibre des marchés. Deuxièmement, les variations de cours sont souvent influencées par les conditions de liquidité prévalant sur le marché. De fortes variations de cours auront plutôt tendance à avoir lieu sur des marchés peu actifs. Troisièmement, le type d'opérateurs qui interviennent à un certain moment détermine également la nature des fluctuations de cours. De fortes fluctuations découlant du franchissement d'une barrière technique sont davantage probables si le marché est dominé par des fonds *managed futures* disposant d'un système de négoce similaire. Si, en revanche, le point de décliv est constitué par l'interaction de nombreux fonds d'arbitrage aux stratégies différentes mais ayant constitué des positions similaires, l'effet sur les cours dépendra des diverses fonctions de réaction des fonds, soit notamment de leur horizon temporel, de leur tolérance aux pertes et de leur appétit face à la volatilité du marché.

L'analyse des variations de cours est loin de constituer une science exacte. Les marchés financiers développés comprennent des opérateurs si divers qu'il n'est pas possible de discerner un comportement spécifique du marché et encore moins le comportement précis d'une catégorie relativement limitée d'opérateurs. Il ressort néanmoins des exemples précédents qu'il est pour le moins plausible, notamment dans le domaine des fonds *managed futures*, que à la présence de larges pools d'actifs aux stratégies apparentées pourrait avoir contribué à un accroissement de la volatilité. Dans la même optique, les principaux fonds suiveurs de tendance de la catégorie *managed futures* ont enregistré récemment des performances similaires. Depuis janvier 2003, la corrélation entre les performances mensuelles de six des

9 Selon Rankin (1999) et Yam (1999), les activités des fonds d'arbitrage ont exercé, à peu près à l'époque de la crise asiatique, des effets perturbateurs sur certains marchés.

10 Contrats sur EUR/USD non commerciaux conclus à la Bourse des produits dérivés de Chicago (CME) et communiqués par la Commission de négoce des *futures* sur matières premières (CFTC).

11 Contrats sur pétrole brut non commerciaux conclus à la Bourse des produits dérivés de New York (NYMEX) et communiqués par la CFTC.

12 Dans le Bulletin trimestriel de la BRI de septembre 2004, p. 6, figure une analyse de la spéculation sur les marchés du pétrole.

plus grands CTA's s'est chiffrée entre 0,5 et 0,9, tous les fonds enregistrant des performances particulièrement mauvaises au deuxième trimestre de 2004.

L'argument contraire est que malgré les afflux récents d'argent frais, le secteur *managed futures* n'a pas la taille suffisante pour influencer significativement les prix sur les marchés importants. Cet argument néglige deux dimensions: premièrement, de nombreux fonds *global macro* ont des positions apparentées à celles des *managed futures*, comme nous l'avons noté ci-dessus; deuxièmement, il ne suffit pas d'évaluer l'effet potentiel du segment *managed futures* en examinant la taille nominale du capital investi dans ce mode de stratégie. En effet, il découle des informations sur le marché, tout comme des résultats des enquêtes, que l'effet de levier se manifeste beaucoup plus fortement dans ce segment que dans d'autres secteurs des fonds d'arbitrage. Il est donc probable que les actifs investis dans ce domaine soient beaucoup plus élevés que ce que les flux suggèrent. En d'autres termes, la simple constatation des fonds nominaux investis dans une stratégie de fonds d'arbitrage peut inciter à sous-estimer fortement l'impact réel de celle-ci. L'effet de levier est donc un élément important pour juger comment les fonds d'arbitrage influent sur l'ensemble des conditions du marché.

6 Effet de levier

Après la crise du LTCM de 1998, de larges discussions ont eu lieu, aussi bien dans le secteur que parmi les autorités de surveillance, à propos du recours à l'effet de levier par les fonds d'arbitrage.¹³ La base de ces discussions était simple: le recours à l'effet de levier est un instrument important pour les fonds d'arbitrage désireux de générer un rendement absolu conforme à la structure de leurs commissions; parallèlement, il peut amplifier le risque de marché, le risque de crédit et le risque d'illiquidité.¹⁴

En raison de la croissance rapide du secteur des fonds d'arbitrage, l'attention se porte tout naturellement sur le rapport entre les afflux record d'argent frais dans le secteur, les performances en baisse et le recours éventuel à un effet de levier excessif. L'argument principal est simple: par le passé, les performances élevées des fonds d'arbitrage ont eu tendance à attirer nombre de nouveaux offrants dans le secteur; les nouveaux opérateurs et leurs activités ont eu tendance à éliminer de plus en plus les inefficacités du marché qui avaient permis les performances élevées; vu la détérioration de leur performance, les fonds d'arbitrage ont de plus en plus de peine à justifier la structure de leurs commissions élevées; pour préserver le rapport entre performance et commissions, les gérants de fonds d'arbitrage pourraient être tentés de recourir à un effet de levier de plus en plus marqué.

Il ressort des données relatives aux flux et aux performances que certaines composantes d'une telle dynamique pourraient opérer actuellement. En fait, des performances insatisfaisantes de l'ensemble du secteur ont suivi, au deuxième trimestre de 2004, les afflux record enregistrés au premier trimestre. Par contre, il est bien plus difficile de déterminer et interpréter les données afférentes à l'effet de levier. Selon une étude récente de la Banque d'Angleterre, l'effet de levier global du secteur des fonds d'arbitrage n'a pas augmenté sensiblement et il demeure modéré par rapport à la période 1997-1998.¹⁵ Différentes sources du marché et divers fournisseurs de données sont du même avis.¹⁶ Tout compte fait, il convient de relativiser cette appréciation de l'effet de levier dans le secteur: premièrement, l'agrégation des données pose des problèmes non négligeables; deuxièmement, l'effet de levier peut se modifier fortement au fil du temps; troisièmement et surtout, il y a plusieurs formes d'effets de levier, dont certaines ne peuvent pas être appréhendées de manière fiable par les données agrégées du secteur. Ce qui compte,

13 Voir US President's Working Group on Financial Markets (1999); Counterparty Risk Management Policy Group (1999); Financial Stability Forum (2000); Managed Futures Association (2003).

14 Managed Futures Association (2003, S. 19).

15 Bank of England (2004).

16 D'après Van Hedge Fund Advisors, les stratégies à l'effet de levier le plus important étaient les stratégies *fixed income arbitrage*, *convertible arbitrage* et *global macro*, alors que la stratégie *dedicated short bias* présentait l'effet le plus faible. Les estimations de l'effet de levier des diverses stratégies pondéré en fonction des actifs s'étendaient de 1,1 à 8,3.

c'est donc davantage le type, le niveau et le caractère dynamique de l'effet de levier.

La forme la plus simple de l'effet de levier est celle par laquelle des intermédiaires financiers, notamment des banques globales d'investissement, octroient des crédits aux fonds d'arbitrage pour permettre à ceux-ci d'investir davantage que ne le permettent leurs capitaux. De tels crédits sont souvent à l'origine des estimations de l'effet de levier se rapportant à l'ensemble du secteur ou à une stratégie. Une grande partie de la discussion sur le contrôle à exercer après l'effondrement du LTCM a été consacrée à ce type d'effet de levier. Elle a eu pour objectif de renforcer la relation entre les intermédiaires financiers et les fonds d'arbitrage afin d'améliorer la gestion du risque de contrepartie.¹⁷

Une deuxième forme, plus récente, de l'effet de levier se rapporte à la croissance rapide des fonds de fonds. Nombre de gérants de ces fonds ont commencé à recourir à un effet de levier, soit par l'utilisation directe de leur bilan (dans le cas de grandes banques ou des compagnies d'assurances), soit en utilisant les facilités de crédit d'autres entreprises financières disposant d'un bilan suffisamment étoffé. Le levier entre les fonds de tiers et les fonds propres est généralement de 2 à 1, bien qu'il puisse atteindre 4 à 1 dans certains cas. Même si elle est probablement encore limitée, cette forme de levier ne figure vraisemblablement pas dans les données du secteur, basées sur les fonds d'arbitrage individuels.

La troisième forme de levier des fonds d'arbitrage, qui est aussi la plus complexe, est liée à l'utilisation d'instruments financiers particuliers. Ce type de levier est inhérent à la plupart des produits dérivés. En cas d'utilisation extrême, des répercussions systémiques ne peuvent être exclues.

Le secteur des fonds d'arbitrage et les banques d'investissement en relation d'affaire avec ces derniers ne calculent ni n'utilisent l'effet de levier dans sa forme traditionnelle, soit à la valeur des positions en tant que multiple des fonds propres. Les fonds d'arbitrage déterminent un objectif de *value-at-risk* (VaR) ou d'allocation en capital devant couvrir chaque position. De même, les banques d'investissement opérant avec des fonds d'arbitrage contrôlent les risques de ces derniers en leur allouant une limite de VaR. Toutes les positions ouvertes à un fonds – notamment les produits dérivés tels que *futures*, *swaps*, *swaps* de taux d'intérêt ou positions à terme – sont incluses dans la limite de VaR, les positions opposées les unes aux autres étant normalement soldées. La taille maximale de la position totale d'un

fonds d'arbitrage est fonction des variables qui déterminent la VaR, telles les volatilités et corrélations des rendements des divers instruments. Pour contrôler le risque, la VaR d'un fonds déterminé doit être couverte par des garanties, généralement sous forme de titres. En général, les banques d'investissement appliquent le système d'appel de marges bien connu des bourses de futures à leurs transactions avec des fonds d'arbitrage. D'autres mesures de sauvegarde sont en vigueur. Ainsi, une forte diminution de la valeur nette d'inventaire peut réduire automatiquement la limite de la VaR, obligeant le fonds à restreindre ou à fermer ses positions.

Néanmoins, il ne faut pas oublier que les mesures VaR ont leurs limites: elles reflètent l'évolution des cours sur des marchés normaux et non sur des marchés sous tension. Il est également possible que le recours systématique des banques d'investissements à la VaR puisse engendrer des effets *feedback*. Ainsi, si les hedges fonds vendent des options pour améliorer leur performance et que cette action contribue à lisser le fonctionnement des marchés financiers et à réduire le prix de la volatilité, cela diminue les estimations de la VaR et permet à ces fonds de disposer d'un effet de levier plus important que celui constaté en période de volatilité plus «normale».

17 Voir Counterparty Risk Management Policy Group (1999).

7 Réglementation

Les demandes tendant à renforcer la surveillance des fonds d'arbitrage se font entendre de plus en plus fréquemment. Pour entamer une discussion à ce sujet, il faut avoir deux éléments à l'esprit: premièrement, les fonds d'arbitrage sont déjà soumis à toute une série de réglementations indirectes; ils opèrent sur des marchés financiers réglementés; ils utilisent l'infrastructure de centres financiers réglementés et – ce qui est encore plus important – ils travaillent avec des institutions financières réglementées; deuxièmement, de nombreux fonds d'arbitrage sont déjà soumis à des règles de surveillance directes; selon une enquête informelle récente effectuée par l'un des principaux fonds de fonds mondiaux, parmi les 220 fonds dans lesquels il investit, 58% étaient enregistrés auprès de la National Futures Association (NFA), 36% auprès de la Securities Exchange Commission (SEC), 30% auprès de la Financial Services Authority (FSA) et 1% de la CFTC.¹⁸

Au sujet de la nécessité d'étendre encore la réglementation directe, il convient de distinguer trois domaines de surveillance potentiels, à savoir la réglementation édictée par des associations, l'indication des positions et l'effet de levier. La réglementation édictée par des associations a l'objectif louable d'éliminer la fraude. Comme nous l'avons indiqué, nombre de fonds d'arbitrage sont déjà enregistrés auprès des autorités de surveillance, ce qui contribue à cet effort. Cependant, le besoin d'éviter que les normes ne se chevauchent et de clarifier les compétences des diverses autorités de surveillance nécessite probablement une action. Les efforts faits par la FSA, à Londres, pour assurer une bonne qualité de la structure, du contrôle et du processus de formation des prix du secteur ont sans doute réduit le risque de fraude. Aux yeux de nombreux investisseurs institutionnels, cette affiliation semble être devenu un critère important dans la sélection de fonds d'arbitrage.

En revanche, la tentative d'obliger les fonds à rapporter leurs positions à une autorité de surveillance semble être, dans le meilleur des cas, une proposition irréaliste. Dans le pire des cas, elle pourrait saper l'intégrité des marchés financiers. Elle est irréaliste, car les problèmes de délai et d'agrégation sont quasiment insurmontables dans un secteur qui représente aujourd'hui près de 12% de tous les fonds de placement des Etats-Unis. Fait plus important, elle pourrait s'avérer contreproductive, notamment parce que des indiscretions au sujet des positions constituées pourraient encourager un comportement des

opérateurs fondamentalement incompatible avec le mécanisme du marché conduisant à la fixation des prix.

Le domaine de réglementation le plus complexe concerne l'effet de levier des fonds d'arbitrage. L'éventuelle présence d'effets de levier extrêmes inquiète évidemment les banques centrales en raison du risque de crédit potentiel que constitue l'industrie des fonds d'arbitrage pour le système bancaire. Ce risque pourrait devenir particulièrement aigu si une crise de crédit étendue coïncidait avec une crise mondiale de liquidité sur les marchés des capitaux. Les appels à un nouvel examen de l'importance de l'effet de levier dans le secteur des fonds d'arbitrage ou, tout au moins, des méthodes de mesure permettant de l'évaluer, se justifient pour cette raison. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, il faut faire face, cependant, à de gros problèmes d'agrégation, assez semblables à ceux que l'on rencontre dans l'indication des positions. Il convient donc de garder les pieds sur terre par rapport à ce qui peut être réalisé. Les initiatives mal conçues en matière de réglementation courent le risque de ne pas atteindre l'objectif visé. Néanmoins, le problème de l'effet de levier dans le secteur des fonds d'arbitrage mérite des études supplémentaires.

Finalement, le point le plus critique se situe probablement dans les opérations de gestion des risques qu'effectuent les principales contreparties du secteur des fonds d'arbitrage. Si les grandes banques d'investissement maintiennent des opérations et systèmes adéquats dans les domaines du risque de contrepartie et d'illiquidité, l'effet de levier du secteur des fonds d'arbitrage ne devrait constituer qu'un danger marginal pour la stabilité du système financier. Par conséquent, tout nouvel examen de l'effet de levier du secteur devrait se concentrer sur les opérations et processus de gestion des risques des principales banques d'investissement. Ces banques sont les principales contreparties des fonds d'arbitrage. Elles constituent aussi la source la plus importante de l'effet de levier du secteur. Par chance, elles constituent une communauté petite et restreinte, ce qui devrait permettre d'examiner plus facilement l'adéquation de leurs systèmes et processus de gestion du risque aux challenges constituée par les fonds d'arbitrage individuels.

18 Lors d'un discours tenu en novembre 2004, un directeur de la SEC a estimé que 40 à 50% des conseillers de fonds d'arbitrage s'étaient volontairement soumis à la surveillance de la SEC.

8 Conclusions

Le secteur des fonds d'arbitrage s'est transformé fortement depuis la crise du LTCM, en 1998. Les actifs gérés et le nombre de fonds en activité ont augmenté vigoureusement, bien que la capitalisation du secteur mondial des fonds d'arbitrage n'ait atteint que 1,1% de celle des marchés mondiaux des actions et obligations à la fin de 2003. Pour une part non négligeable, le dynamisme du secteur s'explique par la demande croissante d'investisseurs institutionnels très divers. La variation des afflux de capitaux a dépendu des stratégies des fonds d'arbitrage.

Exempts des restrictions étroites que les directives d'investissements traditionnels imposent, les fonds d'arbitrage ont été une source d'innovation importante dans le secteur de la gestion de patrimoine. En outre, ils ont augmenté la liquidité, l'efficacité et la flexibilité des marchés financiers. Dans l'ensemble, l'importance croissante du secteur n'a pas été accompagnée d'un changement évident de la volatilité des marchés, même si la progression rapide toute récente du nombre de fonds d'arbitrage et de leurs actifs sous gestion a coïncidé avec une réduction frappante de la volatilité. Dans le même temps, il ressort de l'observation de certains cas spécifiques que certains segments du secteur des fonds d'arbitrage pourraient avoir exercé un effet négatif sur la volatilité des marchés, soit en accentuant des tendances des marchés existantes, soit en causant des renversements de cours abrupts ou des sautes de cours.

Le recours à l'effet de levier est une caractéristique essentielle du secteur des fonds d'arbitrage. Or il est très difficile de mesurer l'effet de levier de l'ensemble du secteur. L'observation du marché et des enquêtes suggèrent qu'il est actuellement modéré. Cependant, de telles estimations doivent être interprétées avec circonspection. Elles n'englobent vraisemblablement pas la totalité de l'effet de levier du secteur, car cet effet se manifeste de nombreuses manières. On peut craindre en particulier que la diminution de la performance des fonds d'arbitrage après un fort afflux d'argent frais incite les gérants de ces fonds à recourir à un effet de levier extrême afin de générer un rendement conforme à la structure de leurs commissions. Un risque systémique pourrait résulter d'un effet de levier important en raison des risques de crédit auxquels le système bancaire mondial serait alors exposé.

L'effet de levier conduit finalement à la disparition des fonds d'arbitrage dont les stratégies de ges-

tion sont médiocres. De telles disparitions ont eu lieu par le passé et continueront vraisemblablement de se produire à l'avenir. Il n'est d'ailleurs pas inconcevable que les politiques monétaires accommodatives et l'expansion de liquidité mondiale qui en a découlé constituent un terrain fertile pour l'envolée et la chute de certains fonds d'arbitrage. En cas de faillites, des investisseurs – la plupart du temps, de riches particuliers – perdront de l'argent. Cependant, de telles pertes ne mettent pas en péril la stabilité du système financier et ne doivent donc pas inquiéter les responsables de la politique économique. Seules les faillites et activités des fonds d'arbitrage qui sapent la stabilité du système financier mondial doivent les concerner. A cet égard, des méthodes, opérations et processus prudents et disciplinés de gestion du risque des banques globales d'investissement constituent la défense la plus fiable contre l'érosion des normes de prêts et les conséquences hasardeuses du recours à un effet de levier excessif des fonds d'arbitrage. Les études ultérieures devraient mettre l'accent sur cet aspect du problème.

Références bibliographiques

Bank of England. 2004. Financial Stability Report, juin.

BIS. 2004. *Quarterly Review*, septembre.

Counterparty Risk Management Policy Group. 1999. Improving Counterparty Risk Management Practices, juin.

Devenow, Andrea et Ivo Welch. 1996. Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review* 40:603–615.

Eichengreen, Barry J. et Donald J. Mathieson. 2003. Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy. Dans *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, 429–452. Londres.

Eichengreen, Barry J., Donald Mathieson, avec Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres et Sunil Sharma. 1998. Hedge Funds and Financial Market Dynamics. Document occasionnel n° 166 du Fonds monétaire international, Washington, D.C.: Fonds monétaire international.

Financial Stability Forum. 2000. Working Group on Highly Leveraged Institutions.

Fung, William et David A. Hsieh. 2000. Measuring the Market Impact of Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 7(1): 1–36.

Fung, William et David A. Hsieh. 1999. A Primer on Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 6(3): 309–331.

Fung, William et David A. Hsieh. 1997. Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds. *Review of Financial Studies* 10(2): 275–302.

FMI. 2004. Global Financial Stability Report, avril.

L'habitant, François-Serge. 2002. *Hedge Funds, Myths and Limits*. John Wiley & Sons LTD.

Managed Futures Association. 2003. Sound Practices for Hedge Fund Managers, juin.

Osler, Carol L. 2003. Currency Orders and Exchange Rate Dynamics: an Explanation for the Predictive Success of Technical Analysis. *Journal of Finance* 58(5): 1791–1819.

Olson, Dennis. 2004. Have Trading Rule Profits in the Currency Markets Declined Over Time? *Journal of Banking and Finance* 28(1): 85–105.

President's Working Group on Financial Markets. 1999. Report on Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management.

Rankin, Bob. 1999. The Impact of Hedge Funds on Financial Markets: Lessons from the Experience of Australia. Document présenté à la Banque de réserve d'Australie 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, août.

Yam, Joseph CK. 1999. Capital Flows, Hedge Funds and Market Failure: A Hong Kong Perspective. Document présenté à la Banque de réserve d'Australie 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, août.

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 in the monetary transmission mechanism: an overview of some recent research using Swiss data

Mathias Zurlinden

Economic Study No. 2005-1

Les modèles traditionnels de politique monétaire se fondent sur la supposition que les marchés des crédits fonctionnent sans frictions et que les divers types de financement sont parfaitement substituables («money view»). Une approche concurrente part en revanche du point de vue que les asymétries dans l'information, caractérisant la relation entre bailleur et preneur de crédit, génèrent des coûts («agency costs») rendant le financement par des fonds externes plus onéreux que l'autofinancement. Les fonds internes et externes sont donc des substituts imparfaits et la structure de financement du débiteur influe sur ses décisions de dépenses réelles («credit view»). Dans ce cas, le «canal du crédit» joue un rôle dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.

Le canal du crédit implique qu'un durcissement de la politique monétaire, entraînant une hausse des taux d'intérêt des fonds exempts de risque, accroît également la prime de financement payée sur les fonds externes. En raison de l'augmentation de cette prime, les effets que la politique monétaire exerce sur les coûts de financement et l'activité économique se trouvent amplifiés. Le preneur de crédit est en général une entreprise ou un ménage. Toutefois, il est possible de faire un raisonnement analogue à propos du refinancement des banques. C'est pourquoi l'on distingue deux formes de canaux du crédit: un canal général du bilan, qui se fonde sur le bilan des entreprises, et un canal du crédit bancaire, qui se base sur le bilan des banques.

Deux voies distinctes ont été suivies dans la littérature empirique internationale consacrée au canal du crédit. La première utilise des données agrégées, alors que la seconde exploite des données désagrégées en panel provenant de différentes entreprises ou banques. La plupart des études basées sur des données agrégées sont confrontées à un problème d'identification. Les corrélations entre la production, les crédits et la variable de politique monétaire ne permettent pas d'identifier un canal du crédit, car celles-ci sont en général également compatibles avec l'analyse traditionnelle de la politique monétaire («money view»). C'est pourquoi quelques auteurs ont voué une attention particulière aux écarts entre taux d'intérêt. Dans une étude s'appuyant sur des données suisses, Jean-Marc Natal (2003) introduit un écart de taux d'intérêt dans un modèle VAR afin d'examiner si celui-ci réagit

conformément à ce qu'implique la théorie du canal du crédit à un choc de politique monétaire. Les résultats obtenus sont compatibles avec l'existence d'un canal du crédit en Suisse. Toutefois, compte tenu du fait que les séries de taux d'intérêt disponibles en Suisse ne permettent pas de mesurer de façon fiable la prime de financement externe, ce résultat demande d'être confirmé par d'autres études empiriques.

Pour distinguer les variations de l'offre de crédit de celles de la demande de crédit, la plupart des études réalisées à l'étranger se sont concentrées sur les implications en coupe transversale du canal du crédit. Ces études se fondent sur des données individuelles provenant des entreprises ou des banques. Selon le canal du crédit, les entreprises ou banques de petite taille et dont la structure du bilan est affaiblie réagissent davantage à une modification de la politique monétaire que les entreprises ou banques de grande taille et dont la structure de bilan est plus solide. En Suisse, on se heurte à la difficulté qu'aucune série de données relatives aux bilans des entreprises n'est publiée. Il n'existe donc qu'une seule étude qui ait pu bénéficier de telles données. L'étude de Daniel Kalt (2001) se fonde sur les bilans d'entreprises auxquelles une des principales banques suisses a accordé un crédit. Kalt examine la réaction des investissements de ces entreprises à un choc de cash-flow. Bien que l'ampleur des réactions semble faible, les différences de comportement entre les divers preneurs de crédit correspondent à la théorie du canal du bilan.

Toutes les autres études récentes utilisant des données helvétiques se fondent sur les chiffres que les banques livrent à la BNS. Les différents travaux empiriques se distinguent donc par les types de modèles choisis. Alors que Josef Perrez et Robert Bichsel (2003) ainsi qu'Olivier Steudler et Mathias Zurlinden (1998) ont appliqué la méthode proposée par Kashyap et Stein (1985, 2000), Marlene Amstad et Sylvia Kaufmann (2003) ont réalisé leur étude d'après un modèle «Markov Switching» et selon une analyse en «cluster». Les résultats sont parfois difficile à interpréter. Dans l'ensemble, ils indiquent cependant qu'un canal du crédit bancaire existe. Cela implique notamment que la politique monétaire peut continuer à exercer ses effets lorsque le taux d'intérêt hors risque a atteint sa limite inférieure de zéro et que le canal traditionnel de transmission ne peut être davantage sollicité.

L'importance quantitative du canal du crédit reste une question ouverte. Pour y répondre, un modèle macroéconomique complet permettant d'introduire les relations microéconomiques à la base du canal du crédit serait nécessaire. Peu d'études de ce type ont été rédigées à ce jour, et aucune, à ma connaissance, ne se fonde sur des données suisses.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

La Banque nationale suisse a décidé, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire du 17 mars 2005, de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Elle a annoncé également son intention de maintenir le Libor à trois mois, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la marge de fluctuation, soit autour de 0,75%.

Convention concernant la distribution du produit de la vente de 1300 tonnes d'or

Le Département fédéral des finances (DFF) et la Banque nationale suisse (BNS) ont conclu, le 25 février 2005, une convention concernant la distribution du produit de la vente de 1300 tonnes d'or. Selon cette convention, la BNS distribuera, en tant que bénéficiaires de l'exercice 2004, la contre-valeur des 1300 tonnes d'or qui ne sont plus nécessaires à des fins de politique monétaire, soit 21,1 milliards de francs, à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. La distribution se fera en dix tranches hebdomadaires, après l'Assemblée générale des actionnaires de la BNS de 2005, et s'ajoutera à la distribution régulière de 2,9 milliards de francs au titre de l'exercice 2004.

La conclusion de cette convention a pour origine la décision que le Conseil des Etats a prise le 16 décembre 2004. Ce jour-là, le Conseil des Etats a refusé pour la seconde fois d'entrer en matière sur le projet du Conseil fédéral concernant l'utilisation de l'or excédentaire de la BNS (voir Bulletin trimestriel 3/2004, p. 59). Ainsi, la tentative de créer une nouvelle base juridique pour l'affectation des réserves d'or excédentaires de la BNS a échoué. Le 2 février 2005, le Conseil fédéral a décidé de ne pas soumettre de nouveau projet au Parlement et de faire distribuer par la BNS la contre-valeur de l'or excédentaire à la Confédération et aux cantons, conformément au droit en vigueur (art. 99, al. 4, Cst. en relation avec art. 30 et 31 LBN). Du fait de la distribution du produit des ventes d'or, la convention additionnelle que le DFF et la BNS ont conclue le 12 juin 2003 au sujet de la distribution de revenus tirés des actifs libres (voir Bulletin trimestriel 2/2003, p. 119) sera purement et simplement abrogée. En outre, la BNS sera libérée de son double rôle d'autorité chargée de conduire la politique monétaire, d'une part, et de gestionnaire de patrimoine pour les collectivités publiques, d'autre part.

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 économiques:
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)

Internet

<http://www.snb.ch>

