

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



Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2005 23^e année

Contenu

5	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
40	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
44	Les recettes des entreprises à succès Thomas Kübler
52	Fixer les bonnes priorités – accélérer notre croissance Jean-Pierre Roth
62	Prix du pétrole et politique monétaire – un nouveau paradigme Marlene Amstad et Philipp M. Hildebrand
82	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Les signes, observés au début de l'année, d'un renforcement de la reprise de l'économie mondiale se sont entre-temps estompés. Cela est dû en grande partie à la hausse massive du prix du pétrole. Compte tenu des conditions de financement toujours avantageuses et des prix des actifs en augmentation, les perspectives de l'économie mondiale sont restées favorables. Mais le nouveau renchérissement du pétrole fait peser un risque sur la conjoncture.

Au deuxième trimestre, l'économie suisse a surmonté sa phase d'apathie du semestre d'hiver 2004/2005. Le PIB réel a augmenté de 1,1% tant par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. Des taux d'expansion supérieurs à ceux du trimestre précédent ont été enregistrés pour la plupart des composantes de la demande, en particulier pour les investissements en constructions et les exportations de biens. La forte diminution des stocks a eu toutefois des effets modérateurs sur la croissance économique. L'emploi a progressé légèrement d'un trimestre à l'autre, tandis que le taux de chômage s'est maintenu à 3,8%.

La Banque nationale suisse a décidé, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire du 15 septembre 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, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation, soit autour de 0,75%.

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

Une image une nouvelle fois favorable de la conjoncture est ressortie des entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés, au cours des mois de juin à août, avec quelque 140 représentants d'entreprises de divers secteurs et branches économiques. L'amélioration de la conjoncture, constatée lors des précédents cycles d'entretiens, s'est poursuivie. Les écarts entre les branches ont eu tendance à diminuer. La reprise semble ainsi avoir gagné en assise.

Les recettes des entreprises à succès (p. 44)

Les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale sont appelés à rédiger régulièrement des rapports sur des thèmes particuliers. Ils ont ainsi examiné les recettes permettant d'assurer le succès des entreprises. Leur enquête montre que, s'il n'y a pas de recette universelle, il est néanmoins possible d'identifier une série de caractéristiques communes aux entreprises à succès. L'article résume les principaux résultats de l'enquête.

Fixer les bonnes priorités – accélérer notre croissance (p. 52)

En matière de croissance économique, la Suisse est à la traîne, par rapport à d'autres pays industrialisés, depuis le milieu des années septante déjà. Pour ce qui est du PIB par habitant, elle a rétrogradé, passant dans cette période de la position de tête à la moyenne des pays de l'OCDE. La croissance économique est toutefois indispensable pour la pérennité de nos assurances sociales. L'évolution démographique est telle que la proportion de retraités par rapport aux personnes actives occupées doublera d'ici trente ans. De lourdes charges pèseront sur la future génération d'actifs. Une croissance économique plus forte allégerait sensiblement le fardeau. La faiblesse de la croissance en Suisse est due essentiellement au manque de concurrence sur le marché intérieur. Les remèdes pour dynamiser la croissance sont bien connus et ont fait leurs preuves dans de nombreux pays. Malheureusement, la Suisse n'a toujours pas saisi l'importance de l'enjeu et ne manifeste pas la volonté politique nécessaire à la mise en œuvre de ces remèdes. Pour obtenir une meilleure croissance économique, nous devons ouvrir notre marché intérieur à la concurrence, veiller à ce que la Suisse reste un lieu d'implantation attrayant et renforcer notre capital humain. Les réformes indispensables exigeront des sacrifices à court terme sous forme d'un abandon de protections et de privilèges, sacrifices qui seront demandés à de larges couches de la population. Les bénéfices que la collectivité tirera à long terme seront cependant bien supérieurs à ces sacrifices temporaires.

Prix du pétrole et politique monétaire – un nouveau paradigme (p. 62)

La hausse massive du prix du pétrole a fait de l'or noir une des composantes les plus attentivement examinées de l'indice des prix à la consommation. Le présent article identifie divers facteurs qui expliquent la hausse du prix du pétrole et sa volatilité. Il analyse également les prévisions du prix du pétrole et les canaux par lesquels ce prix influe sur l'inflation. Pour ce qui a trait à la politique monétaire, les banques centrales peuvent réagir moins fortement que jadis au renchérissement du pétrole, tant que les anticipations inflationnistes à long terme restent modérées. Cela découle en particulier du mécanisme plus court et plus rapide de transmission des prix des produits pétroliers à l'inflation, de l'effet de stabilisateurs automatiques, de l'absence d'une surchauffe de la conjoncture, de la politique monétaire qui est axée sur le long terme et du fait que le niveau neutre du taux d'intérêt a diminué.

Rapport sur la politique monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-septembre 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 septembre 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
33	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
36	4 La prévision d'inflation de la BNS
36	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
38	4.2 Prévision d'inflation du 3 ^e trimestre de 2005 au 2 ^e trimestre de 2008
37	Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique et monétaire et ses conclusions en matière de 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 septembre 2005. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 15 septembre 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

Les signes, observés au début de 2005, d'une accélération de la conjoncture mondiale se sont estompés dans les mois qui ont suivi. La hausse massive du prix du pétrole explique en majeure partie cette évolution. Compte tenu des conditions de financement toujours avantageuses et des prix des actifs en augmentation, les perspectives de l'économie mondiale sont restées en principe favorables. Le nouveau renchérissement du pétrole fait cependant peser un risque sur la conjoncture.

Au deuxième trimestre de 2005, l'économie suisse a surmonté sa phase d'apathie du semestre d'hiver 2004/2005. Le produit intérieur brut (PIB) réel a augmenté de 1,1% aussi bien par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. Ainsi, il a progressé autant qu'au premier trimestre, après la révision à la hausse des données concernant ce trimestre. La plupart des composantes de la demande ont augmenté à des rythmes plus vifs, mais la forte diminution des stocks a entraîné des effets modérateurs sur la croissance économique. L'embellie a été visible également dans l'industrie manufacturière où la situation s'est améliorée continuellement. La production industrielle, en nette expansion au deuxième trimestre, confirme l'amélioration. Par contre, aucun revirement de tendance ne s'est dessiné sur le marché du travail. L'emploi n'a progressé que légèrement, et le taux de chômage est resté inchangé à 3,8%. Dans le domaine de l'emploi, les indicateurs avancés ont en outre stagné à des niveaux bas.

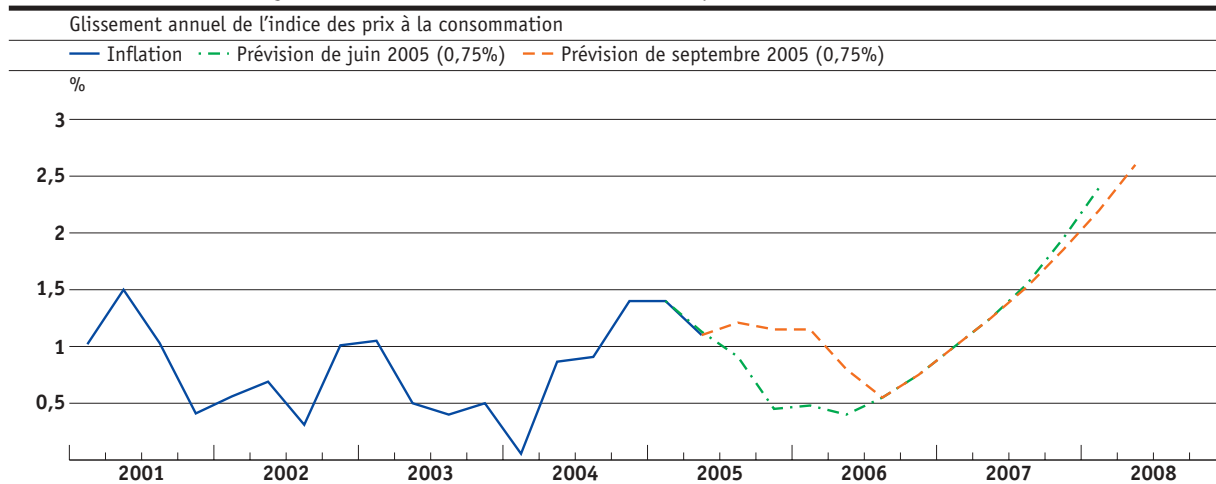
Pour le deuxième semestre de 2005, la BNS table sur une poursuite de la reprise économique. Abstraction faite des risques qui découlent d'un prix durablement élevé du pétrole, la conjoncture évolue de façon prometteuse dans les zones qui constituent les principaux débouchés de l'industrie suisse d'exportation, notamment en Europe. La demande intérieure devrait elle aussi continuer à se raffermir. La BNS prévoit pour 2005 une progression du PIB réel de l'ordre de 1%.

Comme la BNS l'avait prévu en juin 2005, le renchérissement annuel, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, a fluctué autour de 1% entre mai et août. Les principales impulsions inflationnistes ont découlé des produits pétroliers entrant dans la composition de l'indice des prix à la consommation. En moyenne, deux tiers de la hausse des prix à la consommation sont dus à ces produits. Les taux d'inflation sous-jacente se sont en revanche repliés.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 15 septembre, la BNS a décidé de laisser inchangée à 0,25%-1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de maintenir ce taux, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de cette marge, soit autour de 0,75%. Deux raisons ont joué un rôle déterminant dans cette décision. La première a trait au renchérissement. L'inflation, telle qu'elle est prévue, reste modérée jusqu'au milieu de 2006, même si l'on part d'un prix du pétrole demeurant élevé. La BNS dispose ainsi, en matière de taux d'intérêt, d'une marge de manœuvre qu'elle peut mettre à profit sans compromettre la stabilité des prix. La seconde raison tient à la conjoncture. Le prix du pétrole, élevé en termes réels, fait peser de lourdes incertitudes sur l'évolution de la conjoncture. C'est pourquoi la BNS a préféré s'en tenir, un temps encore, au statu quo monétaire.

Selon la prévision de septembre, 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 1,2% en 2005, puis à 0,8% en 2006. A moyen terme, aucune tension inflationniste n'est à attendre, les perspectives conjoncturelles étant modérées. Vers la fin de 2006, le renchérissement prévu commence à s'accélérer graduellement du fait que les ressources macroéconomiques devraient être alors pleinement utilisées. L'approvisionnement de l'économie en liquidités est toujours abondant. Selon la prévision de septembre, la stabilité des prix ne serait plus assurée, à fin 2007, en cas de politique monétaire toujours aussi expansionniste. Le Libor à trois mois ne peut donc être maintenu à 0,75% si la conjoncture gagne en vigueur.

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



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

	2005	2006	2007
Inflation annuelle moyenne en %	1,2	0,8	1,4

1 Environnement international

Les signes, observés au début de 2005, d'une accélération de la conjoncture mondiale se sont estompés dans les mois qui ont suivi. Cette évolution est due en grande partie à la hausse massive du prix du pétrole. Le prix du baril de pétrole de qualité brent, qui était tombé sous la barre des 40 dollars dans les deux derniers mois de 2004, atteignait 68 dollars à fin août.

L'envolée du prix du pétrole n'a eu pour le moment que des effets modérés sur la croissance économique des pays industrialisés. Cela s'explique notamment par le fait que la consommation de pétrole, par unité de PIB, a considérablement diminué ces vingt dernières années à la suite du développement de technologies moins gourmandes en énergie et de l'expansion du secteur des services. De plus, les perspectives d'inflation favorables ont permis aux banques centrales de maintenir leur politique monétaire expansionniste ou de ne resserrer les rênes monétaires que graduellement.

Compte tenu des conditions de financement toujours avantageuses et des prix des actifs en hausse, les perspectives de l'économie mondiale restent en principe positives. Cependant, le nouveau renchérissement du pétrole fait peser un risque sur la conjoncture. En outre, les prix élevés de l'immobilier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans quelques pays de la zone euro sont une source d'inquiétude. Une baisse rapide de la valeur des immeubles affecterait sans doute sérieusement la consommation privée

dans les pays susmentionnés. La zone euro, où le climat d'affaires s'est amélioré ces derniers mois, pourrait aussi réserver une agréable surprise sous la forme d'une reprise de la conjoncture.

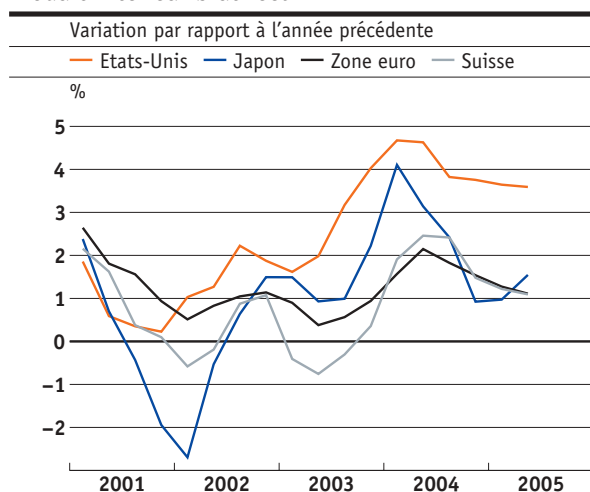
Poursuite de la croissance aux Etats-Unis

Au deuxième trimestre, le PIB réel a augmenté de 3,3% aux Etats-Unis. Ce taux correspond approximativement au potentiel de croissance. Une demande intérieure robuste et des exportations en expansion ont contribué à l'essor de la conjoncture. Par contre, la forte diminution des stocks a joué un rôle négatif.

La production industrielle s'est encore accélérée au début du troisième trimestre. De plus, les ventes de voitures étaient en progression, ce qui indique une demande de biens de consommation toujours forte. Néanmoins, les perspectives pour les mois à venir étaient empreintes d'incertitudes à la suite notamment de la hausse du prix du pétrole, mais aussi des dégâts considérables que le cyclone Katrina a causés, à la fin du mois d'août, dans les Etats de la Louisiane, du Mississippi et de l'Alabama.

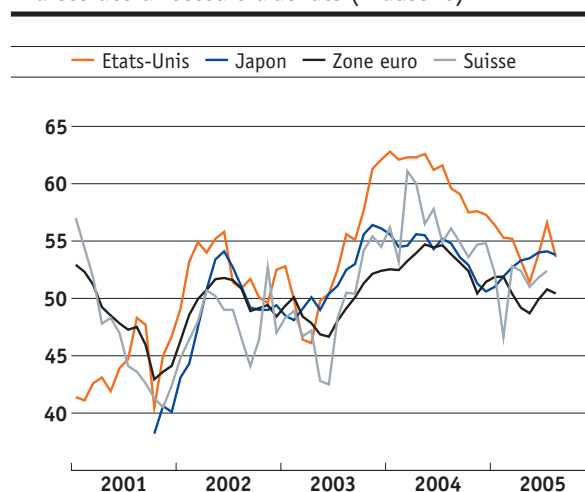
Des éléments importants soutiennent toutefois la conjoncture. Les entreprises sont incitées à investir grâce à leurs bénéfices élevés et à des conditions de financement attrayantes, tandis que l'amélioration constante de la situation sur le marché du travail et, partant, l'augmentation des revenus stimulent la consommation privée. Les entreprises ayant jusqu'ici relativement peu renforcé leurs capacités, un besoin de rattrapage considérable existe tant du côté des investissements que de celui des emplois.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

Lueurs d'espoir dans le ciel conjoncturel européen

Au premier semestre, l'évolution économique est restée plutôt terne dans les pays de l'UE. En moyenne, le PIB réel a augmenté de 1,5%, soit à un rythme supérieur à celui du second semestre de 2004 (0,9%). Mais cette évolution a reposé exclusivement sur les exportations. La demande intérieure n'a progressé que modérément.

Selon plusieurs indicateurs, la conjoncture commence à gagner en vigueur dans la zone de l'UE. Le climat d'affaires s'est nettement amélioré en juin et en juillet, après s'être sans cesse détérioré au cours des mois précédents. Les impulsions les plus importantes devraient continuer à venir de la demande étrangère, toujours vigoureuse et de surcroît stimulée par la dépréciation de l'euro. Ces tendances devraient avoir des répercussions positives sur les investissements, mais la consommation privée ne fournira probablement aucune impulsion substantielle dans le proche avenir, le climat de consommation étant toujours morose.

Croissance économique robuste en Asie

Les pays asiatiques sont restés des piliers importants de l'économie mondiale. Au Japon, le PIB réel a progressé en moyenne de 3,8% au premier semestre, et la croissance a reposé sur une large assis-

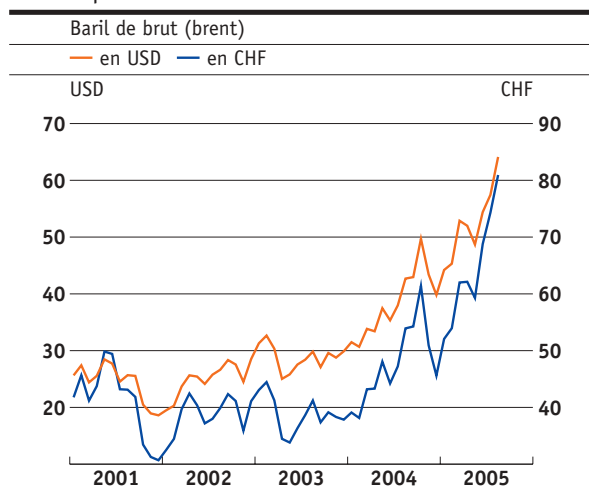
se. L'amélioration de la situation sur le marché du travail et les perspectives conjoncturelles favorables qui caractérisent les principaux marchés d'exportation japonais incitent à conclure que la production continuera à croître.

Au premier semestre, le PIB réel chinois dépassait de 9,5% son niveau de la période correspondante de 2004. Les exportations et les investissements ont marqué de vigoureuses expansions. Etant donné l'extension rapide des capacités de production, la propension à investir devrait diminuer peu à peu et la croissance économique devrait reposer davantage sur la consommation privée. Les pays industrialisés d'Asie du Sud-Est (Corée, Hong Kong, Singapour, Taiwan) semblent avoir surmonté la phase de stagnation qui les affectait depuis le milieu de 2004. Des impulsions découlent notamment de la demande plus forte de produits informatiques aux Etats-Unis et en Europe.

Hausse du renchérissement due au prix du pétrole – Inflation sous-jacente toujours basse

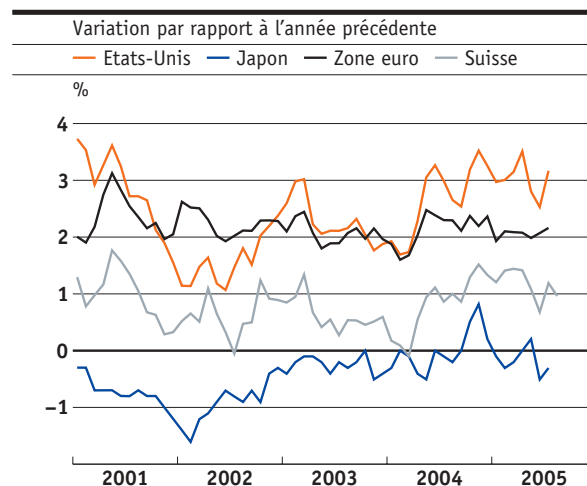
Les taux d'inflation, mesurés aux prix à la consommation, ont augmenté légèrement dans la plupart des pays industrialisés du fait de l'évolution des prix des carburants et du mazout. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel s'établissait à 3,5% en juillet, contre 2,8% en mai. Dans le même laps de

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: Thomson Datastream et OFS

temps, il a passé de 2% à 2,2% dans la zone euro. En revanche, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix des produits pétroliers, s'est quelque peu repliée depuis le début de l'année. En juillet, elle était de 2,1% aux Etats-Unis et de 1,3% dans la zone euro. Etant donné le niveau élevé du prix du pétrole, il faut s'attendre à une légère recrudescence du renchérissement global.

Politique monétaire – Caps divergents

Dans la plupart des pays, la politique monétaire a continué à produire des effets stimulants. Les écarts entre taux d'intérêt se sont toutefois creusés du fait que les pays sont à des stades différents du cycle conjoncturel. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi sa politique des petits pas et relevé d'un quart de point, en juillet comme en août, le niveau visé du taux de l'argent au jour le jour, niveau qui a ainsi passé à 3,5%. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon n'ont pas modifié leur politique monétaire. En revanche, la Banque de Suède a réduit son taux directeur de 0,5 point en juin, et la Banque d'Angleterre a abaissé le sien de 0,25 point en août.

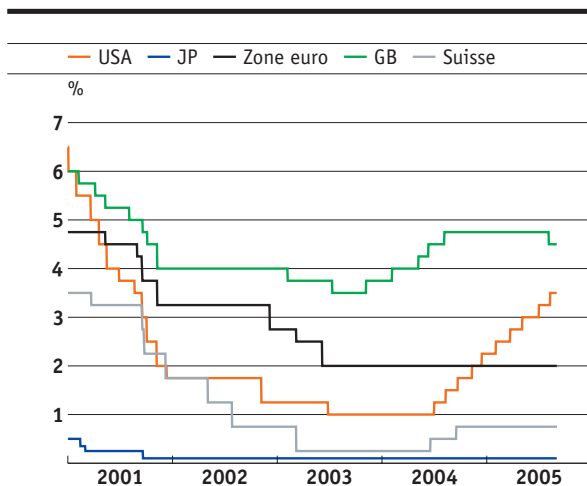
Début juillet, la banque centrale de la Chine a réévalué le yuan de 2% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Elle a également rattaché le yuan à un panier de monnaies et non plus au seul dollar.

Prévisions plus optimistes pour les Etats-Unis et le Japon – Perspectives plus mitigées pour la zone euro

Entre mai et août, les prévisions consensuelles pour la croissance du PIB réel en 2005 ont été révisées quelque peu à la hausse en ce qui concerne les Etats-Unis et le Japon et légèrement à la baisse pour ce qui a trait à la zone euro. Par rapport au mois de mai, les prévisions consensuelles portant sur 2006 ont été abaissées dans une faible mesure pour le Japon et la zone euro, mais la croissance aux Etats-Unis a été maintenue inchangée.

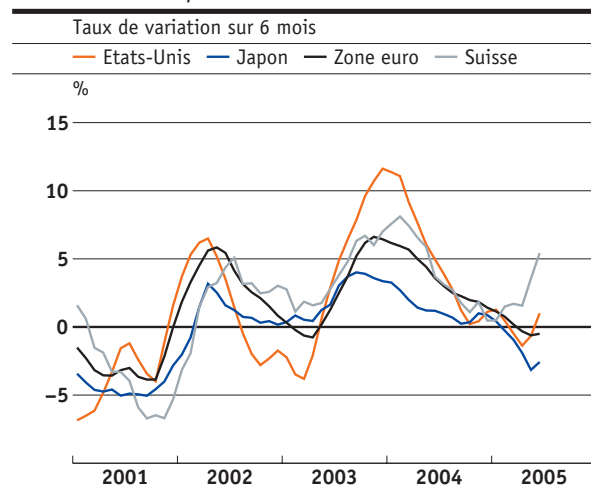
En vue de sa prévision d'inflation de septembre 2005, la BNS a modifié quelque peu les hypothèses qu'elle avait retenues en juin quant à l'évolution du PIB en 2005 (voir tableau 4.1). Elle est ainsi partie d'une évolution plus favorable pour les Etats-Unis et un peu moins pour l'UE (15 pays). Les hypothèses de la BNS correspondent largement aux prévisions consensuelles. En ce qui concerne la croissance de l'économie américaine en 2006, la BNS est un peu plus optimiste que les prévisions consensuelles et que la prévision de septembre du Fonds monétaire international (3,3%).

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

1 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente.

2 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente.

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

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Vive augmentation de la demande

Au deuxième trimestre de 2005, l'économie suisse a surmonté sa phase d'apathie du semestre d'hiver 2004/2005. Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le PIB réel a augmenté de 1,1% aussi bien par rapport au trimestre précédent que par rapport au deuxième trimestre de 2004; il affiche ainsi le même résultat qu'au premier trimestre de 2005, lequel a été corrigé nettement à la hausse. Alors que la plupart des composantes de la demande ont enregistré une accélération de leur rythme d'expansion, la forte diminution des stocks a eu des effets modérateurs sur la croissance économique.

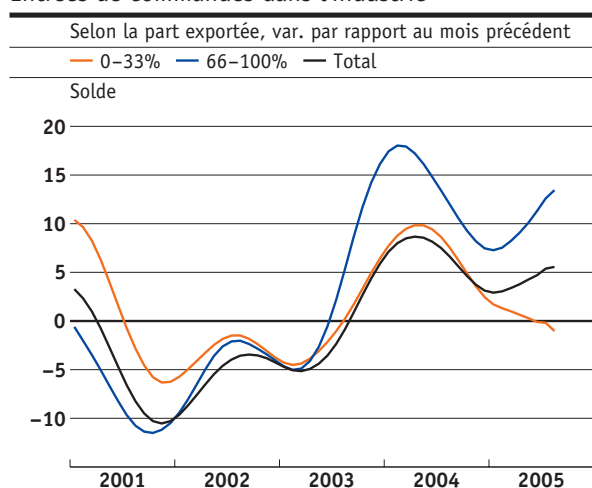
L'augmentation de la demande intérieure (sans les stocks), soit 4,8%, a été particulièrement vigoureuse, puisqu'elle s'est faite à un rythme deux fois supérieur à celui du premier trimestre. Les investissements en constructions ont contribué largement à ce

résultat en sortant du profond marasme – dû en partie aux mauvaises conditions météorologiques – dans lequel ils étaient tombés les deux trimestres précédents. Si les investissements en biens d'équipement ont continué à progresser lentement, la consommation privée a, elle aussi, joué un rôle important dans la croissance économique. La nette progression des exportations de biens a pesé davantage dans la balance. L'augmentation sensible de la demande globale (sans les stocks) s'est reflétée dans la reprise des importations. Les exportations ayant toutefois fait preuve d'encore plus de vigueur que les importations, le commerce extérieur dans son ensemble a contribué de façon positive à la croissance économique.

Fin août, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publié les résultats provisoires des comptes nationaux (CN) pour l'année 2004. Selon ceux-ci, le PIB réel a augmenté de 2,1% en 2004; il est donc supérieur de 0,4 point au niveau qui avait été établi par le seco sur la base d'une estimation trimestrielle.

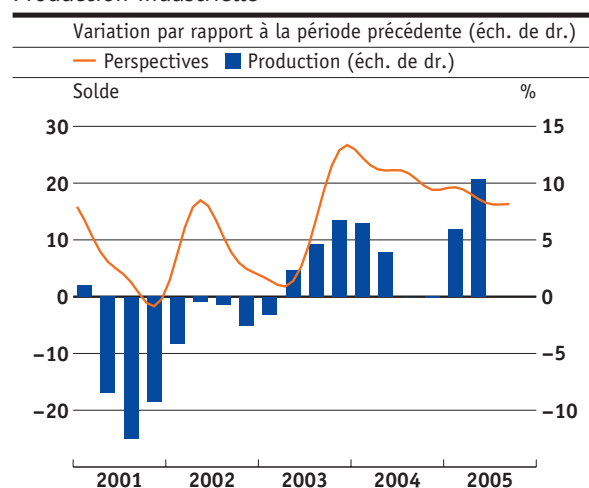
En conséquence, le seco a révisé ses estimations trimestrielles, mais la plus grande partie des adaptations se sont répercutées sur l'évolution du PIB en 2003.

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et KOF

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

	2001	2002	2003	2004	2003		2004				2005	
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Consommation privée	2,0	-0,0	0,8	1,4	1,7	1,8	2,8	-0,2	0,4	0,4	3,2	1,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	4,2	1,7	2,2	1,4	3,4	2,1	2,7	-0,2	-2,6	1,0	2,8	2,6
Formation de capital fixe	-3,1	0,3	-1,3	3,3	12,0	9,2	2,7	2,7	3,4	-4,5	-0,6	15,4
Construction	-3,4	2,2	1,8	4,1	9,2	9,6	18,0	-12,8	5,5	-5,5	-0,1	31,0
Biens d'équipement	-2,9	-1,1	-3,8	2,7	14,3	8,9	-8,9	18,4	1,7	-3,6	-0,9	3,3
Demande intérieure finale	1,0	0,3	0,5	1,8	4,1	3,5	2,8	0,5	0,7	-0,7	2,3	4,8
Demande intérieure	2,3	-0,5	0,4	1,0	1,9	3,3	-3,6	6,1	3,5	-5,3	5,8	-2,8
Exportations totales	0,2	-0,7	-0,5	8,9	12,7	13,2	17,9	-2,1	3,8	7,2	-8,8	25,5
Marchandises	1,4	1,1	-0,1	7,8	9,6	11,7	18,7	-5,3	6,0	4,4	-6,6	35,0
Sans les MPPAA ¹	3,7	0,4	0,7	7,6	10,5	13,8	13,8	-3,2	8,6	0,3	-5,0	38,5
Services	-2,8	-5,7	-1,6	12,0	22,1	17,5	15,6	6,7	-1,6	14,6	-14,2	3,0
Demande globale	1,7	-0,5	0,1	3,5	5,2	6,4	3,1	3,3	3,6	-1,3	0,7	5,9
Importations totales	3,2	-2,6	1,3	7,4	12,7	14,7	6,5	6,7	7,0	-3,9	0,0	19,2
Marchandises	1,8	-3,0	2,1	6,4	13,2	17,3	-1,8	9,3	10,4	-5,9	-3,1	23,9
Sans les MPPAA ¹	1,6	-2,2	2,7	6,6	22,9	13,1	6,2	0,7	14,2	-6,1	-0,4	14,3
Services	11,2	-0,7	-2,7	12,0	10,0	2,3	56,4	-4,0	-7,7	6,1	15,1	0,1
PIB	1,0	0,3	-0,3	2,1	2,6	3,3	1,9	2,0	2,3	-0,2	1,0	1,1

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

Source: seco

Eclaircie dans le secteur de l'industrie

La sortie de la phase de faiblesse se traduit également par l'amélioration continue, au deuxième trimestre, de la situation dans l'industrie. Les résultats de diverses enquêtes montrent que les commandes ont été sensiblement plus nombreuses et que les carnets de commandes se sont regarnis. Partant, les stocks ont été réduits et la production s'est accélérée. Les données relatives à la production industrielle que l'OFS a publiées en septembre dernier confirment cette évolution. Au deuxième trimestre, la production dans l'industrie manufacturière a progressé de 10% par rapport au trimestre précédent et dépassé de 4,7% le niveau qu'elle avait atteint un an auparavant.

Perspectives favorables

D'après les enquêtes menées en juillet, la reprise s'est poursuivie dans le secteur de l'industrie au début du troisième trimestre. Les entrepreneurs interrogés ont toutefois estimé qu'une nouvelle accélération de la croissance semblait peu probable pour le moment; concernant les perspectives à court terme, ils ont été un peu plus réservés que les mois précédents.

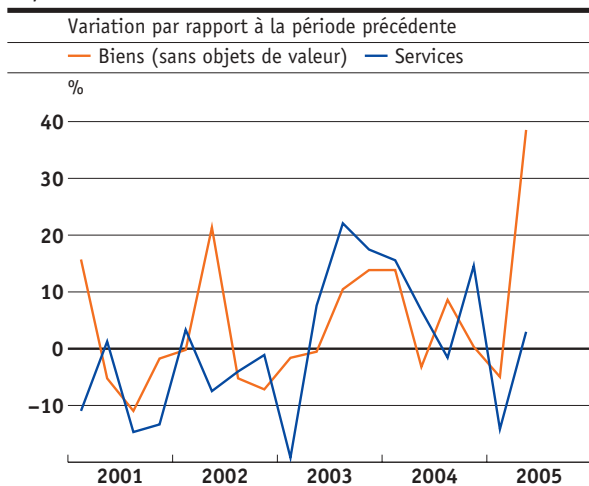
Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre juin et août avec quelque 140 entreprises de divers secteurs et

branches économiques ont donné une nouvelle fois une image favorable de la situation économique générale. L'amélioration conjoncturelle constatée lors du précédent cycle d'entretiens s'est poursuivie, et les écarts entre les diverses branches ont diminué. Il semble donc que la reprise de la conjoncture repose sur une plus large assise (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale», Bulletin trimestriel de la BNS, 3/2005).

Prévision relative au PIB pour 2005

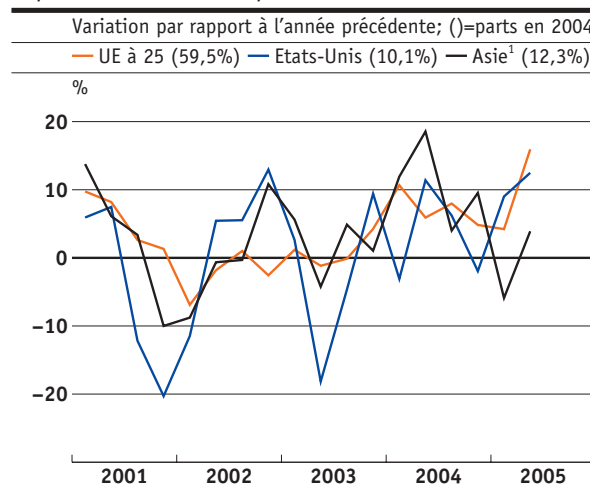
Pour le deuxième semestre de 2005, la Banque nationale table sur une poursuite de la reprise économique. Elle s'attend certes à ce que la croissance des investissements en constructions et des exportations faiblisse, après un essor notable au deuxième trimestre. Les violentes intempéries qui, en août, ont frappé la Suisse centrale et le canton de Berne auront sans doute temporairement un impact négatif sur l'ensemble de l'économie. Mais l'évolution de la conjoncture sur les marchés d'exportation importants, notamment d'Europe, est bien orientée, même si le fort renchérissement du pétrole fait peser un risque sur l'activité économique. Pour 2005, la Banque nationale prévoit une augmentation moyenne du PIB réel de l'ordre de 1%.

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)

Croissance vigoureuse des exportations

En volume, les exportations ont progressé sensiblement au deuxième trimestre alors qu'elles étaient encore en recul la période précédente. Les exportations de biens ont augmenté de presque 40%, et la croissance annuelle a fait un bond, passant de 0% à 9,4%. Les exportations de services, qui représentent plus du quart du total des exportations, se sont également redressées. Les recettes tirées du tourisme, des transports et des commissions bancaires ont affiché une croissance supérieure à la moyenne.

Dans les exportations de biens, les livraisons à l'étranger de biens de consommation (montres, produits chimiques et médicaments) et d'équipement (machines pour l'industrie et instruments de précision) ont marqué une expansion particulièrement vive. La demande de produits semi-finis suisses a par contre évolué modérément. Après leur forte augmentation du deuxième trimestre, les exportations ont perdu de leur dynamisme en juillet. Tandis que les ventes à l'étranger de produits semi-finis progressaient à un rythme un peu plus vigoureux, celles de biens de consommation et d'équipement, surtout, augmentaient de manière moins soutenue.

Les exportations en valeur, qui font l'objet d'une répartition géographique, se sont accrues vers les Etats-Unis, l'Europe et l'Asie à peu près dans la même mesure. Les exportations à destination de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, qui constituent à elles trois 40% environ du total des ventes suisses à l'étranger, ont affiché une progression légè-

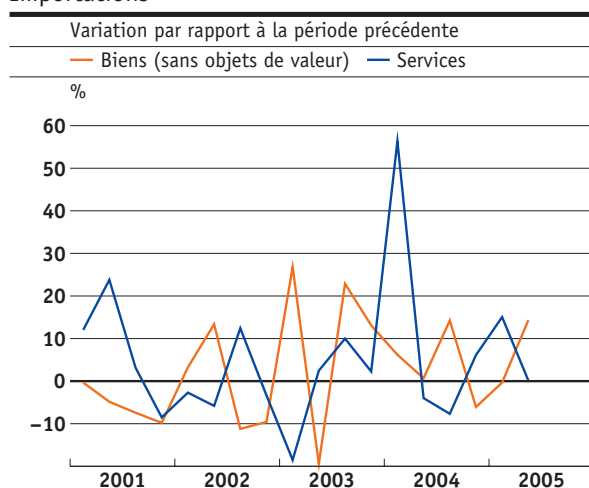
rement inférieure à la croissance moyenne des exportations vers l'UE. Ce résultat a toutefois été compensé par l'essor considérable des exportations vers la Grande-Bretagne, le Benelux et les nouveaux membres de l'UE. Les ventes aux pays de l'OPEP et à la Russie ont elles aussi continué à croître fortement; en tant que producteurs de pétrole, ces pays ont profité de la hausse des prix des produits énergétiques.

Hausse des importations

En volume, les importations ont suivi une évolution semblable à celle des exportations: après une phase de faiblesse entre octobre 2004 et mars 2005, elles ont augmenté sensiblement au deuxième trimestre de cette année. La hausse est due exclusivement à la forte expansion des importations de biens, puisque les importations de services ont stagné.

Les importations de biens d'équipement, de matières premières et de produits semi-finis se sont accrues dans une mesure particulièrement forte. Une grande partie de ceux-ci étant des biens intermédiaires pour l'industrie d'exportation, on peut en déduire que la conjoncture en matière d'exportations restera robuste. A l'inverse, les importations de biens de consommation se sont maintenues au niveau du trimestre précédent; celles de produits énergétiques ont baissé à la suite de l'envolée des prix dans ce secteur. Le mois de juillet a également été synonyme de perte de dynamisme pour les importations: dans les domaines des matières premières et des produits semi-finis, la tendance haussière s'est certes poursuivie, mais, dans les biens d'équipement, le rythme

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

de croissance s'est considérablement ralenti. Les importations de biens de consommation ont également diminué. Quant à celles de produits énergétiques, elles ont reculé plus fortement encore qu'auparavant.

Consommation privée: perspectives modérées à court terme – Amélioration en 2006

Au deuxième trimestre, la consommation privée s'est maintenue sur le chemin de la croissance. Selon les données révisées, elle avait marqué une augmentation sensible au premier trimestre. Par rapport à ce dernier, elle s'est accrue de 1,8%, dépassant ainsi le niveau observé un an auparavant (1,5%). Les principales impulsions ont découlé de la consommation de biens. Grâce à la bonne marche des affaires observée en juin, les chiffres d'affaires du commerce de détail en termes réels ont nettement progressé au deuxième trimestre; ils étaient de 1,8% supérieurs à leur niveau de la période correspondante de 2004. Cependant, tous les domaines n'ont pas profité de ce renforcement de la demande; les biens durables notamment n'en ont guère tiré avantage. Alors que la tendance à la hausse s'est raffermie dans le domaine des aménagements du logement, les importations de voitures de tourisme ont continué à reculer.

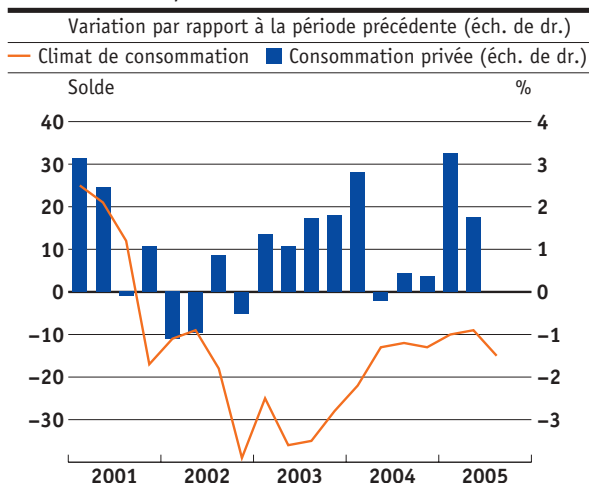
Pour ce qui est du tourisme intérieur, la situation est actuellement difficile à évaluer, car la reprise par l'OFS de sa statistique sur l'hébergement touristique est encore trop récente pour permettre des comparaisons fiables avec les périodes précédentes.

L'enquête que le KOF a menée dans la restauration et l'hébergement pour le deuxième trimestre révèle que le nombre de nuitées d'hôtes suisses s'est accru à un rythme légèrement plus élevé qu'au premier trimestre. Dans leurs entretiens avec les délégués aux relations avec l'économie régionale, les représentants de la branche du tourisme ont également signalé une amélioration de la fréquentation.

Les résultats de l'enquête du seco auprès des consommateurs se sont révélés moins bons en juillet qu'en avril. L'indice du climat de consommation s'est inscrit à -15 points, contre -9 points en avril. Les ménages se sont montrés plus pessimistes quant aux perspectives économiques générales, même si les jugements portés sur leur situation financière ne s'écartent que très peu de ceux qu'ils avaient exprimé en avril; une fois encore, ils ont fait part d'une grande inquiétude en ce qui concerne la sécurité de l'emploi.

Cette évolution laisse présager un nouvel affaiblissement de la croissance de la consommation privée au second semestre. En 2006, les ménages devraient en revanche profiter d'une plus grande marge de manœuvre financière. La Banque nationale prévoit que les revenus réels des salariés augmenteront de 1,3% en 2006, du fait des perspectives légèrement plus favorables en matière d'emploi; leur progression serait donc supérieure à celle de 2005 (0,5%). La consommation privée devrait ainsi poursuivre son léger mouvement de hausse.

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

Forte expansion des investissements en constructions

Après une phase de faiblesse très nette durant le semestre d'hiver 2004/2005, les investissements en constructions se sont redressés au deuxième trimestre. Ainsi, ils dépassaient de 7% leur niveau du trimestre correspondant de l'année précédente. Cette expansion a concerné tous les secteurs de la construction, en particulier celui des logements; le nombre de logements en construction était supérieur de 10% au niveau observé un an auparavant. La Société suisse des entrepreneurs a signalé des progressions également dans les autres secteurs du bâtiment et dans le génie civil.

Etant donné le niveau élevé des réserves de travail, la construction de logements devrait continuer à croître. Il faut cependant s'attendre à un tassement au cours de 2006. En effet, le besoin de rattrapage résultant de la période de recul de l'activité – les années 1995 à 2002 – devrait être progressivement couvert, comme le montre la lente hausse du taux de logements vacants¹. De plus, les coûts en augmentation devraient tempérer la demande de locaux à usage d'habitation. Au premier semestre de 2005, le nombre de logements dont la construction a été autorisée a reculé. Les autres secteurs de la construc-

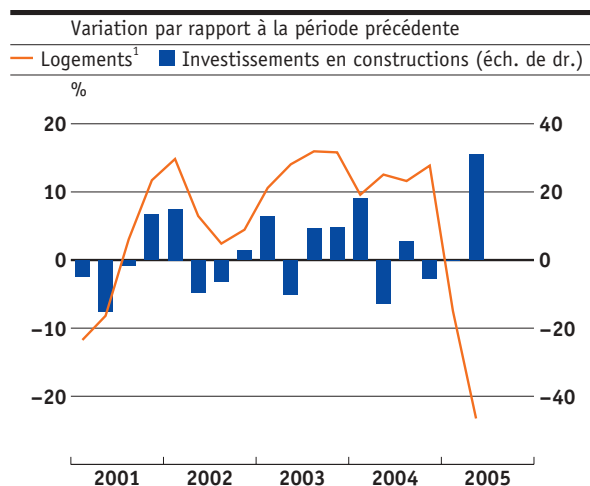
tion ne devraient guère compenser cette diminution de l'activité du côté des locaux à usage d'habitation. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et au commerce, qui avait été stimulée temporairement par l'extension des surfaces de vente continue à pâtir des nombreux locaux inoccupés – bureaux et surfaces destinées à l'artisanat – ainsi que de la faible propension à investir des entreprises. Par ailleurs, les impulsions découlant du génie civil et de la construction de bâtiments pour le secteur public devraient rester modestes étant donné les efforts d'économies des collectivités publiques.

Reprise modérée des investissements en biens d'équipement

Au deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont progressé – légèrement – pour la première fois depuis le troisième trimestre de 2004. En comparaison annuelle, ils ont toutefois stagné. Ces investissements ne devraient guère marquer d'expansion au cours des prochains trimestres. Les entreprises estiment toujours qu'elles disposent de capacités de production suffisantes. Selon l'enquête que le KOF a menée au deuxième trimestre, la part des entreprises ayant annoncé des capacités insuffisantes a diminué pour s'établir à un niveau bas.

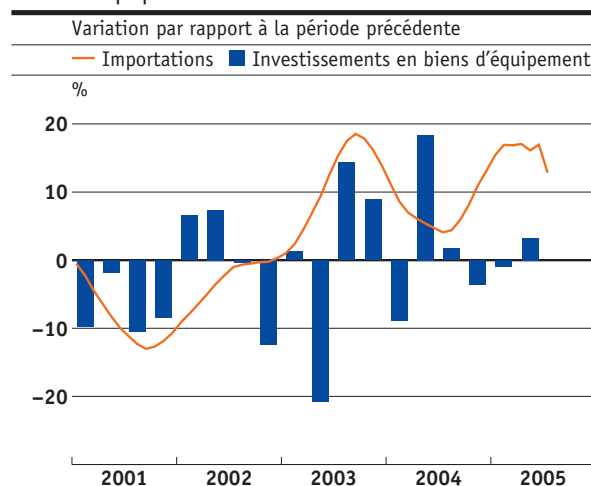
1 Source: Wüest & Partner

Graphique 2.7
Constructions



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

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2.2 Utilisation des capacités de production

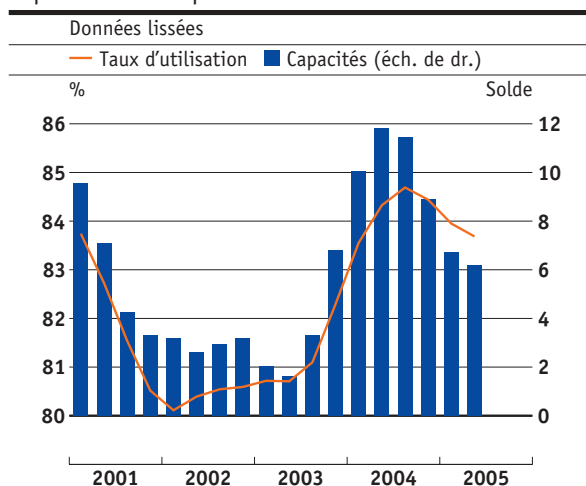
Léger recul du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie

Il ressort de l'enquête effectuée en juillet par le KOF que le taux d'utilisation des capacités techniques a encore diminué du premier au deuxième trimestre. Ce nouveau repli a été cependant modéré grâce à l'accroissement de la production industrielle. Le taux d'utilisation des capacités s'établissait à 83,9% et était ainsi à peine inférieur à sa moyenne à long terme.

Ecart de production inchangé pour l'ensemble de l'économie

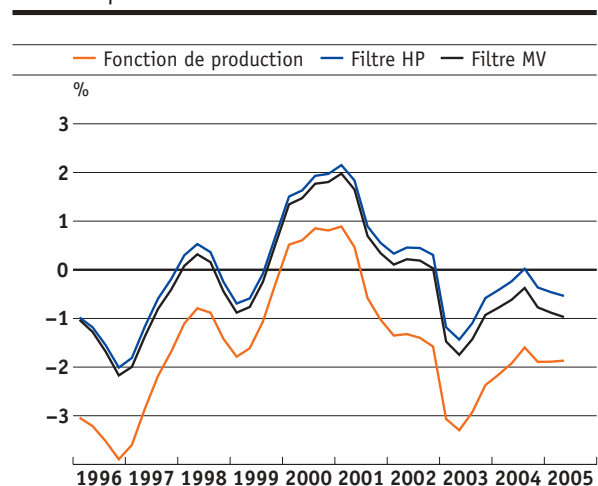
Alors que le taux d'utilisation des capacités techniques est proche de sa moyenne à long terme, la situation sur le marché du travail indique que des ressources restent inutilisées. L'écart de production – différence, en pourcentage, entre le PIB réel et la production potentielle (estimée) – le confirme. Le graphique 2.10 montre trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de la fonction de production, du filtre de Hodrick et Prescott (HP) et du filtre multivarié (MV). Le PIB réel et la production potentielle ayant augmenté approximativement au même rythme au deuxième trimestre, l'écart de production est resté presque inchangé par rapport au trimestre précédent.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



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

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Légère augmentation de l'emploi

Au deuxième trimestre, la reprise de la conjoncture a également influé sur l'emploi. Après avoir sans cesse reculé depuis le milieu de 2004, le nombre de personnes occupées a augmenté de 0,4% par rapport au premier trimestre de 2005 et de 0,2% en comparaison annuelle. La répartition selon le taux d'occupation montre que les emplois à temps plein ont continué à diminuer, tandis que ceux qui sont à temps partiel ont poursuivi leur progression. Pour la première fois depuis le début de 2001, le nombre total d'heures travaillées ne s'est pas replié d'un trimestre à l'autre.

Toujours au deuxième trimestre, l'emploi s'est accru à un rythme supérieur à la moyenne dans la construction (0,9%) et dans l'industrie (1,1%). Dans le secteur des services, sa croissance est restée par contre modeste (0,3%) et limitée à des domaines tels que l'administration publique, l'instruction et la santé. Dans les services privés, d'importantes branches ont encore supprimé des postes de travail. Il s'agit notamment des banques et du commerce de détail; dans chacune de ces deux branches, l'emploi a fléchi de près de 3% en comparaison annuelle.

Taux de chômage inchangé

Le taux de chômage s'établissait à 3,8% en avril et à 3,6% en août; ainsi, la Suisse comptait encore 142 400 chômeurs inscrits en août. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est cependant demeuré inchangé à 3,8%. Le nombre de demandeurs d'emploi a suivi une évolution analogue. Entre avril et août, il a diminué, passant à 210 100, soit à un taux de 5,3%. Mais il est resté stable à 5,5% en données corrigées des variations saisonnières.

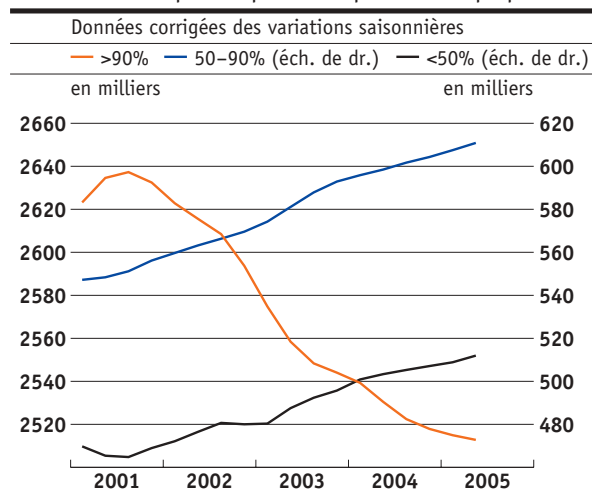
La répartition géographique montre que le taux de chômage (après correction des variations saisonnières) était toujours de 3,3% en Suisse alémanique. Il a quelque peu diminué en Suisse romande pour s'établir à 5,1%. Au Tessin, il a par contre très légèrement augmenté, passant à 4,9%.

Toujours pas d'amélioration durable en vue

Bien que l'emploi ait marqué une embellie au deuxième trimestre, les indicateurs relatifs à la demande de main-d'œuvre ne signalent aucun retournement de tendance dans le proche avenir. Ni l'indice des places vacantes établi par l'OFS ni l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, ne laissent percevoir de signes d'amélioration. Ces deux indices étaient toujours à des niveaux très bas. La productivité du travail augmentant de près de 1,5% par an, il faut une croissance du PIB réel durablement supérieure à 1,5% pour que l'emploi se redresse sensiblement et que le chômage décline.

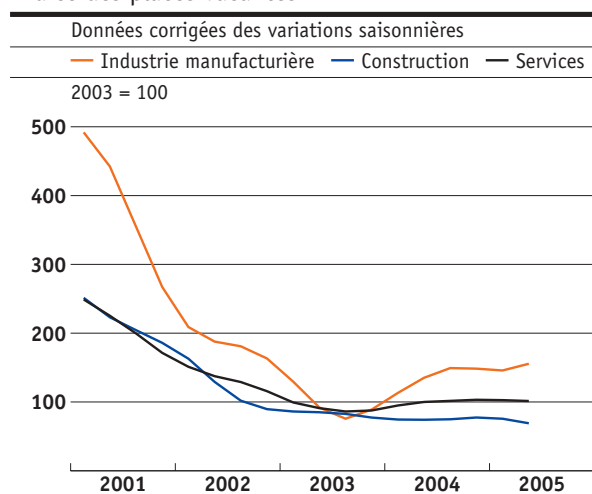
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



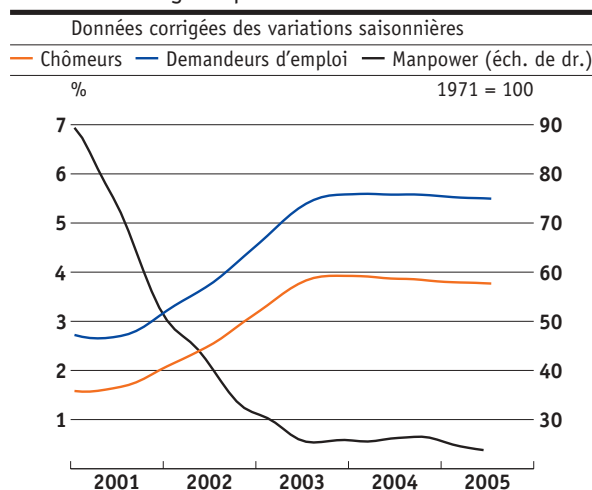
Graphique 2.12

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 que les prix à la production et à l'importation exercent sur les prix en aval, c'est-à-dire au niveau de la consommation, ont continué à diminuer entre avril et juillet. Les produits pétroliers ont toutefois constitué une exception, leurs prix n'ayant cessé de monter en comparaison annuelle. Le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la production, était de 0,6% en juillet, contre 0,8% en avril. Au niveau des prix à l'importation, il a faibli, passant de 2,2% à 2% dans la même période.

Il ressort de la répartition selon le genre de biens que la baisse des prix des produits agricoles a continué, mais à un rythme légèrement moindre (juillet: -0,6%). Du côté des biens intermédiaires, le renchérissement s'établissait à 0,6%. Il a diminué de moitié grâce surtout à l'évolution des prix des produits métallurgiques. Les prix des biens de consommation et ceux des biens d'équipement n'ont guère varié, mais le renchérissement est resté à un niveau élevé, soit à 17,1%, dans le domaine des produits énergétiques (produits pétroliers, électricité, gaz).

Prix à la consommation – Renchérissement dans l'ensemble stable

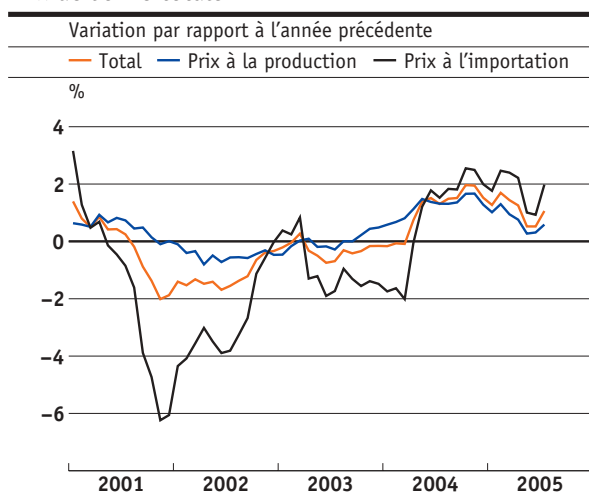
Comme la BNS s'y attendait selon sa prévision d'inflation de juin 2005, le renchérissement annuel, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), a très peu fluctué entre mai et août. Il était de

1% en août, contre 1,1% en mai. Les impulsions les plus fortes sont venues des produits pétroliers qui entrent dans l'indice des prix à la consommation (mazout et carburants). En effet, les deux tiers de la moyenne des taux annuels de renchérissement des mois de mai à août étaient à mettre au compte de ces produits. Si l'on fait abstraction de ces composantes, le renchérissement annuel a faibli, passant de 0,6% en mai à 0,2% en août. Du côté des marchandises, qui constituent près de 40% du panier de l'indice, la baisse des prix s'est poursuivie.

Nouveau repli du renchérissement intérieur

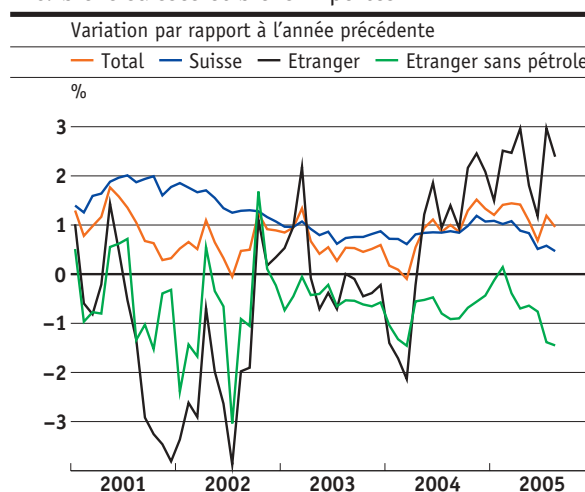
Si l'on prend les marchandises et services d'origine suisse, le renchérissement annuel s'établissait à 0,5% en août, contre 0,8% en mai. Son repli a découlé essentiellement des services privés. Certains facteurs spéciaux ont cependant aussi joué un rôle. Ainsi, l'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a augmenté de 0,3% en août; néanmoins, le renchérissement annuel dans ce domaine a reculé de 0,5 point, pour s'inscrire à 1% à la suite d'un effet de base (mise à jour de l'échantillon l'année précédente). Dans les autres services privés, le renchérissement a faibli, passant de 1% à 0,3%, notamment grâce à des baisses de tarifs dans les télécommunications et à l'allègement des pressions à la hausse sur les prix du trafic aérien. Du côté des services publics, le renchérissement a par contre augmenté de 0,2 point pour s'établir à 1,5%; le relèvement des taxes hospitalières explique en partie cette accélération. La baisse en un an des prix des marchandises d'origine

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS

suisse s'est poursuivie approximativement au même rythme (août: -0,5%). Les prix de l'électricité et de nombreuses denrées alimentaires ont diminué.

Accélération du renchérissement importé du fait de l'évolution du prix du pétrole

Dans le sillage du prix du pétrole, le renchérissement annuel des biens de consommation importés s'est accru, passant de 1,8% en mai à 2,4% en août. Les prix des produits pétroliers entrant dans l'indice des prix à la consommation dépassaient de 18,2%, en août, le niveau observé un an auparavant; en mai, leur hausse était de 13,2%. Les prix des autres marchandises importées ont en revanche continué leur mouvement de repli. En août, ils étaient inférieurs de 1,4% à leur niveau du même mois de l'année précédente (mai: -0,6%). Les baisses de prix ont été particulièrement marquées dans l'électronique domestique et dans certains domaines de l'habillement.

Ralentissement de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS

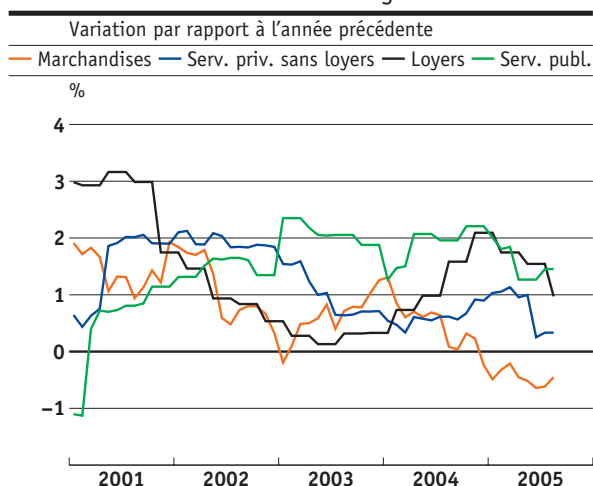
Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale, à long terme, des prix. C'est pourquoi la BNS calcule une inflation sous-jacente. Elle procède ainsi: chaque mois, les biens dont les prix, en comparaison annuelle, ont augmen-

té le plus (15% du panier-type) et le moins (15% également) sont exclus de l'indice des prix à la consommation. L'inflation sous-jacente ainsi calculée s'établissait à 0,6% en août, soit à un niveau inférieur à celui de mai (0,8%). On peut voir dans cette évolution une modération de la tendance que marque le niveau général des prix.

Net recul des inflations sous-jacentes calculées par l'OFS

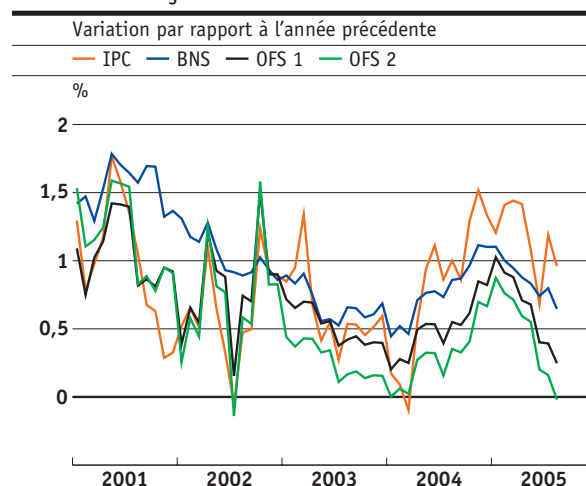
Contrairement à la BNS, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte de surcroît les biens dont les prix sont administrés. Entre mai et août, l'inflation sous-jacente 1 a reculé de 0,5 point pour s'établir à 0,2%, tandis que l'inflation sous-jacente 2 s'est repliée de 0,6 point, passant à 0%. Les écarts entre les inflations sous-jacentes de la BNS et de l'OFS s'expliquent en grande partie par les baisses de prix dans l'électronique, les vêtements et les chaussures. Dans le calcul de la BNS, ces baisses de prix sont exclues du fait qu'elles entrent dans les effets spéciaux qui modèrent le renchérissement. L'OFS, par contre, en tient compte dans ses inflations sous-jacentes.

Graphique 2.16
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

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

Tableau 2.2

	2004	2004	2005					
		4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
IPC, indice général	0,8	1,4	1,4	1,1	1,1	0,7	1,2	1,0
Marchandises et services du pays	0,9	1,1	1,1	0,7	0,8	0,5	0,6	0,5
Marchandises	0,5	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5
Services	1,0	1,4	1,5	1,1	1,2	0,8	0,9	0,7
Services privés, sans loyers	0,6	0,8	1,1	0,7	1,0	0,3	0,3	0,3
Loyers	1,2	1,9	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,0
Services publics	1,9	2,2	1,9	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5
Marchandises et services de l'étranger	0,6	2,2	2,2	2,0	1,8	1,2	3,0	2,4
Sans produits pétroliers	-0,8	-0,6	-0,1	-0,7	-0,6	-0,8	-1,4	-1,4
Produits pétroliers	9,3	19,2	14,0	14,7	13,2	9,7	22,9	18,2

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Taux d'intérêt à court terme inchangés

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin 2005, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Elle a annoncé son intention de maintenir le Libor dans la zone médiane de cette marge, soit autour de 0,75%. Trois raisons l'ont incitée à poursuivre la politique monétaire expansionniste. D'abord, la reprise de la conjoncture avait pris du retard. Sur le plan de l'inflation, les perspectives à moyen terme s'étaient par conséquent améliorées. Enfin, l'évolution de la conjoncture était plus difficile à prévoir du fait du prix du pétrole en hausse.

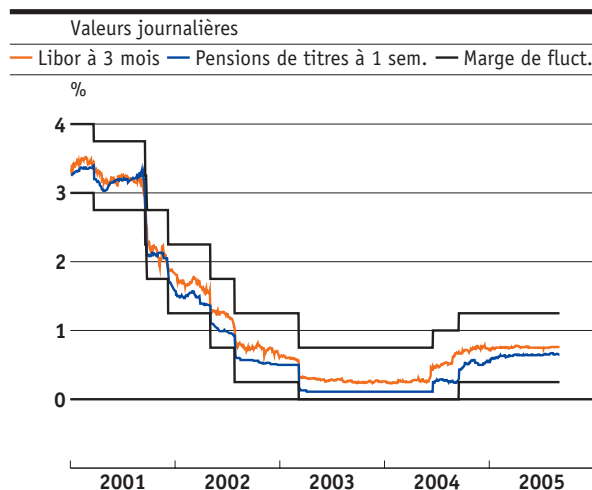
Entre la mi-juin et la mi-septembre, le Libor à trois mois ne s'est guère écarté du niveau visé, soit de 0,75%. Comme précédemment, la Banque nationale a joué sur les conditions qu'elle applique à ses pensions de titres pour influencer sur le Libor. Elle a conclu principalement des opérations à une semaine. Le taux d'intérêt de ses pensions de titres à une semaine a fluctué entre 0,64% et 0,67%.

Hausse des taux d'intérêt sur les «futures»

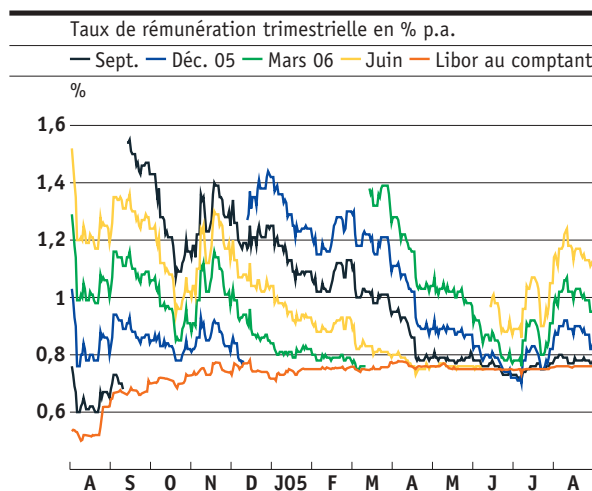
Généralement, les marchés financiers ont tablé sur une stabilité, à court terme, de la marge de fluctuation que la BNS assigne au Libor à trois mois. Les taux d'intérêt sur les contrats («futures») ont certes augmenté en juillet et au début d'août. La baisse qui a suivi a cependant annulé en partie cette hausse. Le taux des contrats à exécuter peu après l'examen de la situation économique et monétaire du 15 septembre n'a finalement augmenté que légèrement pour s'établir un peu au-dessus de 0,75%. Les taux des contrats à exécuter en décembre 2005 ainsi qu'en mars et en juin 2006 sont en revanche supérieurs à 0,75%, ce qui laisse supposer que les marchés escomptent à moyen terme des taux courts plus élevés (voir graphique 3.2).

Pour ce qui a trait à l'évolution des taux d'intérêt jusqu'à la mi-décembre, l'incertitude des intervenants sur les marchés est relativement faible, comme le montre l'écart entre le taux à terme et le taux à trois mois qui est attendu (ce dernier est estimé à l'aide d'un modèle de structure par termes de taux). Selon les anticipations du 8 août, cet écart n'était

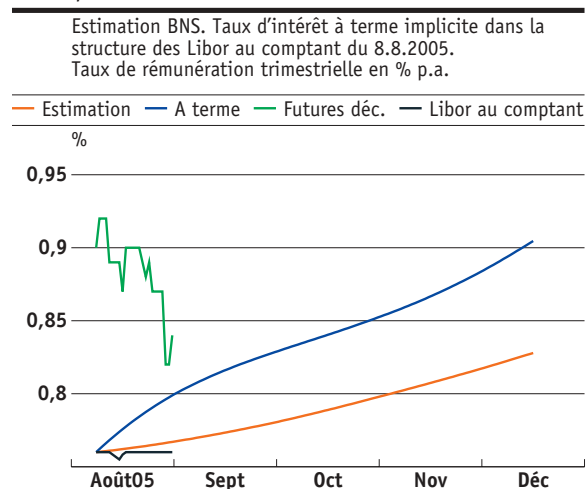
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3
Anticipations du taux d'intérêt à 3 mois



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

que de 7 points de base peu avant l'examen de la situation économique et monétaire de la mi-décembre, ce qui signifie que la prime de risque était faible (voir graphique 3.3).

Evolution des écarts entre taux à court terme

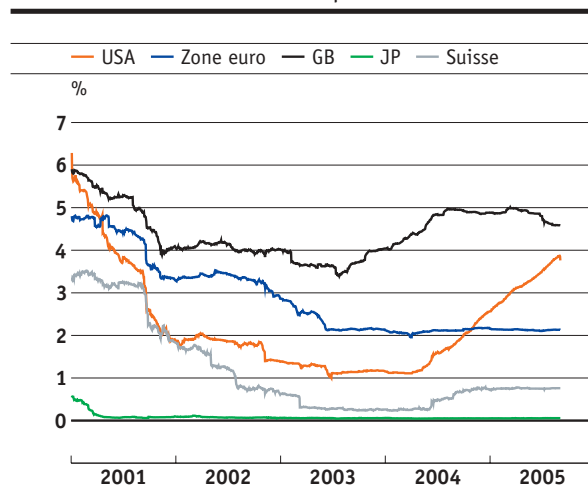
Les taux d'intérêt à court terme de la zone euro sont eux aussi restés largement inchangés. Aussi l'écart entre les rémunérations sur les dépôts à court terme en euros et en francs n'a-t-il guère varié. Il s'établissait à 1,38 point à la mi-septembre. En revanche, la banque centrale des Etats-Unis a poursuivi sa stratégie consistant à relever graduellement ses taux directeurs. Mesuré aux Libor à trois mois, l'écart entre les rémunérations des dépôts en dollars et en francs s'est par conséquent accru, passant d'environ 2,7 points à la mi-juin à 3,11 points à la mi-septembre.

Taux longs à des niveaux bas

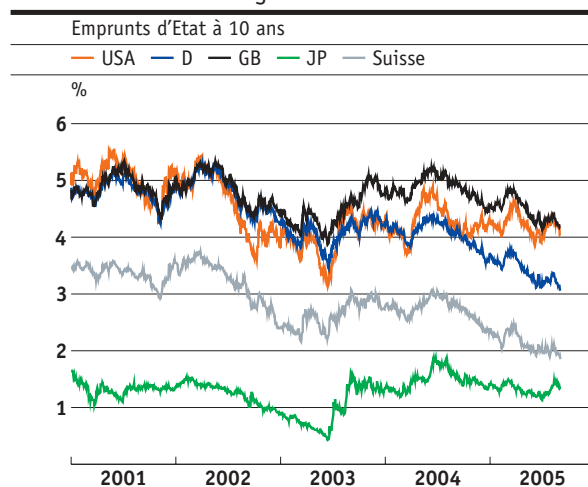
Les rendements à long terme ont augmenté en juillet et dans la première moitié d'août (voir graphique 3.5). Aux Etats-Unis, le rendement des obligations d'Etat à dix ans a ainsi progressé de plus de 30 points de base. Une évolution semblable, mais moins vive, a été observée en Allemagne et au Japon. En Suisse, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération était, en juin, à son niveau historiquement le plus bas, soit à 1,9%. Il s'est ensuite redressé légèrement pour s'établir un peu au-dessus de 2%. Un nouveau repli a été observé dans la seconde moitié d'août. Tant en Suisse qu'en Allemagne, les rendements étaient, début septembre, à des niveaux jamais observés jusque-là. Comme le montre le graphique 3.6, la courbe des rendements nominaux d'emprunts à intérêts précomptés s'est encore aplatie en Suisse. Les rendements ont diminué en particulier dans le segment des durées très longues.

Plusieurs facteurs ont contribué au bas niveau des rendements à long terme. Ainsi, les caisses de pensions et compagnies d'assurances sont incitées, par les réglementations en vigueur, à renforcer la part des obligations à long terme dans leurs portefeuilles. Cette demande supplémentaire pousse les cours des obligations à la hausse et, partant, fait baisser les rendements. En outre, les anticipations inflationnistes se sont stabilisées à un niveau bas grâce à la politique monétaire qui a été menée avec succès ces dernières années. De ce fait, l'écart entre les taux d'intérêt nominaux et réels reste faible, et la prime qui couvre le risque d'inflation pris par les investisseurs est maintenue à un niveau bas. On peut

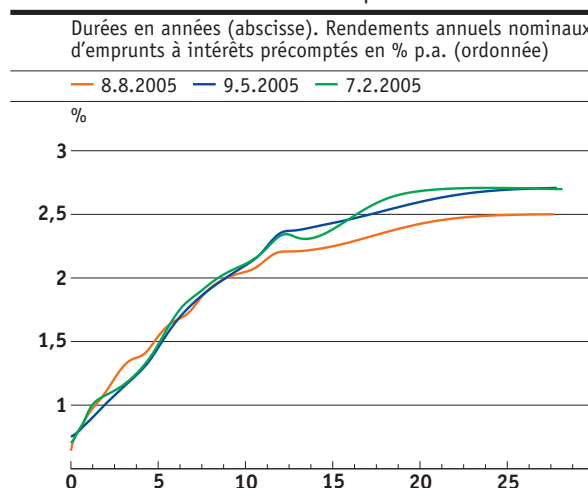
Graphique 3.4
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



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 et 3.6: BNS

Sources pour graphique 3.5: Thomson Datastream et BNS

aussi mentionner les achats d'obligations d'Etat libellées en dollars que des pays asiatiques – la Chine et le Japon en particulier – ont effectués pour des raisons de politique de change. Les pressions à la baisse que ces achats ont exercées sur les rendements obligataires aux Etats-Unis se sont répercutées sur d'autres marchés des capitaux, vu les interactions entre les marchés. Enfin, les perspectives en matière de croissance économique se reflètent dans le bas niveau des taux d'intérêt à long terme. Généralement, les taux d'intérêt réels tendent à augmenter dans les phases de croissance vigoureuse et à se replier dans celles de croissance faible.

Diminution des écarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

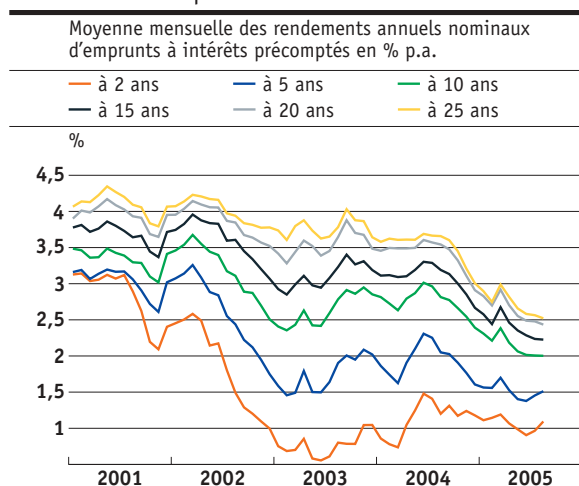
L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires de diverses qualités peut être illustrée au moyen des écarts entre les taux d'intérêt («credit-spreads»). Ces écarts, qui font l'objet des graphiques 3.8 et 3.9, sont mesurés pour diverses catégories de débiteurs – cantons et entreprises – et diverses qualités des emprunts par rapport au rendement des obligations correspondantes de la Confédération (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel

1/2004, p. 33). Tous les rendements sont calculés pour des emprunts à intérêts précomptés d'une durée de cinq ans.

Les graphiques montrent que les écarts ont légèrement diminué depuis le début de l'année. Ces replis peuvent être observés tant pour les emprunts de première classe (graphique 3.8) que pour ceux de troisième classe (graphique 3.9). Dans le cas des emprunts de première classe de l'industrie, l'écart – ou la prime de risque de crédit – s'est réduit, passant de 50 points de base au début de l'année à environ 40 points de base à fin août. Pour les emprunts de troisième classe de l'industrie, l'écart était de 50 points de base à fin août, contre 80 points de base au début de l'année.

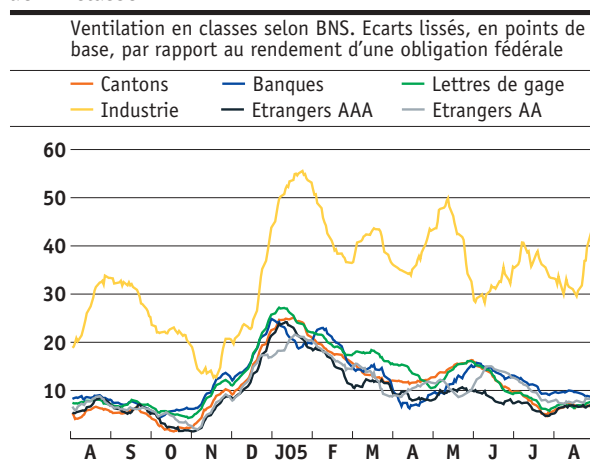
Le risque que court un investisseur – être confronté au fait qu'un débiteur ne puisse plus assurer le service de la dette sur ses emprunts – est nettement moins élevé dans une phase de reprise de la conjoncture que dans une phase de croissance économique faible ou négative. Les écarts entre taux d'intérêt peuvent donc être considérés comme des indicateurs avancés de l'activité économique. La diminution des écarts qui est observée depuis le début de l'année est ainsi le signe d'une amélioration des perspectives économiques.

Graphique 3.7
Rendements d'emprunts fédéraux



Source: BNS

Graphique 3.8
Ecarts de rendements pour emprunts à 5 ans de 1^{re} classe



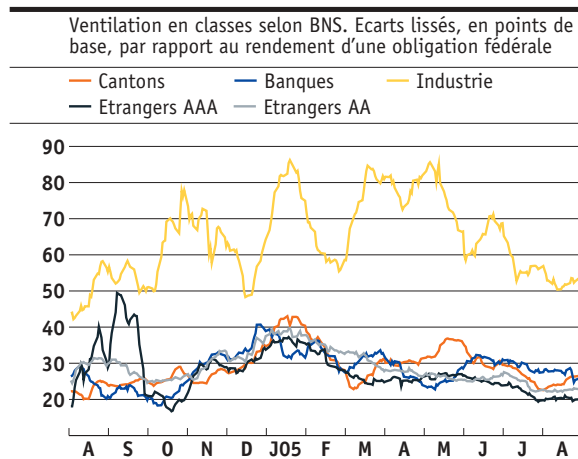
Source: BNS

Taux d'intérêt réels à court terme toujours négatifs

Le graphique 3.10 montre l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles d'août 2005²). Ainsi calculé, le taux d'intérêt réel à un an était négatif au deuxième trimestre, comme les onze trimestres précédents. Il a diminué de 10 points de base par rapport au premier trimestre et s'établissait à -0,3% en juin. Par conséquent, les taux d'intérêt réels à court terme reflètent une politique monétaire toujours expansionniste.

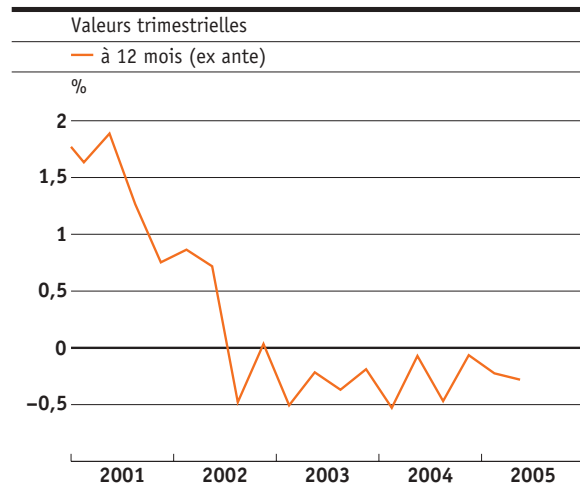
2 Voir tableau 1.1.

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



Source: BNS

Graphique 3.10
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

3.2 Cours de change

Affaiblissement du dollar

En juillet, le dollar n'a guère varié face aux principales monnaies. Il a faibli en août, bien que la croissance de l'économie américaine ait été relativement vigoureuse et que l'écart de taux d'intérêt en faveur de placements en dollars ait augmenté. Début septembre, la monnaie américaine s'échangeait à 1,22 franc et était ainsi approximativement à son niveau du printemps. En revanche, la relation de change entre l'euro et le franc est restée largement stable. L'euro valait 1,54 franc début septembre (voir graphique 3.11).

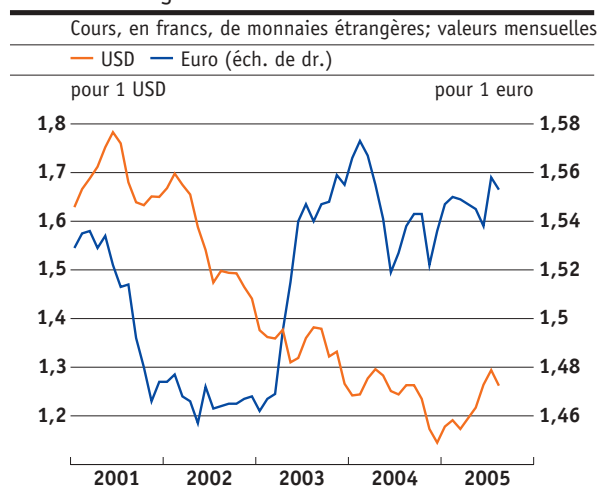
En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a baissé nettement en juillet. Elle était inférieure à la moyenne observée depuis le début de 1999. Depuis l'introduction de l'euro, le franc a faibli de près de 4% face à cette monnaie, en termes réels et après pondération par les exportations (voir graphique 3.12).

Conditions monétaires expansionnistes

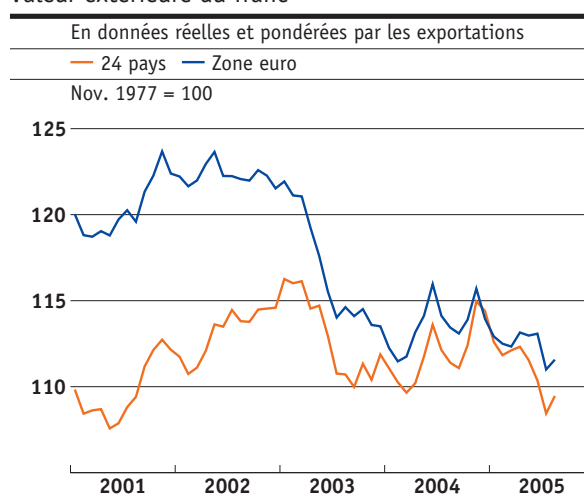
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Les deux courbes du graphique 3.13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

Mesurées à l'évolution de cet indice, les conditions monétaires sont devenues plus expansionnistes en Suisse jusqu'à la fin de juillet. En effet, les taux d'intérêt à court terme sont restés approximativement inchangés dans cette phase, tandis que le franc a faibli sur les marchés des changes. En août, un mouvement opposé a été observé; à la fin de ce mois, l'ICM était très proche du niveau zéro, ce qui indique des conditions monétaires inchangées par rapport au précédent examen de la situation économique et monétaire.

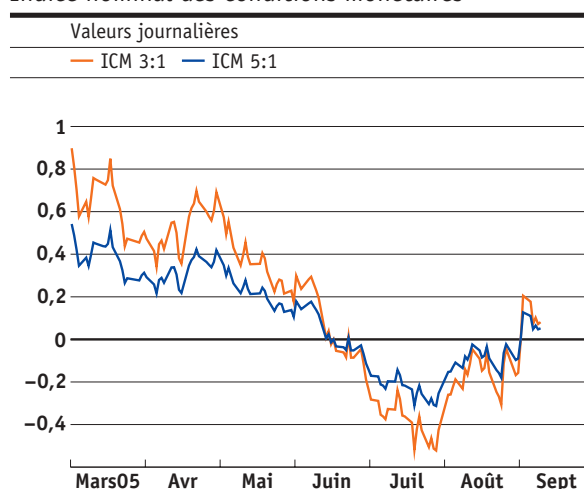
Graphique 3.11
Cours de change



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

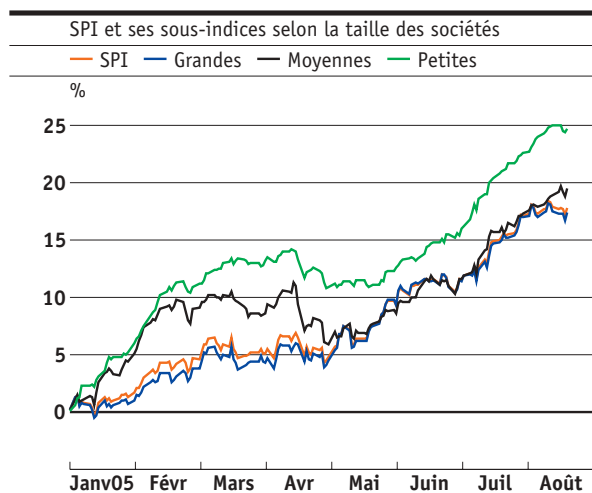
3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

Hausse sur les marchés des actions

Dans la période examinée, les cours des actions ont continué à augmenter en Europe et au Japon. Ils ont par contre stagné aux Etats-Unis. De tous les marchés européens, le marché suisse est celui qui a enregistré la hausse la plus forte. Le Swiss Performance Index (SPI) a gagné 17% depuis le début de l'année. Les valeurs de tous les secteurs et des trois tailles de sociétés ont contribué à cette évolution favorable. Les valeurs de l'industrie et de la haute technologie sont celles qui ont le plus progressé. En général, les valeurs des petites sociétés ont augmenté davantage que celles des sociétés moyennes et grandes.

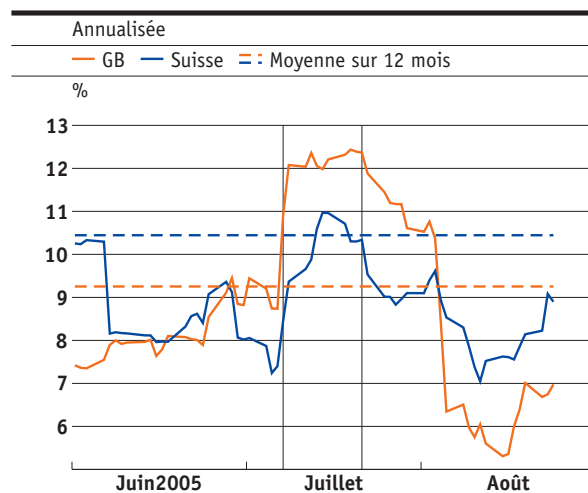
Comme les principaux indices étrangers, le SPI a atteint son niveau le plus élevé depuis 2002. Les attentats à la bombe qui ont secoué Londres en juillet n'ont guère eu de répercussions sur la tendance à la hausse. Les fluctuations de l'indice londonien, faibles en comparaison historique, l'attestent. Comme le montre le graphique 3.15, la volatilité des actions britanniques a été légèrement supérieure à sa tendance des douze derniers mois uniquement pendant les trois semaines qui ont suivi le premier attentat. Par contre, l'évolution du prix du pétrole a sans doute freiné la hausse des marchés des actions.

Graphique 3.14
Performance des actions suisses



Source: Swiss Exchange (SWX)

Graphique 3.15
Volatilité des cours des actions



Lignes verticales = dates des attentats à Londres (7 et 21 juillet).

Source: Thomson Datastream

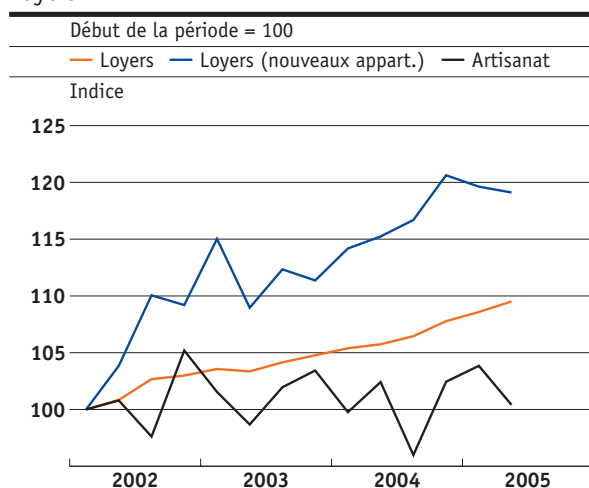
Immobilier – Prix et loyers plus stables

Sur le marché de l'immobilier, les prix et les loyers ont enregistré des variations opposées au deuxième trimestre. D'un côté, la hausse qui caractérisait les prix des appartements en propriété par étage et des maisons familiales depuis le début de 2000 a pris fin au deuxième trimestre. De l'autre, les loyers des logements ont en général continué à augmenter (voir graphique 3.16). Les loyers des nouveaux logements ont cependant baissé pour la deuxième fois consécutive, après avoir marqué une hausse ininterrompue depuis le dernier trimestre de 2003. Une telle évolution pourrait signifier un revirement de tendance, à condition que les loyers des nouveaux appartements intègrent les informations les plus récentes sur le marché de l'immobilier.

Comme précédemment, aucune tendance n'est décelable pour ce qui a trait aux loyers des surfaces artisanales. Ces loyers sont à un niveau qui correspond à leur moyenne depuis 1996. Quant aux loyers des bureaux, ils stagnent toujours à leur niveau du début de 2003.

Sur le marché suisse de l'immobilier, les prix et loyers – exception faite de ceux des surfaces destinées à l'artisanat et aux bureaux – ont augmenté ces dernières années, après avoir fléchi sensiblement au cours de la précédente décennie. La hausse des prix est due en grande partie à la politique monétaire expansionniste et au niveau bas des taux hypothécaires. Un relèvement des taux d'intérêt pourrait entraîner une correction sur le marché de l'immobilier.

Graphique 3.16
Loyers



Source: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

Vive expansion des dépôts à terme

En août, les agrégats monétaires M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) dépassaient de 0,2% seulement leur niveau du mois correspondant de 2004. En revanche, M_3 (M_2 et dépôts à terme) a enregistré dans la même période une augmentation de 5,6%. Cette croissance est due à une vive expansion des dépôts à terme (+43,4%).

En partant du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie, on peut calculer une masse monétaire d'équilibre, soit un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en monnaie

(voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). Si le niveau actuel de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante. Si l'on observe un tel excédent («ECM-money gap»), les taux d'inflation risquent d'augmenter dans les quatre à six prochains trimestres. Le graphique 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes dues au modèle utilisé, l'estimation est faite selon deux variantes. La première laisse entendre qu'aucun excédent («ECM-money gap») n'existe, alors que la seconde débouche sur un léger excédent. Par conséquent, il n'y a guère de risques pesant sur les prix à un horizon compris entre un an et un an et demi.

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2003	2004	2004			2005				
			2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Juin	Juillet	Août
Monnaie centrale²	40,4	41,7	41,7	41,1	41,8	42,1	41,6	41,4	41,2	41,3
<i>Variation³</i>	5,3	3,2	4,5	0,2	0,7	-0,5	-0,2	-0,6	-1,9	2,1
$M_1$²	273,5	288,5	295,5	281,9	279,1	283,0	279,8	285,6	283,8	283,8
<i>Variation³</i>	21,9	5,5	8,2	1,0	-4,8	-4,9	-5,3	-1,8	-0,1	0,2
$M_2$²	475,1	495,6	503,5	488,3	485,4	491,2	488,0	493,1	490,8	491,4
<i>Variation³</i>	17,4	4,3	6,0	1,2	-2,6	-2,8	-3,1	-0,9	0,1	0,2
$M_3$²	544,9	562,5	563,6	557,9	564,8	576,6	583,2	590,3	594,4	591,1
<i>Variation³</i>	8,3	3,2	3,4	1,9	1,4	2,3	3,5	5,1	6,9	5,6

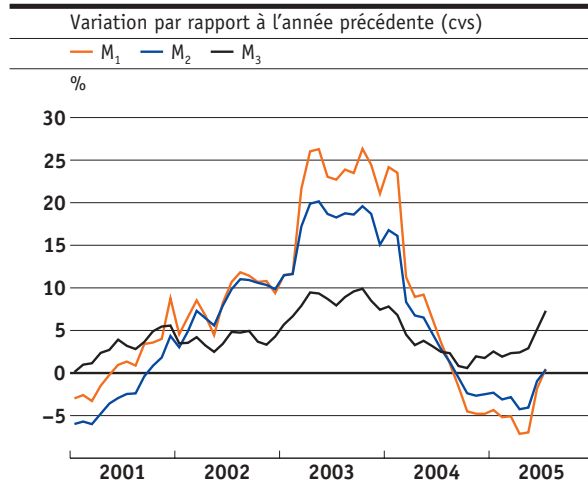
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

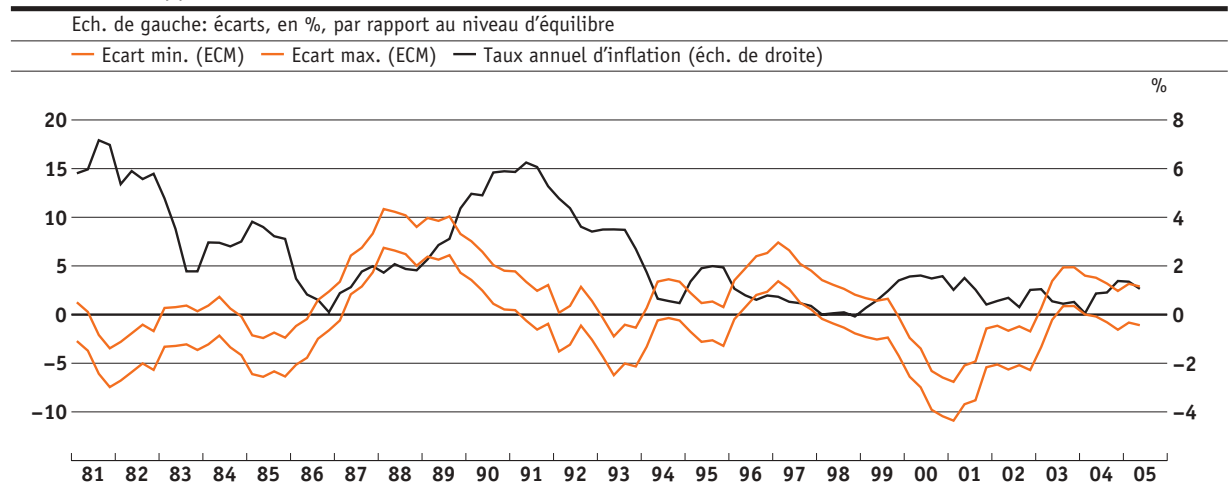
3 Variation en % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS

Graphique 3.17
Agréats monétaires



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



Source pour graphiques 3.17 et 3.18: BNS

3.5 Crédits

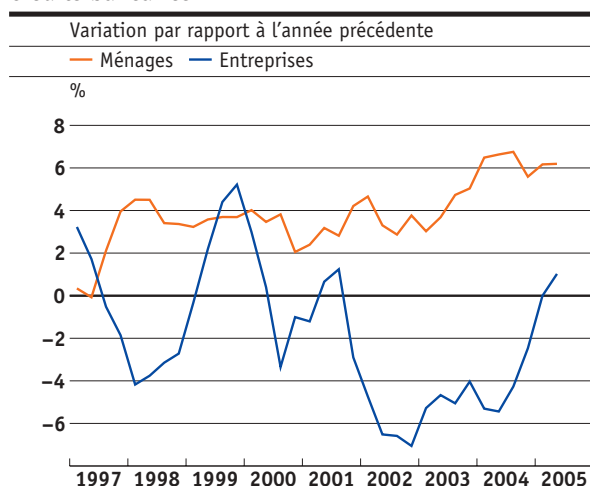
Croissance plus forte des crédits

En comparaison annuelle, les crédits bancaires ont progressé de 3,8% au deuxième trimestre et de 4,4% en juillet. La croissance des crédits aux ménages a atteint 6,2% au deuxième trimestre. Quant aux crédits aux entreprises, ils étaient supérieurs à leur niveau du deuxième trimestre de 2004; une augmentation en comparaison annuelle n'avait plus été observée depuis le milieu de 2001. Les créances hypothécaires – ces crédits sont accordés principalement aux ménages – se sont accrues de

5,1% entre le deuxième trimestre de 2004 et la période correspondante de 2005. Elles ont ainsi poursuivi la tendance qui les caractérise depuis la fin de 2002.

Les autres crédits semblent peu à peu se stabiliser, après avoir reculé sans cesse depuis le milieu de 2001. Leur repli était dû à la partie non gagée. La partie gagée des autres crédits tend à progresser depuis 2003. Au deuxième trimestre de 2005, les autres crédits ont encore diminué légèrement en comparaison annuelle. En juillet, ils dépassaient cependant de 1% leur niveau du mois correspondant de 2004, grâce à l'expansion de la partie gagée.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires¹

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

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

1 Bilans bancaires, périmètre de consolidation: entreprise. Crédits, en francs et en monnaies étrangères, 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, la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs constituent les éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

La prévision d'inflation de la BNS s'inscrit dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de juin et de septembre 2005.

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

Par rapport à la prévision de juin, les hypothèses sur l'économie mondiale ont été légèrement modifiées sur plusieurs points. La modification la plus importante porte sur le prix du pétrole. En juin, on tablait sur un lent repli du prix du pétrole, le baril passant de 51 dollars au deuxième trimestre de 2005 à 40 dollars vers la fin de la période de trois ans. Pour la prévision de septembre, l'hypothèse d'un baril à 58 dollars pendant toute la période de trois ans a été retenue. Le prix plus élevé du pétrole devrait freiner légèrement la reprise de la conjoncture en Europe; les taux de croissance pour les années 2005 et 2006 sont par conséquent légèrement inférieurs à ceux de la prévision de juin. Aux Etats-Unis, le ralentissement de la croissance découlant de la hausse du prix du pétrole sera en revanche plus que compensé par des éléments stimulant la demande. La progression du PIB outre-Atlantique sera ainsi, estime-t-on, un peu plus forte que ce qui avait été prévu en juin. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été fixée à 1,21, contre 1,30 en juin.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2005	2006	2007
Prévision de septembre 2005			
PIB USA ¹	3,6	3,6	3,4
PIB UE (à 15) ¹	1,4	2,0	2,4
Cours de l'euro en dollars ²	1,25	1,21	1,21
Prix du baril de pétrole en dollars ²	53,3	58,0	58,0
Prévision de juin 2005			
PIB USA ¹	3,4	3,6	3,4
PIB UE (à 15) ¹	1,5	2,1	2,4
Cours de l'euro en dollars ²	1,30	1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars ²	49,0	45,4	42,8

1 Variation en %.

2 Niveau.

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

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

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

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

4.2 Prévision d'inflation du 3^e trimestre de 2005 au 2^e trimestre de 2008

La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions de septembre, de juin et de mars 2005 font l'objet du graphique 4.1. La prévision de septembre porte sur une période allant du troisième trimestre de 2005 au deuxième trimestre de 2008. Elle repose sur un Libor à trois mois restant inchangé à 0,75%. Ce niveau correspond au centre de la marge de fluctuation de 0,25%–1,25% que la Banque nationale a reconduite le 15 septembre 2005.

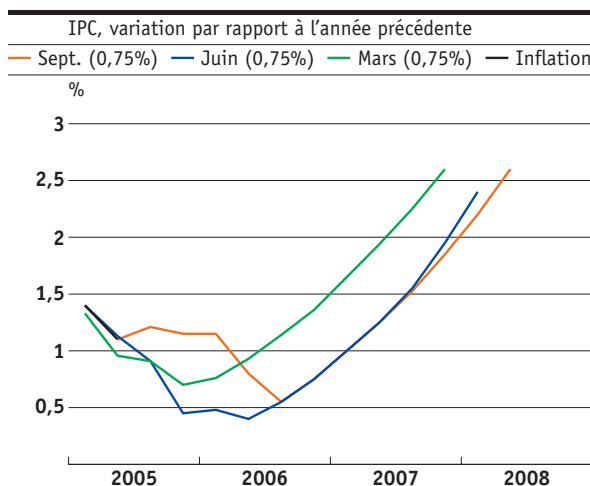
Jusqu'au milieu de 2006, la courbe de la prévision de septembre évolue au-dessus de celle de juin. Ce renchérissement plus élevé à court terme est dû principalement à la vive hausse des prix des produits pétroliers (mazout et carburants). Les prix des autres marchandises et services continuent en revanche à n'augmenter que faiblement. L'écart de production, toujours négatif, explique en partie cette modération. En outre, les prix des marchandises, en particulier ceux des biens d'usage quotidien, restent soumis à des pressions à la baisse du fait de la concurrence très vive dans le commerce de détail. En partant de l'hypothèse d'un taux à trois mois inchangé à 0,75%, l'inflation prévue pour la période allant du troisième trimestre de 2005 au premier trimestre de 2006 se maintient autour de 1,2%. On s'attend, pour 2005, à un taux moyen de renchérissement de 1,2%.

A moyen terme, soit à un horizon d'un à deux ans, l'évolution de l'inflation dépend de manière décisive des perspectives économiques. La BNS table toujours sur une croissance du PIB réel d'environ 1% en 2005. Comme il faut s'attendre à une conjoncture modérée et à une amélioration très lente sur le marché du travail, la hausse des prix des produits pétroliers ne devrait pas déclencher une spirale inflationniste. Dans l'hypothèse d'une stabilisation du prix du pétrole, l'inflation prévue commence à se replier au début de 2006 à la suite d'un effet de base. A partir de fin 2006, les capacités de production pleinement utilisées entraînent une accélération du renchérissement. Partant d'un Libor à trois mois maintenu à 0,75%, la BNS escompte un renchérissement annuel moyen de 0,8% en 2006, alors qu'elle prévoyait un taux de 0,5% en juin.

Les pressions inflationnistes se renforcent, à plus long terme, avec un Libor à trois mois inchangé à 0,75% et, partant, des liquidités abondantes. A la fin de la période sur laquelle porte la prévision de septembre, l'inflation atteint 2,6%. Du côté monétaire, un risque pèse donc toujours, à moyen ou long terme, sur la stabilité des prix.

La BNS a l'intention de maintenir le taux des dépôts à trois mois autour de 0,75%. Selon sa prévision d'inflation de septembre, la stabilité des prix serait compromise, à partir de fin 2007, avec un Libor restant constant au cours des trois prochaines années. Si la reprise de la conjoncture se confirme, la BNS corrigera le cap de sa politique monétaire, depuis longtemps expansionniste.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



Source: 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 septembre 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 juin à août 2005, sont résumés ci-après.

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 140 entreprises de divers secteurs et branches économiques ont donné une nouvelle fois une image favorable de la conjoncture. L'amélioration conjoncturelle, constatée lors du précédent cycle d'entretiens, s'est poursuivie, et les écarts entre les branches ont eu tendance à diminuer. Dans l'ensemble, la reprise de la conjoncture semble ainsi avoir gagné en assise.

Les représentants de l'industrie d'exportation et de la construction se sont montrés particulièrement satisfaits de la marche des affaires. Dans le secteur des services, le commerce de détail a encore dû faire face à un environnement difficile, tandis que les milieux touristiques ont jugé la situation acceptable. Les banques, les maisons de transport et d'autres

sociétés actives dans le domaine des prestations de services aux entreprises ont signalé une amélioration de leurs affaires. Néanmoins, dans tous les secteurs, les prix ont continué à subir des pressions à la baisse. Seules quelques entreprises isolées ont été en mesure de répercuter les hausses de coûts sur la clientèle.

Du côté des investissements, l'accroissement de la productivité constituait toujours l'objectif principal, ce qui a souvent signifié de nouvelles mesures de rationalisation de la production; les investissements d'extension sont restés rares. Cette constatation vaut pour l'industrie, mais aussi – et surtout – pour des branches importantes du secteur des services, notamment les banques et le commerce de détail. Par conséquent, seuls quelques interlocuteurs envisageaient de relever l'effectif du personnel de leurs entreprises.

1 Production

Industrie

Lors des enquêtes, presque toutes les entreprises axées essentiellement sur les exportations ont signalé une évolution favorable, réjouissante même, de leurs chiffres d'affaires entre juin et août. Les carnets de commandes bien remplis ont incité la plupart des interlocuteurs à qualifier de bonnes les perspectives jusqu'à la fin de l'année. Comme précédemment, les principales impulsions sont venues d'Asie, des Etats-Unis et d'Europe de l'Est. Quant aux ventes à destination des trois grands pays européens, à savoir l'Allemagne, la France et l'Italie, elles se sont maintenues à un niveau modeste, voire médiocre.

Parmi les branches les plus dynamiques figuraient toujours l'industrie horlogère, l'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que le domaine médical. La métallurgie et l'industrie des machines-outils ont elles aussi enregistré une bonne évolution de leurs chiffres d'affaires, alors que, dans la branche de la construction de machines en général, les avis étaient plus mitigés. Les interlocuteurs issus de l'industrie du textile ont qualifié la situation de difficile. La branche a ressenti les effets de la morosité des consommateurs, mais aussi de l'abolition, sur le marché européen, des quotas régissant les importations en provenance de Chine. Les entreprises produisant des textiles techniques, en premier lieu pour l'industrie automobile, sont toutefois restées optimistes.

Services

Le commerce de détail qualifiait toujours la marche des affaires de difficile. Comme précédemment, il estimait que la clientèle était réservée et très attentive aux prix. Cette situation inquiète notamment les commerces de gamme moyenne et les petits commerces spécialisés; les discounters et les magasins d'articles de luxe en revanche signalaient pour la plupart une évolution satisfaisante, voire bonne, de leurs chiffres d'affaires.

L'hôtellerie a porté un jugement généralement favorable sur la saison d'été. Elle a enregistré une progression du nombre d'hôtes – suisses et étrangers – par rapport à la période correspondante de 2004. L'amélioration a concerné non seulement les stations, mais aussi les villes qui ont bénéficié de l'essor du tourisme d'affaires et de conférences. Dans la restauration par contre, la situation est demeurée précaire, car les clients font preuve de retenue et les prix subissent des pressions à la baisse en raison de la forte concurrence.

Les transports ont affiché une excellente marche des affaires, tant du côté du trafic voyageur, y compris le trafic aérien, où un net accroissement du nombre de passagers a été enregistré, que de celui des marchandises. Dans le domaine des technologies de l'information, l'embellie observée depuis quelque temps s'est confirmée. Les entreprises sont davantage enclines à investir, un grand besoin de remplacement étant à rattraper. Cette situation a profité au commerce de gros comme aux services de conseils TI. Les interlocuteurs des sociétés actives dans les conseils aux entreprises ont eux aussi exprimé leur satisfaction, car la clientèle axée sur les marchés internationaux notamment a connu une évolution très dynamique.

Les banques se sont montrées satisfaites de leurs affaires, qui ont connu un accroissement de l'afflux de fonds et des prêts accordés à la clientèle. Comme lors des périodes précédentes, l'amélioration était due principalement aux prêts hypothécaires, alors que les crédits aux entreprises n'ont guère progressé. Profitant de leur meilleure dotation en liquidités, de nombreuses entreprises ont réduit leurs dettes bancaires. La concurrence est restée extrêmement vive. L'affirmation selon laquelle l'octroi de crédits répond toujours à des critères rigoureux a fait l'objet de remarques critiques. La gestion de fortune s'est révélée excellente, notamment grâce à la bonne tenue des bourses, mais la concurrence est demeurée âpre et les coûts ont subi des pressions à la baisse.

Construction

Dans le bâtiment, les entrepreneurs ont estimé que les carnets de commandes et le taux d'utilisation des capacités se situaient à un niveau satisfaisant, parfois même excellent. Cela concernait notamment l'agglomération de Bâle, le bassin lémanique et la Suisse centrale, mais aussi, dans une mesure grandissante, les régions plus éloignées. Comme précédemment, la construction de logements, en vive expansion, a joué un rôle primordial dans cette évolution; le second œuvre en a également profité. Dans de nombreuses entreprises, les réserves de travail garantissent le plein emploi jusqu'en 2006. Il n'était plus guère question d'un ralentissement ces prochains temps. Quelques interlocuteurs ont constaté une certaine reprise dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Pour ce qui est du génie civil, la plupart des régions signalaient toujours une stagnation, voire un nouveau recul.

2 Marché du travail

Sur le marché du travail, il n'y a guère eu de signes d'amélioration. Les entreprises ont en majorité été capables d'assurer la production avec les effectifs à leur disposition, à l'exception de celles qui ont connu une forte expansion, en particulier dans la technologie médicale et la biotechnologie. Les mesures de rationalisation et les délocalisations à l'étranger, qui s'accompagnent souvent de suppressions d'emplois en Suisse, ont été des options récurrentes non seulement dans l'industrie, mais aussi dans les services, en particulier dans les banques et le commerce de détail. Le personnel nouvellement engagé l'était souvent sur la base d'un contrat à durée déterminée. En ce qui concerne l'accord sur la libre circulation des personnes conclu avec l'UE, nombre d'entreprises ont souligné les simplifications administratives qui en ont résulté. Elles estimaient en outre qu'il n'y avait pas eu de changements au niveau du recrutement de travailleurs. Lorsque des spécialistes hautement qualifiés sont introuvables sur le marché suisse du travail, ces entreprises recourent forcément aux marchés étrangers, comme par le passé.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La pression à la baisse exercée sur les prix de vente et les marges est considérée comme très forte dans toutes les branches, hormis dans quelques créneaux hautement spécialisés. Les coûts plus élevés découlant par exemple du renchérissement des produits pétroliers n'ont guère pu être répercutés sur les prix, de sorte qu'ils ont rogné les marges. Les branches ou les entreprises pour lesquelles les transports jouent un rôle primordial et qui fabriquent ou utilisent des produits à base de pétrole ont été particulièrement touchées. De plus, les entreprises n'ont en majorité pas été en mesure de compenser, par une hausse des prix, les pertes de change dues à la dépréciation du dollar. Bien que la marche des affaires soit bonne, la construction a signalé elle aussi une concurrence très vive et une pression forte et constante à la baisse sur les prix.

Le cours de l'euro n'a pas posé de problèmes. Cependant, de nombreux interlocuteurs continuaient à voir dans l'évolution du cours du dollar un important facteur de risques.

Les recettes des entreprises à succès

Thomas Kübler, délégué aux relations avec l'économie régionale, Bâle

1 Situation initiale

L'économie suisse souffre d'une faiblesse de croissance. Depuis des années, l'augmentation du produit intérieur brut est inférieure à celle d'autres économies. Même si l'ampleur de l'écart de croissance et le choix des indicateurs permettant de le mesurer font l'objet de débats, l'indication que la Suisse accuse un retard n'est guère réfutable.

Certes, tous les secteurs et branches ne sont pas frappés par cette faiblesse de croissance dans la même mesure. En général, les branches axées sur le marché intérieur sont considérées comme des causes importantes de la faiblesse relative que subit l'ensemble de l'économie. Comme elles échappent à la concurrence internationale, leurs prix sont relativement élevés et leur croissance est faible. En revanche, les entreprises exportatrices sont soumises depuis toujours à la concurrence mondiale, se sont donc spécialisées très tôt et apparaissent nettement plus compétitives. Pour caractériser cette situation, on invoque souvent l'écart entre les productivités du travail des entreprises travaillant pour le marché intérieur et des entreprises axées sur l'exportation.

De fait, les écarts de croissance entre les diverses branches de l'économie suisse, comparées notamment avec leurs pairs de l'étranger, sont frappants. Toutefois, ils ne s'expliquent pas seulement par la part des exportations dans la production. De plus, les diverses entreprises d'une branche déterminée se développent de manières différentes, les branches ne représentant pas un agrégat homogène d'entreprises.

2 La question traitée et sa portée

Les diverses branches d'une économie et les diverses entreprises d'une branche peuvent croître à des rythmes très différents. Mais en quoi une entreprise couronnée de succès se distingue-t-elle d'une entreprise défailante? Y a-t-il des facteurs de succès de validité générale? La politique économique peut-elle, le cas échéant, donner des impulsions aux entreprises de manière à les mener au succès?

Dans l'examen de cette question macroéconomique, une analyse microéconomique se justifie tout à fait. L'OCDE, par exemple, s'est récemment attachée à examiner l'environnement direct des entreprises. Il s'agit là de questions touchant l'allocation optimale des ressources dans des branches étroitement délimitées (entrée et sortie du marché d'entreprises nouvelles ou matures) et l'évolution (de la productivité) d'entreprises existantes.

3 Enquête

Pour savoir s'il y a des recettes de succès en matière de croissance, les délégués de la Banque nationale suisse (BNS) aux relations avec l'économie régionale ont effectué au début de 2004, dans le cadre de leurs rapports spéciaux réguliers, une série d'interviews avec des chefs d'entreprise. Complétés par d'autres connaissances acquises lors de visites d'entreprises, les principaux résultats sont résumés ci-après.

3.1 Sélection des entreprises et données statistiques

Les entreprises ont été choisies dans toutes les régions de Suisse. Comme critères de succès, on a tenu compte de la progression du chiffre d'affaires, du rendement et de l'expansion des postes de travail. En l'absence d'une base de données représentative afférente aux entreprises à succès et fondée sur des critères objectifs, il incombait aux délégués de sélectionner dans chaque région des entreprises performantes selon les critères susmentionnés.

Pour cette enquête, 43 visites d'entreprises ont été passées en revue. Ces entreprises font partie de branches qui génèrent quelque 45% de la valeur ajoutée de l'économie suisse. Si l'on ne prend en considération que les branches dont les entreprises sont à but commercial, c'est-à-dire sans l'administration publique, les associations, etc., la couverture est nettement plus élevée. La productivité des entreprises visitées est supérieure à la moyenne, leur croissance supérieure à celle de leur branche.

Par ailleurs, les entreprises classées se caractérisent de la manière indiquée au tableau 2: il s'agit uniquement de petites et moyennes entreprises (PME); d'autre part, la majorité sont des sociétés anonymes familiales, dont plus de la moitié sont dirigées par le chef de famille.

Entreprises visitées

Tableau 1

Branche NOGA ¹	Nombre de visites	Variation du chiffre d'affaires nominal en % p.a. pendant les derniers 5 ans au moins ²	Chiffre d'affaires en 2002 par collaborateur en CHF 1000 ²
Alimentation/bonbons	7	4-6% (> 10%; > 20%)	230/1000
Textiles et habillement	2	6-14%	330
Chimie/pharmacie	5	15-20%	400-600
Matières synthétiques/emballage	2	10-15%	250
Métallurgie	4	7-9%	250-350
Machines et véhicules	5	8-10% (30%)	150-450
Electrotechnique/technologie médicale	7	10-15%/25%	200-360
Distribution	3	< 10% (15%)	250-350
Hôtellerie et restauration	2	non disponible	non disponible
Transports	2	10%	160
Services aux entreprises	2	30%	150-250
Divers	2	non disponible	320-500

1 Système de classement universel des branches économiques, OFS ; propre attribution des entreprises questionnées à des branches

2 Portée des réponses, valeurs extrêmes entre parenthèses

Source: propres questionnaires

3.2 Questionnaire

Les thèmes suivants ont été discutés particulièrement avec les entreprises:

Evolution du marché

- Dans quelle situation du marché l'entreprise se trouve-t-elle?

Innovation par produit

- Qu'est-ce que l'innovation?
- Qu'est-ce qui déclenche l'innovation? S'agit-il d'un processus structuré?
- Quel rôle l'innovation des produits joue-t-elle dans le succès de l'entreprise?
- Quel rôle joue le regroupement dans l'innovation (proximité d'universités/de hautes écoles spécialisées, de concurrents, de clients ou de fournisseurs)?

Innovation par processus

- Quelle importance revêt l'optimisation, le renouvellement de processus dans l'entreprise?
- Les innovations par processus servent-elles à la réduction des coûts, au changement de sites ou génèrent-elles même de nouveaux types d'affaires?

Prospection du marché

- Comment la prospection est-elle organisée, quelle position revêt-elle dans la conduite de l'entreprise?

Aspects qualitatifs

- Quelle est l'importance des «soft skills» tels que culture d'entreprise, type de conduite ou qualification du personnel de manière générale?

4 Résultats

Il ressort de l'enquête qu'il n'y a pas de recette permettant aux entreprises de connaître le succès ni que, a fortiori, de telles recettes auraient une validité générale. Néanmoins, les entreprises à succès présentent les caractéristiques suivantes:

- **Analyse de l'environnement:** Les entreprises à succès connaissent leurs marchés et les facteurs qui les influencent. Elles se préoccupent intensivement de leurs concurrents, de leur stratégie et, partant, de leur environnement sur le plan de la concurrence ainsi que des conditions juridiques et, le cas échéant, politiques.
- **Souplesse:** La stratégie parfaite qui, élaborée, s'applique immédiatement avec succès, n'existe pas. Les entretiens donnent l'impression que les entreprises à succès sont celles qui réussissent à s'adapter rapidement et continuellement au changement de leur environnement. Ce qui paraît logique et allant de soit à posteriori a rarement fait l'objet d'une planification initiale.
- **Différenciation:** A long terme, seules les entreprises qui réussissent à se distinguer de leurs concurrentes ont du succès. Elles sont meilleures que leurs concurrentes parce qu'elles offrent des produits de même qualité à de meilleures conditions ou des produits de meilleure qualité.

Autres caractéristiques des entreprises questionnées

Tableau 2

Nombre de collaborateurs	Nombre d'entreprises	Société en mains du public	Société anonyme familiales ou en mains privées ¹	Entreprise dirigée par le chef de famille	Chiffre d'affaires de 2002 en millions de CHF ²
< 100	7	0	7	3	5–85
101–250	9	3	6	5	30–250 (2500)
251–500	8	2	6	2	70–250
> 500	19	10	9	6	100–dizaines de milliards

¹ y compris une société coopérative et deux sociétés anonymes en mains de fondations

² portée des réponses, valeurs extrêmes entre parenthèses

Source: propres questionnaires

- **Innovation de produits:** L'innovation de produits est le moteur des entreprises à succès. Toutefois, c'est le marché qui décide si une nouveauté ou un changement sont des innovations. Seul ce dont le client profite motive à payer davantage. Les entreprises performantes incluent donc le client très tôt dans le processus d'innovation.
- **Innovation de processus:** Les entreprises à succès optimisent leurs processus pour réduire leurs coûts ou pour améliorer le déroulement de la production. Les entreprises compétitives en matière de prix fondent leur succès sur l'innovation de leurs processus. Les processus d'entreprise sont dissociés et organisés à nouveau. La chaîne de valeur ajoutée peut se prolonger ou se raccourcir, l'intégration verticale (processus d'entreprise situés en amont ou en aval) et horizontale (processus analogues ou apparentés) changer.
- **Capacité à coopérer:** La capacité à coopérer revêt une importance toute particulière. L'impératif du moment est de coopérer avec des universités et de hautes écoles spécialisées, mais aussi avec les concurrents, les fournisseurs ou les clients, avec pour objectif d'améliorer le transfert technologique, de prospecter les marchés d'achat et de vente et de développer de nouveaux processus d'entreprise avec des fournisseurs ou des clients.
- **Point de vue du client:** Les entreprises à succès analysent constamment leur position du point de vue du client. Quels sont les besoins du client? Qu'est-il disposé à déboursier?

capacités de production, le développement d'une culture d'entreprise axée sur la croissance et le maintien d'un rythme élevé d'innovation.

Les marchés en stagnation ou en récession nécessitent d'autres stratégies. Soit l'entreprise parvient à segmenter le marché et à y trouver et occuper un créneau de croissance, soit elle doit s'efforcer de prélever des parts de marché sur ses concurrents. Dans ce cas, l'importance des coûts sera décisive. Des coûts peu élevés permettent d'occuper une position avantageuse sur le plan de la concurrence en matière de prix, de s'emparer de parts de marché, d'élargir sa production et de réaliser ainsi des économies d'échelle.

Dans l'industrie des biens de consommation, il s'est avéré que la stratégie des prix avait peu de chances de succès en raison de la concurrence internationale. Les entreprises interrogées se concentrent, dans ce cas, sur la segmentation du marché et la stratégie de marques. Dans le commerce également, cette stratégie s'est révélée avantageuse pendant de longues années. Le secteur bio et celui des produits naturels en sont des exemples. Des représentants typiques de la stratégie des créneaux sont aussi les entreprises de biens d'équipement. Les entreprises à succès occupent souvent une niche qui croît plus vite que le marché. La compétence clé de ces entrepreneurs réside dans leur capacité à innover, surtout dans le domaine des produits. Grâce à de nouveaux matériaux ou à des innovations dans les processus, ils trouvent des solutions aboutissant à de nouveaux standards dans l'application, la sécurité ou la miniaturisation.

4.1 Croissance du marché

Le choix de la stratégie adéquate dépend fortement du marché. Sur des marchés en croissance, l'entreprise qui veut avoir du succès doit évoluer aussi vite que le marché. Cela nécessite une politique d'innovation qui fonctionne. Dans les phases de croissance justement, de nouveaux produits doivent être développés. Lors de l'enquête, cette évolution est apparue surtout dans les branches à croissance vigoureuse que sont la technologie médicale et la pharmacie. Seule une innovation continue permet aux entreprises d'avoir un succès durable. Par ailleurs, l'entreprise doit être en mesure d'étendre rapidement ses capacités de production. Les facteurs critiques de la phase de croissance sont le financement de la politique d'innovation et l'expansion des

4.2 Innovations de produits

Presque sans exception, les entreprises interrogées considèrent la capacité à innover comme le facteur décisif du succès. C'est le seul moyen de se distinguer durablement de la concurrence et de s'imposer face aux sites aux coûts plus avantageux. L'appréciation des clients détermine si un changement constitue une innovation ou non. Il ne s'agit d'une innovation que si le changement accroît l'utilité du produit pour le client, ce qui se traduit par la disposition de celui-ci à payer davantage. «La capacité des changements à être adoptés par le marché détermine leur valeur d'innovation.»

Les entreprises à succès sont en mesure d'adopter le point de vue du client pour stimuler l'innovation et, simultanément, de mener une politique systéma-

tique d'innovation à l'intérieur de l'entreprise. L'enquête a montré que des équipes formées de représentants du mandant et du mandataire permettent d'intégrer le point de vue du client. Toutefois, de telles formes de coopération nécessitent une grande confiance entre les partenaires. Elles s'appliquent dans l'industrie, notamment dans des secteurs à technologie avancée, telle l'industrie des biens d'équipement ou les spécialités chimiques. Dans l'industrie des biens de consommation ou dans la distribution, les entreprises tentent d'enregistrer les préférences des clients par une surveillance du marché ou par des questionnaires. Le contact personnel direct joue ici un rôle moins important.

Dans la politique d'innovation plus systématique et institutionnalisée, une collaboration étroite entre les entreprises et les hautes écoles spécialisées/universités s'est avérée bénéfique. En particulier les petites et moyennes entreprises ont besoin de la proximité géographique ainsi que de la collaboration technique. Ce n'est pas non plus un hasard si les PME s'efforcent d'influer sur les disciplines des hautes écoles spécialisées établies dans la région ou de fonder de hautes écoles spécialisées dans ces disciplines. Toutefois, la coopération technologique peut aussi s'établir entre diverses entreprises. D'anciens concurrents ont prouvé qu'ils étaient tout à fait capables de trouver des formes de coopération temporaires ou permanentes. Finalement, il peut arriver que deux entreprises ou davantage se regroupent ou que divers processus en amont ou en aval s'intègrent et modifient l'étendue de la valeur ajoutée.

4.3 Innovations de processus

L'enquête a démontré que l'innovation de processus avait plusieurs objectifs dans les entreprises à succès:

- L'innovation de processus doit accroître l'efficacité des opérations et contribuer à la réduction des coûts. Comme chaque entreprise est obligée d'innover dans ses produits, profiter du potentiel de réduction des coûts en innovant dans ses processus fait partie de ses tâches. Les entreprises des secteurs proches de la consommation, comme celles de la distribution et de la production alimentaire attachent une importance particulière à ce facteur.
- L'innovation de processus doit aider à ou permettre de fragmenter les processus des entre-

prises et de les réordonner. La question qui s'ensuit est de savoir s'il faut produire ou acheter, ce qui peut aboutir à l'externalisation de divers processus, mais aussi à l'intégration de nouveaux. La chaîne de la valeur ajoutée est donc modifiée. Il peut en découler finalement une optimisation mondiale du portefeuille de sites des entreprises. Ont notamment mentionné cet objectif des entreprises de l'industrie textile et de l'industrie de l'habillement, du secteur des machines et des véhicules ainsi que de l'électronique et de la chimie/pharmacie, entreprises opérant dans le monde entier ou en train de repenser leur modèle d'opérations ainsi que d'anciennes exploitations de production qui se concentrent sur l'ingénierie/le design/la vente/les fonctions de corporate center et ne fabriquent plus elles-mêmes leurs produits, mais les achètent.

- Dans les entreprises de services, les innovations de processus permettent d'exercer de nouvelles activités. On observe surtout cette évolution dans les services, où les limites entre l'innovation de processus et de production s'estompent au point de disparaître. Citons comme exemple les groupes logistiques modernes issus d'entreprises de transport et les fabricants de produits du secteur de la santé dont la valeur ajoutée ne provient pas au premier chef du matériel (hardware) produit, mais du développement des champs d'application.

4.4 Prospection du marché

L'enquête a démontré que la prospection revêtait une très grande importance. Celle-ci ne concerne pas seulement les canaux de distribution, les politiques de vente et la connaissance de la disposition à payer de la clientèle. La prospection du marché permet, de manière fondamentale, de reconnaître les tendances du marché ou, comme indiqué, le pilotage de la politique d'innovation. Elle est donc un instrument pour positionner l'entreprise et segmenter le marché. Toutefois, elle peut aussi refléter la culture de l'entreprise. L'enquête donne l'impression que les entreprises à succès tiennent particulièrement compte du point de vue de la clientèle. La direction donne l'exemple et officialise cet objectif par des mesures d'organisation et de conduite.

4.5 L'homme fait la différence

Malgré les diverses facettes du succès que l'enquête a révélées, le facteur humain s'avère finalement décisif. Par leur attitude, le personnel comme la direction et, notamment, les propriétaires de l'entreprise déterminent fondamentalement le succès. Souvent, on ne peut guère concevoir objectivement pourquoi une entreprise a du succès ou n'en a pas. Par conséquent, toutes les entreprises interrogées attachent une grande importance à la promotion de leur personnel. Cela se traduit par le fait que l'entreprise considère comme essentielle la formation initiale et continue. Les entreprises familiales et celles dirigées par le chef de famille ne cessent de souligner l'importance de la loyauté non seulement par rapport aux clients, mais aussi face aux collaborateurs. Il est souvent difficile aux PME d'institutionnaliser le transfert de savoir d'universités ou de hautes écoles spécialisées à leurs entreprises. Pour elles, il est essentiel que la capacité à innover soit maintenue à l'intérieur de l'entreprise. Une présence durable des collaborateurs dans l'entreprise et leur qualification permanente sont donc particulièrement importantes et encouragées en conséquence.

La structure de propriété de l'entreprise est un facteur essentiel. Les entreprises familiales et les sociétés anonymes en mains privées affirment très souvent qu'elles ne subissent pas les pressions auxquelles sont soumises les entreprises cotées et qui forcent celles-ci à réaliser les bénéfices et la rentabilité les plus élevés possibles. Leur taux d'investissement est supérieur, de nouveaux champs d'activité peuvent être mieux défrichés et de manière plus durable, car l'horizon de retour sur investissement est plus long, affirment-elles. De manière générale, les affaires seraient moins axées sur la satisfaction des prétentions de la communauté financière et davantage sur la pérennité de l'entreprise. Il semble que les sociétés cotées à succès sont axées davantage sur le rendement et la croissance tandis que les entreprises familiales ou sociétés anonymes non cotées mettent l'accent sur l'évolution durable de l'entreprise.

En revanche, un corset financier trop étroit est considéré, dans les phases de croissance notamment, comme l'inconvénient des entreprises familiales. Pour augmenter les fonds propres nécessaires en phase de croissance, une introduction en bourse est donc souvent inévitable. Cependant, les sociétés à succès en mains du public se plaignent fréquemment du conflit d'intérêts – tout au moins latent – entre les besoins de financement de la croissance et la dilution des intérêts (initiaux) des propriétaires. Ce conflit est très important et les entreprises soulignent souvent que le financement de la croissance par des fonds de tiers devient de plus en plus difficile. En période de sauts de croissance et d'innovation précisément, l'évaluation conservatrice des actifs des entreprises par les banques et le recentrage sur la valeur de rendement de l'exploitation rendent le recueil de fonds malaisé. En revanche, les entreprises au cash-flow constant s'expriment plus favorablement sur la politique bancaire de crédit.

Pour leur part, les entreprises familiales et les sociétés anonymes privées ou en peu de mains perçoivent tout à fait le danger que le relâchement des pressions aboutisse à un affaiblissement de la conscience du risque. De longs horizons de retour sur investissement peuvent conduire à des décisions erronées; l'absence de pression du marché financier peut retarder les changements de cours que la politique de l'entreprise devrait effectuer.

5 Conclusions macroéconomiques

La croissance est une condition importante pour qu'une entreprise puisse exercer son activité avec succès. Selon les résultats de l'enquête, la capacité bénéficiaire ou la rentabilité ne semblent pas suffire à elles seules. Par conséquent, l'entreprise et l'Etat doivent faire face aux défis suivants:

- Quelques entreprises proposent, en remplacement du financement de leur croissance par des crédits bancaires, un privilège fiscal accordé à la constitution de capital-risque.
 - Une politique de croissance au niveau de l'entreprise nécessite une expansion des capacités techniques et des ressources humaines. Le facteur critique est l'offre de personnel qualifié. La formation initiale et continue dans des disciplines scientifiques choisies ou l'augmentation de l'attrait du marché suisse de l'emploi aux yeux de spécialistes étrangers sont des tâches importantes de l'Etat.
- La capacité d'innover des entreprises est l'instrument qui permet une stratégie durable de différenciation et de croissance:
- Les PME dépendent de la proximité d'universités et de hautes écoles spécialisées. Toutefois, cette proximité ne sert que si elle entraîne un transfert technologique et un échange de connaissances intenses. La jonction entre la théorie et la pratique doit être étendue, l'échange sur le plan personnel et sur celui des connaissances amélioré.
 - Les innovations de processus destinées à réduire les coûts accroissent la productivité du travail. Comme il s'agit de branches qui – comme indiqué à la section 4.3 – appartiennent au marché intérieur peu dynamique, il faut s'attendre à court terme à des effets négatifs sur l'emploi.
 - Dans les entreprises travaillant sur le plan international, les innovations de processus peuvent aboutir à l'optimisation des sites. Elles tendent à réduire la production en Suisse, tout au moins si le facteur travail est relativement élevé. Simultanément, cette évolution entraîne cependant la création de nouveaux postes de travail à la structure de qualification et productivité du travail généralement supérieures.
 - La fragmentation des processus de travail et la décentralisation des activités sur le plan mondial accentuent les changements de structures. L'attrait des sites dépend de leurs avantages comparés. Dans le cas de la Suisse, ceux-ci ne consistent pas en activités manuelles, au facteur travail élevé, mais en processus spécialisés de haute valeur ajoutée des secteurs de la recherche, de la conduite d'entreprise ainsi que de services liés aux entreprises.

Fixer les bonnes priorités – accélérer notre croissance

Conférence de Monsieur Jean-Pierre Roth
Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Swiss Economic Forum, Thoune, le 27 mai 2005
Version raccourcie et actualisée

Lorsque la Banque nationale suisse s'exprime au sujet de l'évolution économique, elle se réfère la plupart du temps à la conjoncture, c'est-à-dire à la dynamique économique actuelle ou à celle attendue prochainement. Aujourd'hui, j'aimerais cependant vous parler non pas de l'évolution économique à court terme, mais de la croissance économique à long terme en Suisse.

La relation entre politique monétaire et conjoncture n'est pas identique à celle entre politique monétaire et croissance économique à long terme. Politique monétaire et conjoncture sont en interaction constante. La politique menée par la banque centrale influe sur la conjoncture, qui influe elle-même sur cette politique. La conjoncture est donc un déterminant essentiel de la politique monétaire.

En revanche, politique monétaire et croissance économique à long terme n'ont guère de points communs. Des conditions monétaires stables sont le seul apport que la politique monétaire peut fournir à l'optimisation du potentiel de croissance. A cet égard, la Banque nationale remplit sa tâche, à mon avis, avec succès. La Suisse a l'un des taux d'inflation les plus faibles du monde, elle possède les taux d'intérêt les plus bas d'Europe, elle dispose d'un système bancaire stable et fonctionnant bien et notre monnaie jouit d'une forte confiance. La politique monétaire ne peut pas contribuer davantage que par cette stabilité monétaire à la croissance économique à long terme. Ainsi se limite son rôle quant au potentiel de croissance. En principe, la Banque nationale n'a ni la tâche, ni la compétence et ni les moyens de s'occuper de la croissance économique à long terme.

Aujourd'hui, je souhaite néanmoins m'exprimer sur ce sujet. Qu'est-ce qui m'y incite? Je suis inquiet. La faiblesse que connaît la croissance suisse depuis longtemps me tourmente. Premièrement, je suis inquiet en tant qu'habitant et citoyen suisse pour qui notre prospérité est capitale. Secondement, peut-être plus que d'autres personnes de ce pays en raison de ma formation, de ma profession et de mon expérience, l'économiste que je suis est directement concerné par les conséquences à long terme de notre faible croissance.

1 Le déficit de notre croissance

Il n'est pas facile de comparer notre bien-être et croissance à ceux d'autres pays. Cette difficulté résulte des divers étalons existants. Faut-il, par exemple, comparer les produits intérieurs bruts (PIB)? Ou les produits nationaux bruts? Faut-il exprimer ces données par habitant? Ou par travailleur? Ou par heure de travail? Quel taux de change faut-il appliquer à la conversion en une monnaie unique? De plus, la croissance économique est le produit d'une comptabilité, à savoir de la comptabilité nationale. Or, les comptabilités offrent toujours une certaine latitude. Malgré les efforts de standardisation, elles ne sont jamais complètement comparables. Si l'on considère le produit national brut ou le PIB, il n'est pas tenu compte, ou bien qu'insuffisamment, d'éléments importants tenant de la qualité de vie, comme la pollution, les infrastructures, la qualité des biens ou le trajet menant aux postes de travail. Malgré ces insuffisances, des données mesurables et suffisamment standardisées, comme le PIB, sont la seule possibilité de comparer le développement économique de plusieurs pays. Je serai donc, moi aussi, obligé d'y recourir.

Le graphique 1 retrace l'évolution depuis 1950 du PIB réel par habitant de quelques pays.¹ L'inflation étant déduite, il s'agit de données réelles. Comme il est tenu compte des différents niveaux de prix, l'ensemble des prestations économiques est exprimé en considérant la parité du pouvoir d'achat. Ainsi, il ressort directement du graphique 1 combien de biens et services sont produits en moyenne par habitant des pays représentés, c'est-à-dire la Suisse, l'Allemagne, la Grande-Bretagne, les Etats-Unis ainsi que la moyenne de l'OCDE².

Cette évolution est inquiétante. En 1950, la Suisse enregistra la plus forte création de valeur ajoutée par habitant de l'OCDE, précédant le Luxembourg et les Etats-Unis. Elle dépassait d'environ 40% la valeur moyenne de l'OCDE. Jusqu'au milieu des années septante, la création de valeur ajoutée en Suisse évolua plus rapidement que dans les autres pays de l'OCDE. En 1974, elle excédait de 50% la moyenne de l'OCDE. Cependant, la forte récession du milieu des années septante marqua la fin de cette croissance supérieure à la moyenne. Depuis lors, l'évolution en Suisse est nettement moins prononcée qu'ailleurs. En 1993, les Etats-Unis dépassèrent la

1 Groningen Growth and Development Centre and the Conference Board, 2005.

2 Les PIB des Etats membres de l'OCDE en 2004 sont pondérés en fonction de la parité du pouvoir d'achat dans le calcul de la moyenne (sans les pays de l'Europe de l'Est).

Suisse. Par la suite, d'autres pays de l'OCDE en firent de même. Durant les dernières années, tous ces pays enregistrèrent une forte croissance de leur PIB, alors que celui de la Suisse stagne pratiquement depuis 2000.

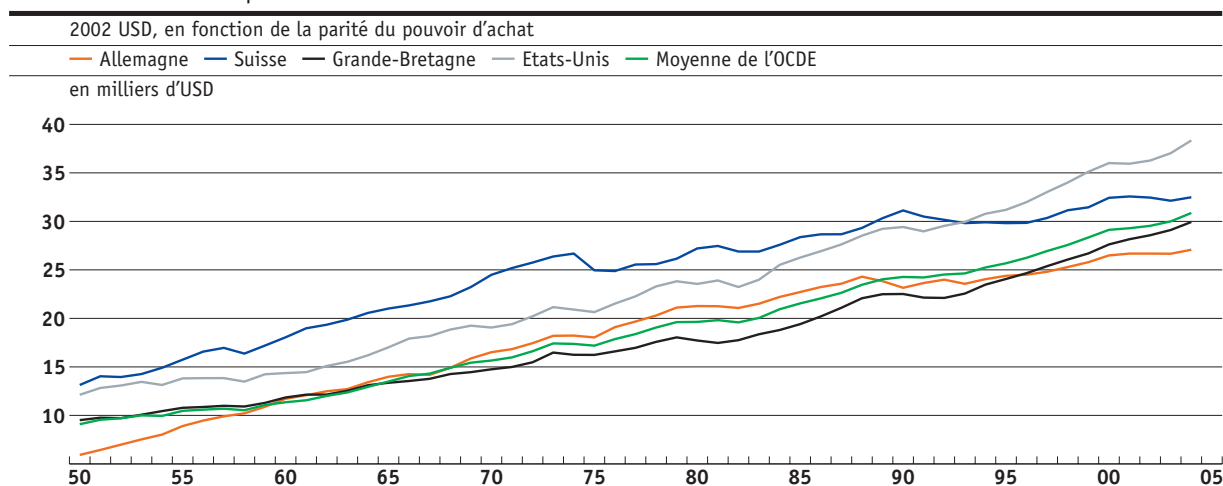
On tente souvent d'expliquer la faiblesse de notre croissance en recourant à la théorie dite de la convergence. Selon ce postulat, les pays pauvres tendent à rattraper les pays riches et leur économie croît donc plus rapidement. Si la convergence explique peut-être la faible évolution de la fin des années septante et des années quatre-vingt, elle ne justifie plus la faiblesse de la croissance observée depuis les années nonante. Bien au contraire, des pays riches de l'OCDE, tels les Etats-Unis, le Luxembourg, la Norvège et l'Irlande enregistrent depuis lors une croissance plus forte que celle des pays pauvres.

Le fléchissement relatif de la capacité concurrentielle de la Suisse commença au milieu des années septante. Cette évolution était à peine perceptible durant les années septante et quatre-vingt, elle ne fut considérée pour la première fois comme un problème que pendant les années nonante. Toutefois, les publications à ce sujet furent tenues pour des provocations jusqu'à une période avancée des années nonante et sujettes à de fortes critiques en suscitant un scepticisme marqué. L'embellie boursière de la fin des années nonante, dont la Suisse profita largement en tant que place financière, masqua ce problème pendant quelques années. La récession, au début du nouveau millénaire, fut expliquée principalement par l'affaiblissement de la bourse, la peur du terrorisme

et la mauvaise situation économique mondiale. Cependant, chaque nouvelle année du millénaire amène de nouvelles déceptions dans l'économie suisse. Parallèlement, le nombre d'indices suggérant que nous sommes en face d'un problème structurel augmente. Il est de plus en plus évident qu'il ne s'explique ni par des erreurs de mesure ni par des effets statistiques particuliers. Il est également évident qu'il ne s'agit pas d'un problème conjoncturel limité aux années nonante dont la Banque nationale a très souvent été rendue responsable. Il s'agit bien au contraire d'une faiblesse structurelle de notre croissance qui a commencé il y a quelque trente ans et qui s'est accentuée continuellement depuis lors.

Pourquoi une si longue période s'est-elle écoulée jusqu'à ce que l'opinion publique prenne conscience du problème? Il faut mentionner plusieurs raisons. Je qualifierais la première de «perception décalée». Il est en effet très difficile de remarquer de lentes évolutions. Une détérioration insidieuse de sa propre situation n'est souvent reconnue qu'avec le temps. La deuxième raison est une sorte «d'illusion de la prospérité». Notre revenu par habitant demeure relativement élevé et nous nous sentons toujours à l'aise. Toutefois, ce sentiment de prospérité dépend en grande partie de notre patrimoine, c'est-à-dire de notre revenu épargné par le passé. Durant les années grasses, la Suisse se constitua de fortes réserves, auxquelles elle peut recourir aujourd'hui encore et grâce auxquelles elle va encore relativement bien. Cependant, il nous échappe que son revenu actuel est en stagnation. Troisièmement, nous avons tendance

Graphique 1
Evolution du PIB réel par habitant



Source: Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, 2005

à souligner, lors de comparaisons avec l'étranger, que nos salaires atteignent un niveau record. Ce faisant, nous oublions souvent que nos prix aussi battent tous les records. Si l'on tient compte de leur niveau élevé, la Suisse paraît beaucoup moins à son avantage, comme le graphique 1 le montre. Finalement, notre revenu par habitant, toujours considérable, résulte également d'un niveau de travail supérieur à la moyenne. En Suisse, chaque habitant travaille quelque 10% de plus que la moyenne de l'OCDE. Bien que nous travaillions davantage que la moyenne, notre revenu est juste moyen. En d'autres termes, si nous travaillions comme dans les autres pays de l'OCDE, notre revenu serait, aujourd'hui déjà, inférieur à la moyenne.

La mondialisation rend le retard de la Suisse toujours plus marqué et douloureux. Les nouveaux médias accroissent la transparence de cette évolution, alors que la mobilité des facteurs de production augmente grâce à l'ouverture de nombreuses frontières. Il en découle une concurrence exacerbée des sites de production face à des compétiteurs plus nombreux et meilleurs qu'il y a vingt ou trente ans. Ce phénomène mondial s'accroîtra encore et le rythme de la transformation pourrait s'accélérer. A défaut de réformes profondes, le déficit de notre croissance devrait encore augmenter.

2 Pourquoi la croissance?

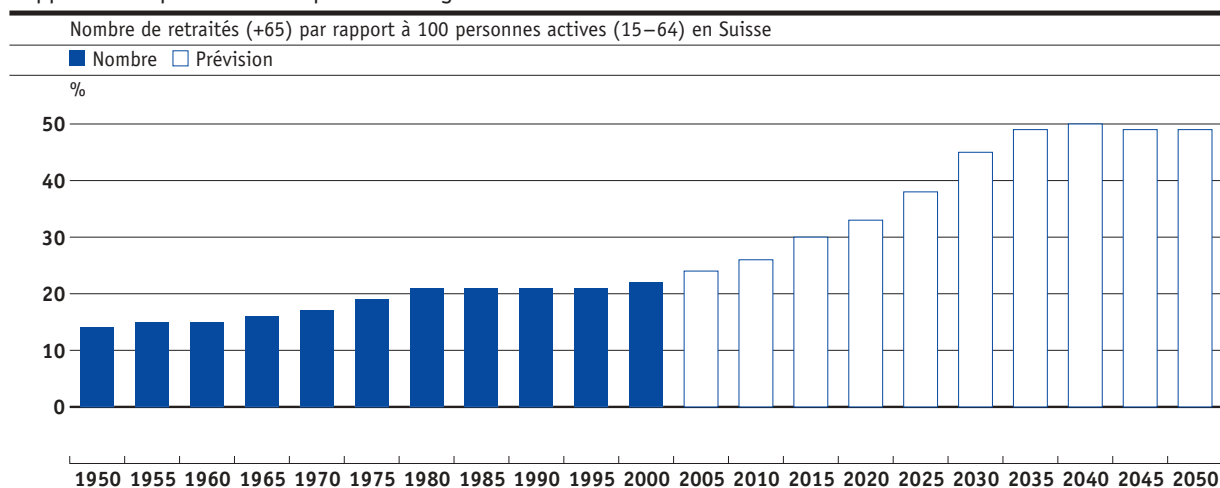
Après ces réflexions sur la croissance économique, je vais évoquer brièvement une critique fondamentale à son sujet. Peut-être vous êtes-vous, vous aussi, déjà posé la question suivante: avons-nous vraiment besoin de croissance? Ne pourrions-nous pas nous en passer?

Les partisans de la croissance zéro invoquent surtout deux arguments. Le premier sonne ainsi: «nous allons bien, ne voulons rien de plus et n'avons besoin de rien de plus». Cette réflexion peut se révéler pertinente pour certains individus et à certaines époques. Elle n'est cependant pas probante en général et à long terme. Nous avons besoin de croissance pour plusieurs raisons.

En premier lieu, nous avons besoin de croissance pour assurer la pérennité de nos assurances sociales. A ce sujet, considérons le graphique 2. Actuellement, il existe environ quatre personnes en âge de travailler (15-64 ans) pour une personne de plus de 65 ans. Selon les projections de l'ONU, ce chiffre diminuera de moitié en 35 ans. En 2040, il y aura deux personnes actives pour une personne âgée.

Le problème est concrètement le suivant. Presque toutes les prestations dont nos retraités entendent bénéficier en 2040 devront alors être fournies par la population active. Nous ne pouvons pas aujourd'hui stocker les soins, les visites médicales, les médicaments et les repas pour les consommer dans 35 ans. Tous ces services devront être délivrés au moment de leur consommation. A défaut de crois-

Graphique 2
Rapport de dépendance des personnes âgées



Source: ONU, 2004, variante intermédiaire

sance, toutes les personnes actives devront, dans 35 ans, fournir le double aux retraités ou ceux-ci devront se contenter de la moitié des prestations actuelles.

La croissance économique accroît ce qui peut être réparti et modère les futures querelles de répartition. Le problème de la prévoyance vieillesse n'est pas un problème de prévoyance en soi, mais avant tout un problème de production. Une augmentation de l'épargne ne résout donc pas complètement notre problème de prévoyance. Notre prévoyance vieillesse n'est assurée durablement que par un accroissement du potentiel de production. Qui veut préserver nos assurances sociales doit donc donner priorité à l'augmentation de la croissance économique.

La croissance assure non seulement nos pensions, mais permet aussi d'améliorer notre qualité de vie. Elle implique de nouvelles technologies, des innovations, le progrès médical, davantage de revenu et aussi davantage de loisirs pour en profiter. Permettez-moi d'exprimer les mêmes faits d'une manière différente. Je connais peu de gens disposés à renoncer volontairement à une augmentation de salaire. Or, la croissance fournit justement une augmentation de salaire qui permet un niveau de vie supérieur. La revendication d'une croissance zéro est donc utopique et ne saurait susciter l'adhésion de la majorité.

La protection de l'environnement est une autre requête des pourfendeurs de la croissance. S'il est vrai que la croissance économique peut coïncider avec une augmentation de la consommation de ressources naturelles, celle-ci n'entraîne pas automatiquement un niveau de pollution supérieur. Dans le langage des économistes, la préservation de l'environnement est un «bien supérieur»: sa demande augmente plus fortement que le revenu. En d'autres termes, seulement après que les besoins fondamentaux (nourriture, logement et santé) aient été satisfaits, des fonds peuvent être affectés à la protection de l'environnement. La croissance se développe parallèlement au progrès technique, dont profite à son tour la protection de l'environnement. Pensez au catalyseur ou aux filtres modernes, aujourd'hui obligatoires dans les pays riches. Plus la croissance et la prospérité sont élevées, plus nous sommes à même de nous occuper de l'environnement et plus nous en sommes capables. L'environnement profite donc aussi de la croissance.

3 Pouvons-nous croître plus rapidement?

Pouvons-nous réaliser une croissance plus rapide? Oui, nous le pouvons. Pour corroborer cette affirmation, reportons-nous au graphique 3. Celui-ci reflète l'évolution de la productivité du travail entre 1997 et 2000 dans différentes branches de l'économie suisse. La productivité est définie comme la création de valeur ajoutée par poste de travail à temps complet. Aussi bien le niveau que le taux de croissance de la productivité divergent sensiblement d'une branche à l'autre. Les branches axées sur l'exportation, telles les banques ou l'industrie chimique, ont enregistré une croissance et un niveau de productivité supérieurs à ceux des branches orientées vers l'intérieur du pays, comme la distribution et l'agriculture. De plus, la croissance, dans les branches où la Suisse jouit d'avantages comparatifs (chimie et banques, par exemple), fut aussi supérieure à celle des branches où ce n'est pas le cas (textile, habillement et chaussure).

Comment expliquer ces écarts? Ils pourraient être partiellement dus aux différences de capital investi. Toutefois, une partie de la cause de ces écarts, aussi bien quant au niveau qu'au taux de croissance de la productivité, réside ailleurs. Elle dépend de l'intensité de la concurrence. L'industrie chimique et les banques sont en concurrence avec leurs pairs de l'étranger. La distribution et l'agriculture en sont, en revanche, largement écartées. En situation de concurrence, seuls les prestataires novateurs et efficaces survivent. La concurrence oblige les entreprises à améliorer et à accroître en permanence leurs prestations par l'emploi des technologies les plus modernes. Ces pressions entraînent une hausse du taux de croissance dans les branches à forte concurrence et un niveau de productivité supérieur à celui des branches protégées. Finalement, les consommateurs en profitent sous forme de produits meilleurs, plus novateurs et meilleurs marchés.

La concurrence possède malheureusement quelques inconvénients. Elle inconmode, impose de nouvelles idées et nécessite des efforts, un travail ardu et des changements constants. Exception faite des sportifs, personne ne s'y soumet volontairement. Face à la concurrence, la plupart des entreprises sont

donc sceptiques. A cet égard, la Suisse est le paradis de la protection. Selon les statistiques de l'OCDE, son marché intérieur est un des plus réglementés et protégés. Or, l'exclusion de la concurrence empêche l'innovation et l'efficacité et, partant, la croissance.

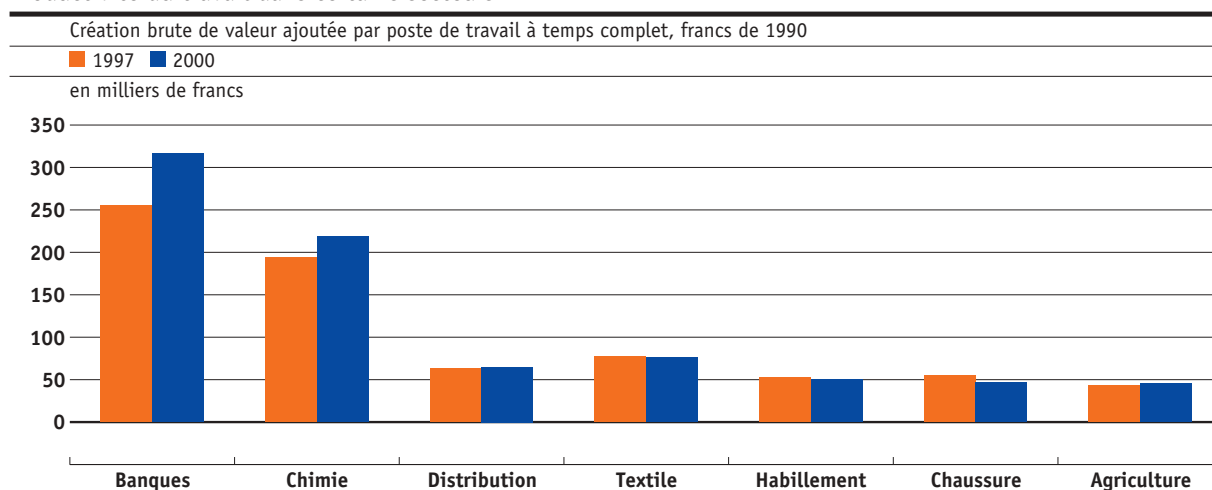
La concurrence n'est pas très populaire en Suisse. Elle est souvent décrite comme un facteur négatif. A ce propos, il ne faut pas sous-estimer le rôle du langage. Les entreprises qualifient le substantif «concurrence» avec des adjectifs tels que «ruineuse», «inhumaine», «nocive» et «asociale». Elles exigent une protection contre le «dumping étranger» et le «commerce inéquitable». Des seuils d'entrée aux marchés et des réglementations sont censés «protéger le public» et sont idéalisés en tant que «voie moyenne bien helvétique» ou «compromis raisonnable». Ce faisant, on répand des illusions la plupart du temps et tait les conséquences à moyen terme. Malheureusement, une telle manière de voir est souvent reprise sans critique dans les débats publics, voire accentuée par les médias. On oublie alors qu'elle influence l'opinion publique en faveur des entreprises et au détriment des consommateurs. Celui qui se prononce en faveur de la concurrence est vite taxé en Suisse d'asocial. Le partisan du libre-

échange est considéré comme l'exploiteur des faibles, comme l'adversaire du compromis agréable et comme un esprit radical.

Si la concurrence peut parfois incommoder, elle n'est ni ruineuse, ni inhumaine, ni nocive et surtout ni asociale. La «voie moyenne bien helvétique» n'est malheureusement ni helvétique ni moyenne: elle est plutôt une pente descendante. Elle protège davantage les producteurs que le «public» et le «compromis raisonnable» prend souvent la forme d'un compromis bancal.

La concurrence est nécessaire à l'évolution de notre économie. Nous lui devons notre prospérité, qu'elle est seule à pouvoir assurer. Si nous l'éliminons, nous la mettons en péril et entravons le progrès. Selon l'économiste autrichien Joseph Schumpeter, le capitalisme est un processus évolutif sujet au changement par nature. Sans marché, sans changement, sans évolution et sans «destruction créatrice», il n'y a ni progrès ni croissance. Malheureusement, des notions telles que «marché», «changement» et «évolution» ont souvent une connotation péjorative dans nos débats sur le marché intérieur. Elles menacent même de devenir des mots étrangers. Pour reprendre notre croissance, nous devons modifier cette attitude.

Graphique 3
Productivité du travail dans certains secteurs



Source: Office fédéral de la statistique, 2000

4 Les recettes d'une croissance plus forte

Après ce credo pour plus de marché et de concurrence, je serai enfin plus concret. Comment notre économie doit-elle croître plus rapidement? Où trouver la croissance supplémentaire? La théorie économique distingue généralement trois sources de croissance: le travail, le capital et le progrès technique. Nous pouvons stimuler notre croissance économique en recourant davantage au travail ou au capital et en utilisant mieux ces facteurs par l'application du progrès technique.

Je n'insisterai pas ici sur les différentes mesures nécessaires pour stimuler la croissance, car cela nous entraînerait trop loin. Toutefois, les économistes tombent généralement d'accord sur ce qu'il faut faire pour accroître notre potentiel. La faiblesse de notre croissance est due principalement au rythme insuffisant du progrès technique dans les branches axées sur le marché intérieur. Bien que nous travaillions beaucoup et recourions généreusement au capital, nous sommes en revanche trop peu novateurs et efficaces. La raison réside dans le niveau élevé de protectionnisme et de réglementation, qui empêche la concurrence. Durant les trente dernières années, la Suisse a peu progressé dans la libéralisation de son marché intérieur. A cet égard, presque tous les autres pays de l'OCDE l'ont pratiquement dépassée.³ Par ailleurs, le niveau élevé des prix en Suisse est une conséquence de cette rigidité. En effet, des prix élevés ne sont rien d'autre que le corollaire d'une utilisation inefficace du travail et du capital.

Cependant, le retard de notre économie intérieure peut également être considéré positivement. Le marché intérieur a un potentiel de croissance remarquable, qui attend d'être libéré. L'an passé, l'OCDE estima, par exemple, qu'un démantèlement des entraves à la concurrence sur le marché intérieur pourrait accroître le PIB de 8%, ou de 0,8% pendant chacune des dix prochaines années.⁴ Imaginez com-

bien notre chômage, nos salaires et nos finances publiques en bénéficieraient!

Le deuxième facteur déterminant la croissance économique est le capital. La Suisse occupe toujours, sur le plan mondial, une position de pointe dans la formation de capital. Notre pays investit relativement beaucoup. Toutefois, la concurrence s'est exacerbée entre les sites d'investissements et la position de la Suisse s'est détériorée. Nous devons absolument veiller à améliorer les conditions dont bénéficient les investisseurs. Les capitaux sont attirés par des finances publiques saines, une charge fiscale modérée, un système fiscal simple, une administration efficace, des infrastructures modernes, un bon réseau de voies de communication et une main-d'œuvre qualifiée. Malheureusement, la Suisse a perdu beaucoup de terrain ces dernières années quant à la maîtrise des dépenses publiques. Alors que leur contribution au PIB a légèrement diminué, en moyenne, dans les pays de l'Union européenne durant les quinze dernières années, le pourcentage est monté en flèche dans notre pays, passant de 31,5% en 1990 à 39,3% en 2004.⁵ Il s'agit de la plus forte hausse de tous les pays de l'OCDE. Une telle évolution n'aide certes pas la Suisse à renforcer sa position en tant que bassin d'investissements.

Le troisième facteur déterminant la croissance économique est le travail. En Suisse, on travaille relativement beaucoup et longtemps. Travailler encore davantage ne constitue pas une option souhaitable. Si nous ne voulons pas travailler plus, il nous faut travailler mieux. Nous devons donc améliorer la qualité de la main-d'œuvre actuelle et future. Ce capital humain est déterminé à son tour par la formation et la politique d'immigration.

Quelques mots tout d'abord au sujet de la formation. Les enquêtes Pisa démontrèrent que la situation en Suisse n'était pas des meilleures dans les écoles primaires et secondaires. L'évolution est d'autant plus inquiétante que notre système de formation est un des plus onéreux. Sur le plan international, les

3 Voir par exemple OCDE, 2001.

4 OCDE, 2004

5 Dépenses publiques (assurances sociales comprises) en pourcent du PIB. Sources: Administration fédérale des finances et OCDE, 2004

résultats des universités sont légèrement meilleurs, mais le taux de participation est très bas. L'efficacité de l'ensemble du secteur de la formation pâtit du fédéralisme. Notre système de formation recèle donc un fort potentiel d'amélioration.

A long terme notamment, l'immigration et l'émigration exercent une forte influence sur le capital humain. A cet égard, le bilan de la Suisse est très peu flatteur. Par le passé, essentiellement une main-d'œuvre peu qualifiée immigra dans notre pays. En ce qui concerne l'émigration, en revanche, on estime que des personnes fort qualifiées et entreprenantes quittent la Suisse. Le solde négatif qui en résulte exerce des effets nocifs sur le capital humain et, par conséquent, sur le potentiel de croissance de la Suisse.

Des leçons ont déjà été tirées pour notre politique d'immigration, mais elles ne vont pas encore assez loin. L'immigration d'une main-d'œuvre hautement qualifiée doit être stimulée, indépendamment de la nationalité des intéressés. Il est dommage, à ce propos, que tant d'étudiants étrangers regagnent leur pays d'origine après avoir terminé leurs études universitaires en Suisse. Il faudrait, bien au contraire, tout mettre en œuvre pour qu'ils restent chez nous. Cela ne devrait pas être trop difficile, car la Suisse offre à ses habitants une très bonne qualité de vie, ce qui en fait un pays d'immigration attrayant aux yeux des personnes à fortes qualifications.

Le thème du travail et de la croissance nous conduit inévitablement au problème épineux de l'âge de la retraite. A l'avenir, il faudra stimuler l'activité professionnelle par des retraites flexibles et ne pas la freiner par des entraves administratives ou fiscales. Chacun devrait pouvoir déterminer l'âge de sa retraite en acceptant les conséquences propres au marché que subira alors le niveau de sa prévoyance vieillesse.

5 Conclusion

La Suisse a un problème de croissance. En ce qui concerne notre performance, nous sommes passés de la tête de la course au milieu du peloton. Ces prochaines décennies, nous aurons le besoin urgent de croître pour compenser notre évolution démographique.

Les recettes visant à développer notre croissance sont connues et décrites par une littérature abondante. Les économistes tombent largement d'accord sur les objectifs. Les programmes de réformes que d'autres pays appliquent avec succès divergent peu les uns des autres. Pratiquement toutes les mesures pointent dans la même direction: il faut recourir aux mécanismes du marché plutôt qu'à ceux de la réglementation. Nous avons besoin de davantage de marché, de davantage de concurrence, de davantage de liberté et, partant, de davantage de responsabilité.

La Suisse n'est pas un cas particulier. De nombreux autres pays connurent des situations semblables ces dernières décennies et enregistrèrent des succès considérables grâce à leurs réformes. Citons, à cet égard, l'Angleterre, la Nouvelle-Zélande, la Finlande et la Suède.

Cependant, la mise en place des réformes s'avère difficile. La compréhension, la pression économique et, par conséquent, la volonté politique générale de lancer des réformes fondamentales font encore défaut. Notre système politique, fondé sur le consensus et nos structures fédérales, rend ces réformes encore plus ardues. Si l'on parle beaucoup de changements, leur réalisation est encore peu avancée. Nous avons besoin d'une secousse ébranlant la société et d'une vision générale tendant à renouveler la Suisse. Beaucoup d'entre nous doivent être disposés à renoncer à certains de leurs privilèges. Pour nombre de nos concitoyens, les réformes sont synonymes à court terme de renonciations. A long terme cependant, l'accélération de la croissance qui en résultera et la consolidation des assurances sociales prévaudront de loin sur les renonciations.

Les tâches qui nous attendent sont difficiles. Certaines semblent même irréalisables. Il ne faut cependant pas se résigner. Tôt ou tard, nous devons mettre en place des réformes. Nous y atteler rapidement atténuera les douleurs. En effet, chaque année qui s'écoule sans action nous fait renoncer involontairement à la prospérité, à l'innovation et au progrès.

Références bibliographiques

Administration fédérale des finances (AFF), <http://www.efv.admin.ch> et <http://www.efv.admin.ch/d/finanzen/index.htm>

Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database. January 2005, <http://www.ggdc.net>

Nations Unies. World Population Prospects, 2004 Revision.

OECD. 2001. ECO/CPE/WPI 16, Département des affaires économiques, document de travail 1 sur l'analyse de la politique macroéconomique et structurelle, interactions entre les marchés des produits et du travail dans les pays de l'OCDE.

OECD. 2004. Etude économique de la Suisse.

Office fédéral de la statistique. 2000. Le système de comptabilité nationale, Compte de production et productivité du travail de la Suisse.

Prix du pétrole et politique monétaire – un nouveau paradigme

Marlene Amstad, Recherche, et Philipp M. Hildebrand,
membre de la Direction générale, Banque nationale suisse, Zurich

Les auteurs expriment leur reconnaissance à Enzo Rossi pour ses commentaires.

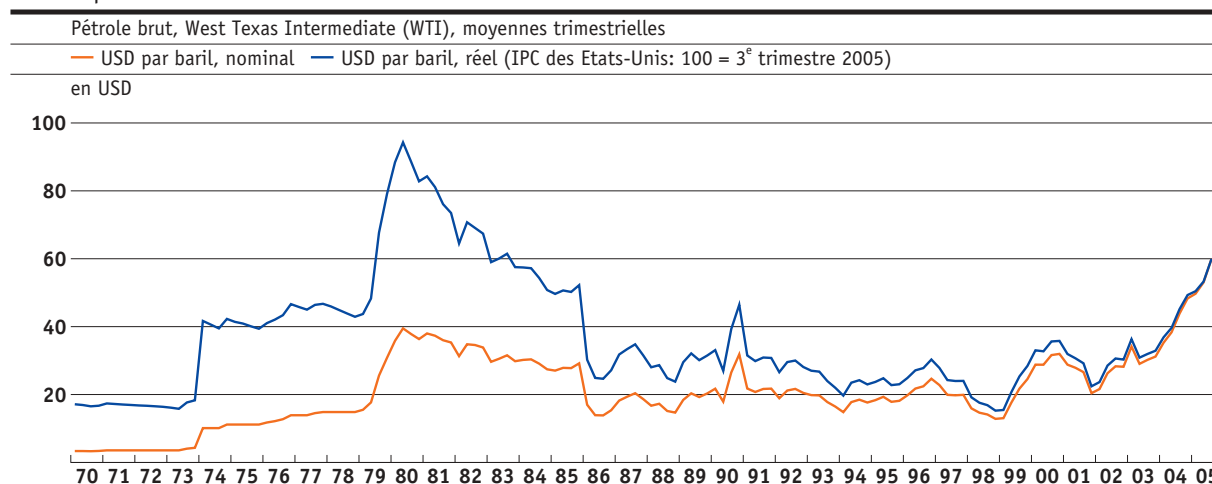
1 Introduction

A la fin de 1999, le prix du pétrole s'est inscrit à quelque 10 dollars et a atteint ainsi un point minimal. Depuis lors, il est monté vigoureusement par vagues. Ces dernières années, il est devenu ainsi une des composantes les plus remarquées de l'évolution de l'inflation. Le dépassement du seuil des 50 dollars en octobre 2004 et mars 2005 et, plus encore, celui des 60 dollars au milieu de 2005, ont ranimé le souvenir douloureux des conséquences économiques prononcées qu'avait entraînées la crise pétrolière des années septante. En termes réels, c'est-à-dire déduction faite de l'inflation, le prix actuel du pétrole reste néanmoins inférieur à celui d'alors. Exprimé en dollars actuels, le prix du pétrole aurait en effet dépassé les 90 dollars en 1980 (graphique 1).

Par ailleurs, il faut noter que, de 1986 à la fin 1999, le prix du pétrole a varié aux environs de quelque 20 dollars en moyenne. Depuis lors, il semble fluctuer à un niveau supérieur avec une volatilité accrue.

Si quelques années ne font pas encore de tendance, il faut se questionner sur les raisons de cette évolution et sur ses effets pour la politique monétaire. Dans cet exposé, nous examinerons d'une part les facteurs fondamentaux qui incitent à envisager un prix du pétrole durablement plus élevé et volatil. D'autre part, nous nous pencherons sur les conséquences en matière de politique monétaire. L'objectif principal de cette dernière étant le maintien de la stabilité des prix, l'exposé analysera principalement les effets du prix du pétrole sur l'inflation. Les effets sur la croissance seront aussi abordés dans la mesure où ils influent sur l'inflation. Après cette introduction, nous indiquerons au chapitre 2 quelques raisons qui militent pour un prix du pétrole durablement élevé et volatil. Au chapitre 3, nous traiterons des prévisions de prix du pétrole. Le chapitre 4 analysera les conséquences pour la croissance économique et l'inflation d'un prix du pétrole plus élevé. Au chapitre 5, nous nous demanderons quelle devrait être la politique monétaire en cas de prix du pétrole durablement supérieur. Le dernier chapitre sera consacré à nos conclusions.

Graphique 1
Prix du pétrole



Source: Bloomberg

2 Pourquoi le prix du pétrole sera-t-il élevé et volatil à l'avenir?

Le prix du pétrole résulte de l'interaction de quatre éléments: parmi les facteurs généraux qui influencent l'offre et la demande (2.1), la géopolitique (2.2), la géologie (2.3) et les marchés financiers (2.4) jouent un rôle particulièrement important. A l'avenir¹, un grand nombre de facteurs militent pour un prix du pétrole durablement élevé et volatil.²

2.1 Offre et demande

Facteur 1: renversement de la causalité: prix du pétrole stimulé par la demande

Dans les années quatre-vingt, l'interaction entre le prix du pétrole et la conjoncture se limitait surtout à un effet unilatéral du prix du pétrole sur la conjoncture. Actuellement, l'effet inverse prend davantage d'importance: la demande de pétrole et, partant, son prix dépendent de plus en plus de la conjoncture mondiale. Ainsi, une certaine hausse du

1 Les facteurs indiqués ci-après déploient leurs effets à long terme surtout. Leur importance varie d'une époque à l'autre. Ainsi, l'importance du facteur 3 (investissements) devrait augmenter par rapport à celle du facteur 2 (bas niveau des stocks).

2 Statistiquement, la rupture structurelle de la volatilité du prix du pétrole n'est pas significative. Nous indiquerons diverses raisons pour lesquelles ce degré de signification pourrait augmenter avec davantage d'observations.

prix du pétrole doit être considérée comme l'accompagnement normal d'un essor économique mondial. Ces derniers temps, cette évolution a été renforcée par le dynamisme considérable de l'économie chinoise, devenue le premier importateur et consommateur de pétrole après les Etats-Unis. Or, il faut souligner qu'il ne s'agit pas d'un phénomène passager. L'intégration de la Chine et de l'Inde dans l'économie mondiale constitue bien davantage un événement structurel exceptionnel, comparable, dans ses effets économiques, à l'intégration des Etats-Unis dans l'économie mondiale au XIX^e siècle.

Forte augmentation de l'importance des facteurs de la demande ces dix dernières années

Un graphique mettant en parallèle la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial et le prix du pétrole permet de constater une lente transition au milieu des années nonante: de négative, la corrélation est devenue positive (graphique 2).³

Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE, 2005), la demande mondiale de pétrole a augmenté de 2003 à 2004 de 2,6 millions de barils par jour, ou de plus de 3%. Il s'agit là de la progression la plus forte depuis près de 25 ans. Pour 2005, l'AIE s'attend à un nouvel accroissement de 1,4 million de barils par jour, ou de quelque 1,7%, ce qui porterait la demande à 84 millions de barils par jour en chiffres ronds. En raison de capacités d'extraction limitées, la demande est ainsi devenue l'un des facteurs décisifs déterminant le prix du pétrole. Près de la moitié de son augmentation provient des pays d'Asie en voie d'industrialisation, la Chine y contribuant à elle seule à raison de près d'un tiers (tableau 1).

3 Le coefficient de corrélation est passé de -0,4 avant 1995 à +0,3 après. Cette représentation linéaire ne constitue qu'une grossière approximation. La plupart du temps, une quantification exacte nécessite un processus non-linéaire (voir Hooker, 1999; Hamilton, 2003). Par ailleurs, il s'agit non pas d'une rupture de structure limitée à une année déterminée, mais d'une lente transition.

Avec la Chine et l'Inde, deux très grandes économies sont devenues demandeuses de pétrole. Compte tenu de leur potentiel, elles sont encore toutes deux au début de leur essor économique. Or les économies sont précisément à ce stade particulièrement tributaires du pétrole. L'intensité décroissante du recours au pétrole dans la production des pays industrialisés s'oppose néanmoins à cette évolution. Pourtant, l'Amérique du Nord a contribué à raison d'un cinquième à l'augmentation de la demande mondiale

de pétrole en 2004 (tableau 1) et constitue donc, avec les pays asiatiques, l'élément principal de la demande de pétrole (graphique 3).

L'augmentation de la demande explique non seulement le changement de niveau du cours du pétrole, mais aussi l'accroissement de sa volatilité. De par leur nature, les fluctuations conjoncturelles sont plus volatiles que les facteurs structurels dus à l'offre.

Graphique 2
Prix du pétrole et PIB mondial

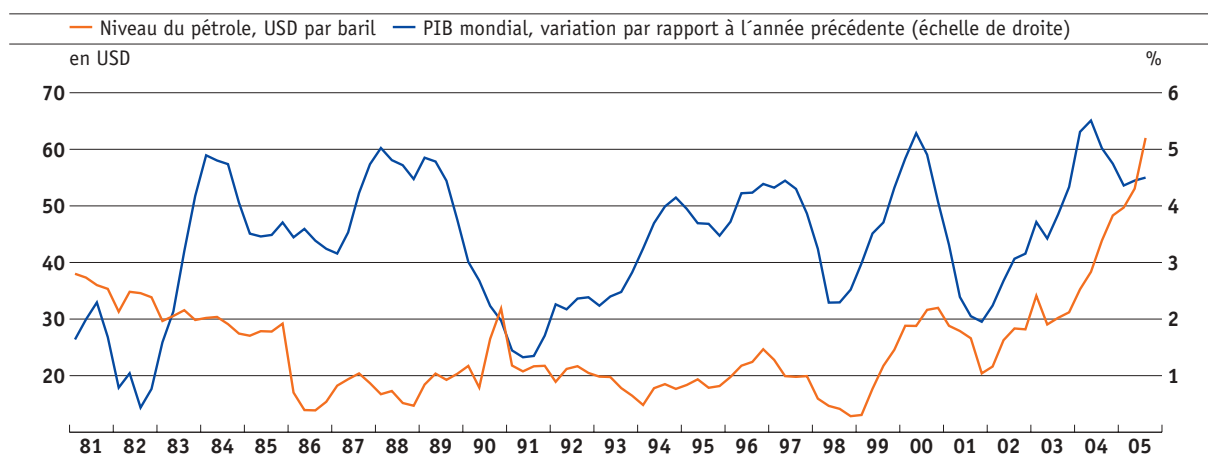


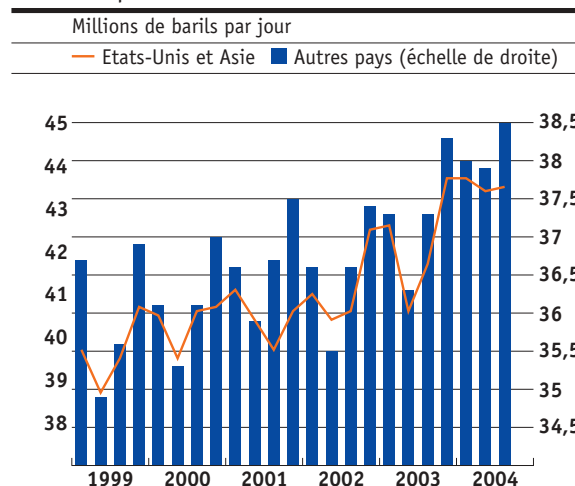
Tableau 1
Demande mondiale de pétrole par région

	(million barils par jour)						
	Demand 2004	Annual Change			Annual Change (%)		
	2004	2003	2004	2005	2003	2004	2005
North America	25.19	0.47	0.61	0.36	2.0	2.5	1.4
Europe	16.44	0.20	0.24	0.11	1.2	1.5	0.7
OECD Pacific	8.63	0.14	-0.15	0.00	1.6	-1.7	0.0
China	6.38	0.55	0.86	0.50	11.0	15.6	7.9
Other Asia	8.57	0.22	0.47	0.24	2.8	5.7	2.8
Subtotal Asia	23.57	0.91	1.18	0.75	4.2	5.3	3.2
FSU	3.71	0.12	0.13	0.05	3.5	3.7	1.4
Middle East	5.88	0.20	0.32	0.29	3.7	5.7	4.9
Africa	2.81	0.04	0.07	0.09	1.7	2.4	3.3
Latin America	4.90	-0.10	0.17	0.12	-2.0	3.7	2.4
World	82.50	1.84	2.72	1.77	2.4	3.4	2.1

Graphique 2:
Au cours des années nonante, la causalité entre le pétrole et la conjoncture s'est inversée.
Sources: Bloomberg, Oxford Economic Forecast (OEF)

Tableau 1:
Source: Agence Internationale de l'Energie (AIE), 2005

Graphique 3
Demande pétrolière mondiale



Graphique 3:
Source: AIE, 2004

Lente hausse des prix

L'évolution qu'a subie la hausse des prix confirme l'importance croissante de la demande. Aussi bien une diminution de l'offre qu'une augmentation de la demande font monter les prix.⁴ Alors qu'une réduction de l'offre comme durant les années septante se répercute immédiatement sur les prix, un accroissement de la demande comme on l'observe depuis l'an 2000 n'entraîne qu'une hausse graduelle.

Facteur 2: bas niveau des stocks

La concurrence mondiale accroît les pressions à la baisse des coûts de production. Ces dernières années, les mesures les plus diverses ont été prises pour diminuer les coûts. C'est ainsi que les stocks ont été réduits graduellement sur le plan mondial. Et ce n'est qu'avec la hausse du cours du pétrole et le risque d'un renchérissement supplémentaire que les stocks ont été reconstitués. Aux Etats-Unis, ils sont à nouveau en hausse après avoir connu en 2004 le niveau le plus bas des trente dernières années (graphique 4). La reconstitution graduelle des stocks continue de stimuler la demande.

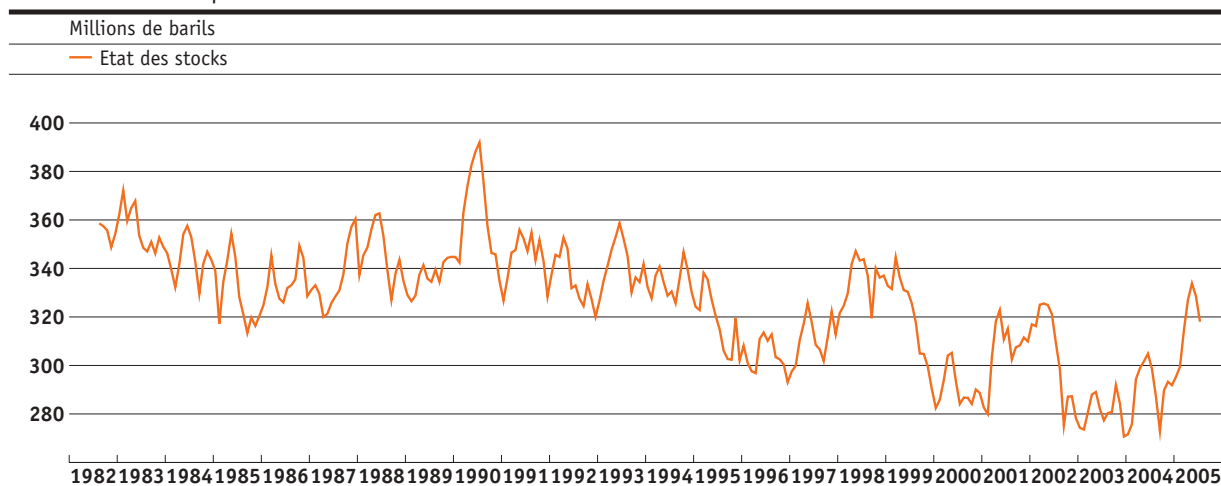
La Chine, dont la demande a été nettement sous-estimée ces dernières années, joue aussi un rôle important à cet égard. Encore à la fin des années nonante, une reconstitution des stocks de pays industrialisés n'aurait laissé que peu de traces sur le cours du pétrole. Seule la demande simultanée et inattendue en provenance de Chine a fait monter les cours en flèche.

Facteur 3: retournement dans le cycle d'investissements en exploitations pétrolières

Le pétrole provient de la transformation des sédiments de plantes et de micro-organismes du sol marin au cours de millions d'années, à l'abri de l'air et sous l'action de la pression et de la chaleur. L'extraction ne s'effectue pas aux mêmes coûts partout. Aujourd'hui, la part des frais d'extraction dans le prix du produit final (transporté et raffiné) est relativement faible. Certains doutent que cette situation puisse perdurer. Les investissements dans la recherche de nouveaux gisements ont été parfois fortement négligés, si bien qu'un certain rattrapage est indispensable, ce qui pourrait faire monter le prix du produit final. Selon l'AIE (2005), les investissements du secteur énergétique pourraient se monter à 16'000 milliards de dollars d'ici à 2030. Grâce à la hausse du prix du pétrole, les investissements dans l'infrastructure sont devenus plus rentables, ce qui devrait faire baisser les prix à long terme. Toutefois, certaines conditions doivent être remplies. D'une part, les décisions des pays producteurs de pétrole en la matière doivent être dépolitisées. D'autre part, le pétrole supplémentaire découlant de l'augmentation des investissements d'infrastructure doit être livré au marché. Une hausse du prix du pétrole provoque non seulement une augmentation de la rentabilité des investissements mais aussi une hausse de la valeur des ressources du sol et, partant, de l'intérêt à maintenir la pénurie. Ce n'est que si la pénurie de pétrole est si forte qu'elle rend économiquement rentable le

4 La vulnérabilité à court terme de l'offre de pétrole a été une nouvelle fois mise en évidence lors du passage de l'ouragan «Katrina».

Graphique 4
Etat des stocks de pétrole brut aux Etats-Unis



Les stocks pétroliers des Etats-Unis ne décollent que lentement de leur niveau minimal.
Source: Bloomberg

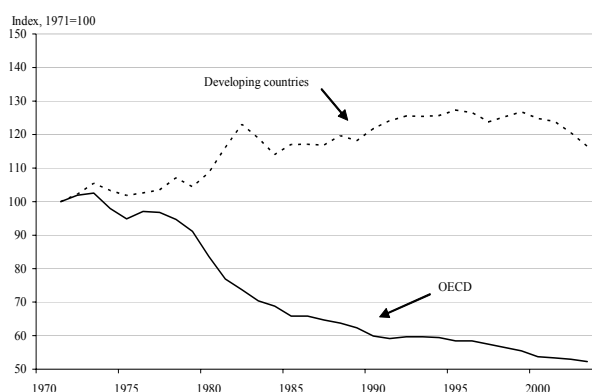
recours aux énergies de substitution que les producteurs sont véritablement incités à utiliser toutes les capacités de production disponibles.

Facteur 4: efficacités divergentes du recours au pétrole

L'intensité du recours au pétrole dans la production et consommation des pays de l'OCDE s'est presque réduite de moitié depuis les chocs pétroliers des années septante. Dans certains pays industrialisés, des économies supplémentaires sont de plus en plus difficiles à réaliser. En outre, les pays en développement ne sont guère devenus plus efficaces dans leur utilisation du pétrole (graphique 5). Les masses de pétrole qu'absorbe la Chine notamment sont en disproportion flagrante avec la production réalisée par ce pays. Cette situation pourrait être liée à la structure industrielle de ce pays. L'industrie lourde prévaut, dont la technologie est encore peu efficace dans son emploi de l'énergie. Cela s'explique également par le comportement des ménages qui utilisent le pétrole de manière peu productive dans des générateurs diesel.⁵

5 Au début de 2005, à peu près la moitié de la demande de pétrole chinoise consistait en diesel (AIE, 2005). Selon l'OCDE (2004), une augmentation de la croissance du PIB en Chine provoque une augmentation du prix du pétrole deux fois plus importante que la même augmentation de croissance dans les pays de l'OCDE.

Graphique 5
Utilisation du pétrole
(consommation de pétrole par unité d'output)



Source: Brook et consorts, 2004

2.2 Géopolitique

Facteur 5: accroissement indépendant et simultané de l'insécurité dans la géopolitique et la politique intérieure des principaux pays extracteurs

Le marché pétrolier a toujours été particulièrement politisé. Après les attentats du 11 septembre 2001 et la seconde guerre d'Irak, l'insécurité géopolitique est montée en flèche particulièrement dans les principaux pays extracteurs. Même si les attaques terroristes cessent, l'insécurité provoquée par les attentats antérieurs fait monter les cours et accroît la volatilité du marché pétrolier. De surcroît, il faut considérer que, à partir du nouveau millénaire, les troubles politiques ne se sont pas limités à une zone géographique précise. Bien au contraire, plusieurs crises politiques indépendantes l'une de l'autre ont éclaté simultanément: ainsi, le marché pétrolier n'a pas été perturbé seulement par le changement de situation au Moyen-Orient, mais aussi par les incertitudes qui régnaient au Venezuela, au Nigeria et en Russie. Ici également, l'incertitude suffit pour faire monter les cours.

Maints observateurs de l'évolution politique pensent reconnaître une tendance inquiétante. A partir des années nonante, le monde a vécu presque tous les 2 ans un choc politique international. Après la première attaque du World Trade Center en 1993, des attentats ont eu lieu en Arabie Saoudite et à l'ambassade à Moscou en 1995, puis au Kenya en 1998, au World Trade Center en septembre 2001, à Madrid et à Londres en 2004 et 2005 respectivement. Cette liste de quelques-uns des principaux attentats donne l'impression d'un problème durable, qui ne peut pas être résolu vite et simplement, ce qui accentue l'incertitude générale. Ici également, les circonstances incitent à penser à un changement de niveau et à un accroissement de la volatilité. Un marché sur lequel des inquiétudes volatiles à court terme prennent davantage d'importance par rapport aux facteurs fondamentaux à long terme est particulièrement soumis à des fluctuations. Néanmoins, le fait que les attentats de l'an passé à Madrid et de cette année à Londres n'ont pas suscité davantage de troubles sur les marchés financiers donne à penser qu'une grande partie de cette insécurité était déjà incluse dans les cours.

Facteur 6: mondialisation

La mondialisation entraîne une transmission plus forte et plus rapide des chocs. Il n'existe plus guère d'économies en autarcie. Il en résulte des chances – telle la perspective que la Chine devienne une locomotive conjoncturelle à long terme – mais aussi des périls. En raison de l'interdépendance économique croissante, les crises locales ou mondiales risquent de se propager plus fortement et plus rapidement qu'autrefois.

La mondialisation entraîne également une augmentation des transports, principale activité utilisatrice de pétrole. L'OCDE (2004) s'attend à ce que ce secteur engendre, d'ici à 2030, les trois quarts de l'augmentation de la demande pétrolière.

Facteur 7: modifications institutionnelles

Vu les incertitudes croissantes, on pourrait se demander dans quelle mesure une institution vigoureuse comme l'OPEP pourrait calmer le marché. L'OPEP, et notamment ses membres du Moyen-Orient, dispose de loin des plus grandes réserves pétrolières mondiales.⁶ L'AIE s'attend à ce que la part de marché du Moyen-Orient passe de 25 à quelque 40% durant les 30 prochaines années. En partant de ces données, de nombreux observateurs estiment que l'influence de l'OPEP devrait augmenter à long terme. Il faut néanmoins se demander à quel point l'OPEP est en mesure de contrôler le cours du pétrole sur un marché dominé par la demande et influencé par la spéculation. Nombre d'opérateurs sont d'avis que l'influence exercée par l'OPEP est devenue toujours plus faible à partir de la seconde moitié des années nonante. Ainsi, la réduction de la production pétrolière à la suite de la forte baisse des cours à la fin de 1997 et en 1999, tout comme l'expansion de cette production en raison des prix élevés atteints en août 2004, ne se sont répercutées que faiblement sur le cours du pétrole. La politique de l'OPEP, qui a autorisé une production inférieure aux seuils minimaux convenus, peut également inquiéter le marché. Une tendance institutionnelle à calmer directement le marché n'est donc pas perceptible.

6 Selon l'AIE/OCDE (2004), environ les deux tiers des réserves mondiales prouvées se trouvent dans les pays de l'OPEP.

Comme l'expérience des années septante l'a montré, un cours élevé du pétrole entraîne des rationalisations et substitutions visant à réduire la dépendance vis-à-vis de l'or noir.⁷ Si cela se produisait, l'OPEP pourrait comme alors et contrairement aux anticipations de nombreux observateurs perdre des parts de marché ou, à tout le moins, en gagner moins.⁸

De plus, des raisons institutionnelles pourraient avoir maintenu le cours du pétrole à un niveau relativement bas jusqu'à maintenant. La règle d'Hotelling veut que le prix d'une ressource non renouvelable doit augmenter au moins dans la même mesure que de l'argent placé à long terme.⁹ Le cours du pétrole de la fin des années nonante, qui a atteint un niveau minimal record, n'est guère compatible avec cette règle. En effet, de fortes masses de pétrole ont été extraites alors à des prix de vente très bas. De fait, la règle d'Hotelling ne s'applique qu'à des marchés parfaits, ce qui exclut certaines parties du marché pétrolier caractérisées par une structure oligopolistique. Dans le cas où l'on devait assister à une démocratisation croissante des décisions relatives à l'exploitation de réserves pétrolières, la règle d'Hotelling pourrait toutefois s'appliquer de nouveau et le rendement à long terme du pétrole – comme une floor option – être limité vers le bas par le niveau des taux d'intérêt à long terme.

7 Comme la dominance du charbon s'est terminée bien avant l'épuisement des réserves, celle du pétrole pourrait prendre fin avant le tarissement des sources de pétrole, en raison de la rentabilité relative accrue des énergies de substitution.

8 L'OCDE (2004) estime qu'une hausse du cours du pétrole de 5 dollars par rapport à un scénario de base à 35 dollars réduirait la part de marché de l'OPEP de quelque 7% à l'horizon de 2030, soit à un niveau légèrement supérieur à 30%.

9 Les propriétaires de ressources non renouvelables maximisent leur bénéfice soit en vendant leur ressource et en plaçant le produit des ventes sur le marché des capitaux, soit en attendant de procéder à la vente jusqu'à ce qu'une pénurie fasse monter le prix de la ressource. La règle d'Hotelling (Hotelling, 1931) correspond au niveau d'équilibre pour lequel la hausse du prix compense la rémunération à laquelle il a été renoncé.

2.3 Géologie

Facteur 8: évolution incertaine des réserves

Les estimations des réserves pétrolières disponibles et celles concernant les découvertes de nouveaux gisements diffèrent sensiblement les unes des autres. Les écarts s'expliquent souvent par une définition divergente des réserves prouvées. Des critères unitaires de mesure font défaut. Même les groupes pétroliers publient, malgré leurs informations privilégiées, des prévisions et estimations fortement divergentes de leurs réserves actuelles.¹⁰ Il en résulte une situation du marché obscure et tendant, par conséquent, à une hausse des cours. En outre, de telles estimations ont souvent une coloration politique.

10 Dans les années septante, BP estimait l'apogée de la production mondiale à 1985, alors que Shell la fixait en 1999. Non seulement les prévisions divergent d'un analyste ou d'une période à l'autre, mais c'est également le cas des estimations des réserves actuelles. Ainsi, l'annonce par Shell, au début de 2004, que le groupe avait révisé de 20% ses réserves à la baisse a suscité une grande attention. Bien que Shell n'ait ce faisant qu'adapté l'estimation de ses réserves pétrolières aux directives de la Securities and Exchange Commission (SEC) des Etats-Unis, elle a augmenté la confusion. Dans les discussions qui ont suivi, toutes les indications à propos des réserves disponibles sur le marché ont été mises en doute, ce qui a fait monter les cours.

L'OCDE (Brook et consorts, 2004) estime les réserves actuelles à 1000 milliards de barils. Sans la découverte de nouvelles réserves, elles seraient taries d'ici quelque 40 ans si la production restait constante. Cela a incité divers analystes à tracer des perspectives pessimistes.¹¹

Toutefois, la demande croissante de pétrole a été couverte, jusqu'à maintenant, par les réserves décelées récemment, de sorte que le rapport entre réserves et production est resté constant ces deux dernières décennies.¹² Cela n'est cependant pas une garantie pour le futur, si bien que la gamme des estimations et scénarios va sans doute demeurer très large. Indépendamment du jugement porté sur maintes prévisions, celles-ci peuvent se répercuter sur le cours du pétrole dès que la spéculation joue un rôle important. Il suffit pour cela que chacun soit d'avis que les autres participants au marché vont être influencés par elles.

11 Marvin King Hubbert est un des analystes les plus connus du secteur pétrolier; dans ses prévisions, il adopte une attitude très critique. Dès 1956, il a publié une prévision devenue célèbre, d'après laquelle la production pétrolière diminuerait aux Etats-Unis à partir de 1972: une estimation osée et fortement controversée, en raison d'une production en augmentation vigoureuse à l'époque. Or il avait mis dans le mille. A partir de 1970, l'exportateur net qu'étaient les Etats-Unis s'est converti en importateur net. Divers analystes emploient actuellement la technique de prévision d'Hubbert, qui cherche à discerner le point culminant de la production pétrolière mondiale en se fondant sur la géologie et les mathématiques. Selon cette technique, le monde enregistrera sa production pétrolière maximale entre 2003 et 2008 («Hubbert's-Peak»). L'hypothèse à la base de cette prévision est que la consommation mondiale s'inscrit en hausse de 2% par an alors que la diminution des réserves à un rythme annuel de 6%.

12 Les principales réserves, situées au Moyen-Orient, ont fait l'objet de nouvelles estimations à la suite de découvertes. Estimées à 16 milliards de barils en 1944, elles sont passées à 116 milliards en 1975 et à quelque 685 milliards actuellement (voir Adelman, 1995).

2.4 Marché financier

Facteur 9: le pétrole, instrument financier sous-jacent

L'ampleur accrue des fluctuations du cours du pétrole a suscité l'intérêt de nouveaux participants au marché. L'augmentation de la liquidité du marché qui en a résulté a encore renforcé l'attrait de ce marché. Depuis quelques années, le nombre de courtiers intéressés au pétrole non à des fins de locomotion ou de chauffage, mais à titre d'instrument financier, s'est considérablement accru.

Ainsi, la hausse des deux dernières années s'explique notamment par les anticipations des marchés financiers. Aux yeux de la plupart des observateurs, la hausse du prix du pétrole a dépassé l'ampleur justifiée par la situation actuelle du marché. Au premier trimestre de 2004, les représentants de l'OPEP ont estimé la prime de spéculation à 5 dollars le baril. Au troisième trimestre de la même année, divers observateurs estimaient cette prime entre 8 et 10 dollars.¹³ Dans son Rapport trimestriel, la BRI (2004) a établi une forte corrélation (0,8) entre les variations hebdomadaires du cours du pétrole et les variations des positions longues de courtiers non commerciaux.

Toutefois, l'estimation de la part de la spéculation dans la hausse du cours est malaisée en raison de la qualité des données. La seule certitude est que la tension régnant sur le marché incite à parier encore sur une hausse des cours.¹⁴

Une raison pour laquelle le pétrole est devenu un objet de spéculation précisément au début du millénaire est l'augmentation de la dépendance de la demande (facteur 1), qui seule a généré des fluctuations de cours suffisamment ample pour permettre la spéculation. Il se peut également que l'absence d'alternative ait accru l'attrait des placements en pétrole. Après la fin de l'expansion de la «nouvelle économie», les investisseurs ont cherché de nouvelles possibilités de placement. Au début de 1999, le pétrole avait chuté à son niveau le plus bas depuis 25 ans et suscitait peu d'attention. Conjointement à une demande plus dynamique des courtiers en matières premières, cette évolution constitua une base idéale pour faire du pétrole un instrument de placement.

Facteur 10: anticipations d'un fléchissement du dollar

Les Etats membres de l'OPEP disposent de près de 80% des réserves mondiales prouvées. Actuellement, ils satisfont environ 40% de la consommation mondiale. Depuis 2001, l'OPEP fixe sa marge cible entre 22 et 28 dollars le baril, marge basée sur un panier de prix révisé à la mi 2005 et qui fluctue généralement en dessous de la qualité «West Texas Intermediate» (WTI). En raison du record qu'atteint le déficit de la balance américaine des revenus, de nombreux observateurs du marché s'attendent à long terme à une dévalorisation du dollar. Ces anticipations pourraient inciter l'OPEP à augmenter sa marge en dollars, afin de compenser la détérioration des termes de l'échange qui en découlerait. Du début de 2001 au milieu de 2005, le cours du dollar a baissé d'environ un tiers par rapport à l'euro. Si la marge cible était ajustée en conséquence, elle devrait se situer entre 29 et 37 dollars. Compte tenu de l'évolution récente des prix, l'OPEP n'a pas révisé sa marge cible en 2005 mais elle l'a provisoirement suspendue.

13 Aperçu de la littérature relative à la spéculation et à son effet sur l'évolution du prix du pétrole dans: Weiner (2002).

14 Toutefois, il ne faut pas exagérer l'importance de la spéculation par rapport à celle d'autres facteurs. Weiner (2002), par exemple, ne décèle qu'une faible influence de la spéculation sur le cours du pétrole.

3 Prédiction du cours du pétrole

Dans le chapitre précédent, nous avons énuméré les facteurs qui expliquent une hausse du cours du pétrole et une plus forte ampleur des fluctuations. Ces facteurs sont soumis à des aléas considérables. Dans toute prédiction afférente au cours du pétrole, il faut donc compter sur un écart-type élevé et, partant, sur un degré de signification restreint. Nombre d'observateurs se contentent donc d'appréciations qualitatives, indiquant par exemple que le cours du pétrole montera encore autant que la demande le permettra. Malgré la forte insécurité de prévisions, les autorités monétaires doivent émettre des hypothèses à propos de l'évolution du pétrole dans leurs prévisions relatives à la conjoncture et à l'inflation, et estimer suffisamment tôt leurs conséquences. Nous allons donc présenter succinctement quelques processus quantitatifs de prédiction. Après quoi nous nous prononcerons sur l'emploi des prévisions relatives au pétrole dans des modèles macroéconomiques.

3.1 Méthodes quantitatives de prédiction des cours du pétrole

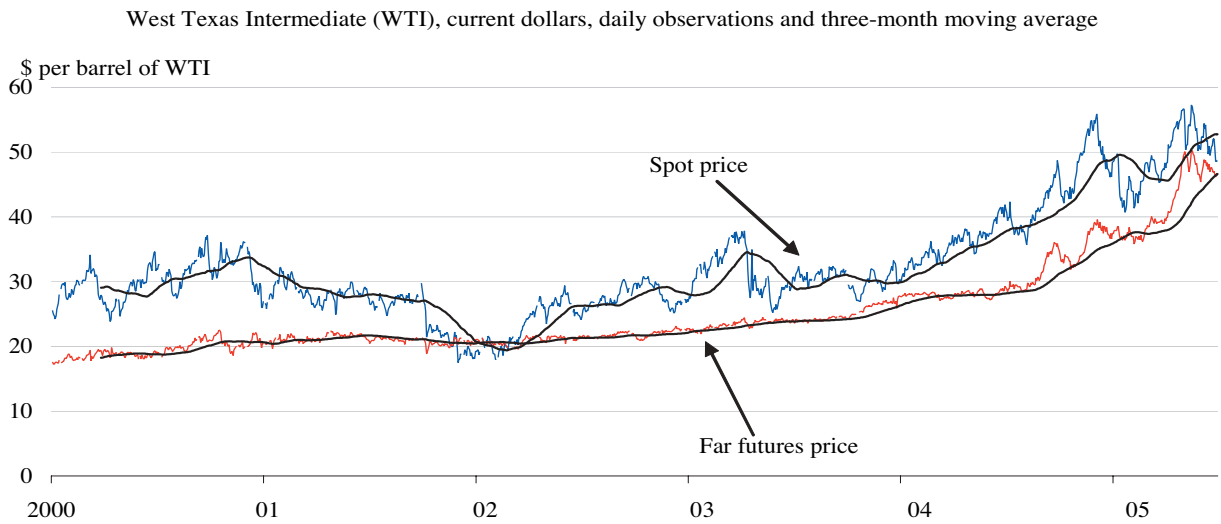
Les prévisions économiques se basent sur le principe que le passé permet de prévoir l'avenir. Dans le cas du pétrole, diverses analyses empiriques sont cependant arrivées à la conclusion que ni l'amplitude des majorations passées ni la durée d'une phase de cours élevés ne donnaient d'informations sur leur fin.

A court terme, différents indices du marché renseignent sur l'évolution du cours du pétrole. Pour les prévisions, on recourt ainsi aux écarts entre les performances de divers indices boursiers réagissant différemment à l'évolution du secteur de l'énergie – tels les indices du marché canadien, qui comportent une composante importante en pétrole, contre les indices allemands à faible composante pétrolière – ou directement à l'évolution des actions de compagnies pétrolières. Toutefois, les participants au marché axés sur le long terme utilisent principalement la combinaison de deux grandeurs: une mesure de l'activité économique et une mesure de l'état des stocks.

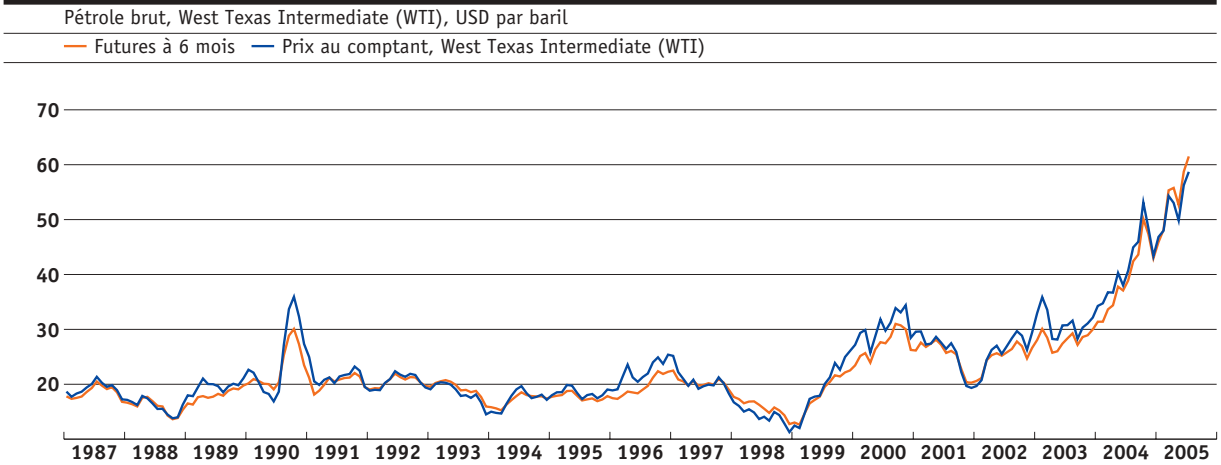
3.1.1 Prévisions basées sur les contrats à terme

Les contrats à terme traités en bourse sont souvent utilisés pour prévoir l'évolution des cours pétroliers. Qui pourrait mieux apprécier l'avenir que les participants au marché qui risquent leur argent en fixant aujourd'hui le cours de demain? Prévisions des prix au comptant de demain, les prix à terme et ceux des futures sont très appréciés, qu'il s'agisse d'actions, de taux de change ou de matières premières. Pour ces dernières, le succès des prévisions basées sur les futures a été néanmoins mitigé. Alors que les futures sur or se comportent comme ceux sur actions – le prix d'un future étant généralement supérieur à celui au comptant correspondant («contango») –, cette règle est souvent transgressée sur le marché pétrolier, ce qui implique que le pétrole livrable d'ici un an coûtera moins que s'il était livrable actuellement. S'il en est ainsi, le marché se trouve en position de déport («backwardation»). Il faudrait normalement s'attendre à ce que les arbitragistes liquident leurs stocks à des cours au comptant élevés et les reconstituent au cours plus bas des futures, égalisant ainsi les cours au comptant et ceux des futures. Ils réaliseraient ainsi des bénéfices considérables. Or le fait est que la position en déport a été de règle sur le marché du pétrole de 2000 au début de 2005 (graphiques 6 et 7). Comment cette situation s'explique-t-elle?

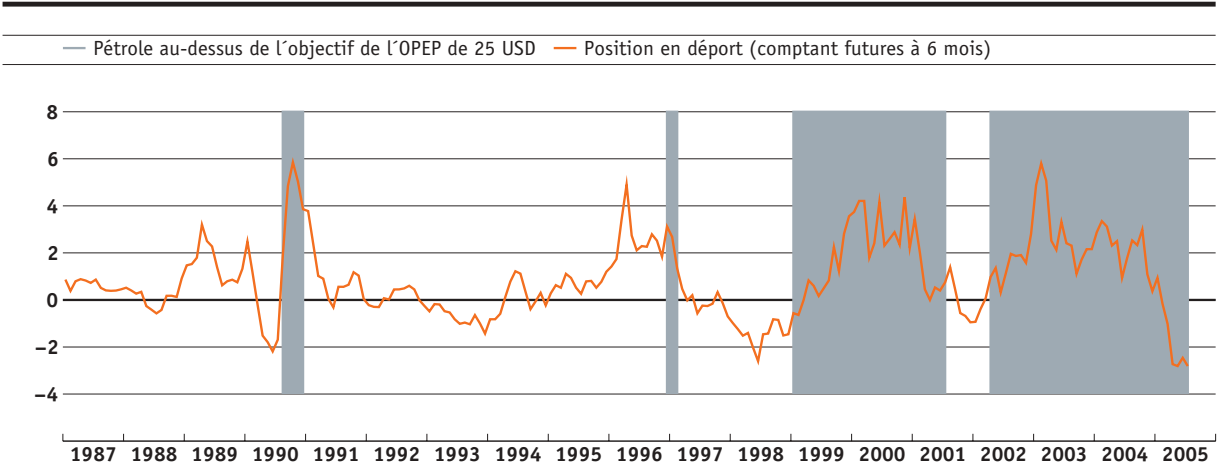
Graphique 6
Prix au comptant et futures à long terme



Graphique 7
Prix au comptant et futures à 6 mois du pétrole



Graphique 8
Position en déport



Graphique 6:
Source: OCDE, 2005

Graphique 7:
Prix au comptant souvent supérieur au future
à 6 mois (position en déport, mensuellement)
Source: Bloomberg

Graphique 8:
Le marché pétrolier tend surtout à adopter une position en déport
quand le cours au comptant dépasse la valeur cible de l'OPEP; sur
les stries, le cours au comptant a dépassé 25 USD (marge de l'OPEP
23-28 USD, valeur moyenne 25 USD).
Source: Bloomberg

3.1.2 Raisons de la position en déport

La position en déport d'un marché s'explique notamment par des difficultés d'arbitrage. Contrairement à ce qui se passe sur le marché des actions, une faible liquidité du marché, des variations saisonnières de l'offre ou de la demande, des risques d'interruption de la chaîne de l'offre et des frais de stockage peuvent dissuader les opérateurs sur le marché pétrolier de profiter des possibilités d'arbitrage.

Comme la plupart des matières premières, le pétrole est généralement en déport. Cela s'explique d'une part en raison du fait que le pétrole, situé sous terre, ressemble à un dépôt gratuit ou à une option put dans les mains des pays extracteurs. D'autre part, le pétrole est surtout, contrairement à l'or, un facteur de production et non un objet de spéculation, même s'il est de plus en plus apprécié comme instrument financier, ainsi que nous l'avons indiqué. Les chaudières et automobiles ne fonctionnent pas au moyen d'options; l'aversion au risque est donc relativement forte: les gens préfèrent faire le plein trop cher

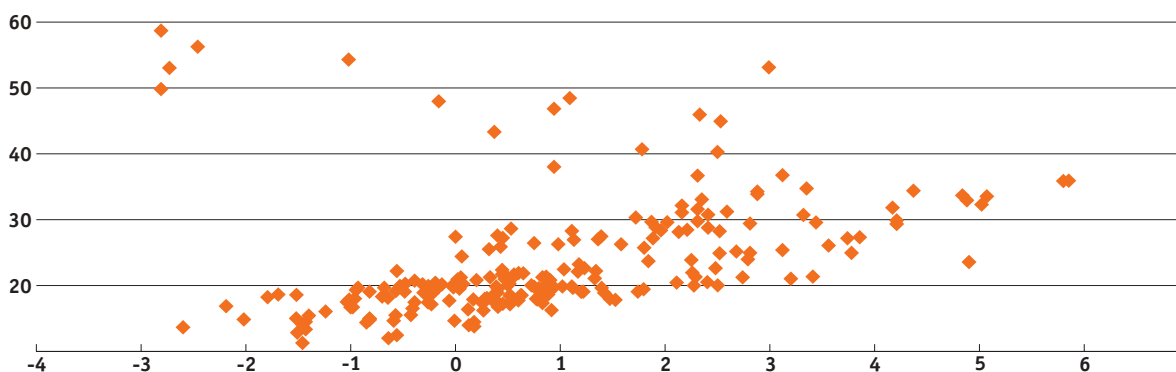
aujourd'hui plutôt que d'acheter demain éventuellement meilleur marché, mais avec le risque que leur véhicule reste à sec.

Outre les possibilités limitées d'arbitrage, les caractéristiques institutionnelles du marché peuvent influencer les attentes de variations de prix et, par là, renforcer en certaines périodes la position de déport du marché pétrolier. Ainsi, cette dernière est particulièrement prononcée lorsque les cours au comptant dépassent la moyenne de la marge cible de l'OPEP. En 2001 par exemple, le prix comptant se situait à quelque 20 dollars, soit au-dessous de la marge de 23 à 28 dollars visée par l'OPEP et le marché était en contango. Au cours des mois suivants, le prix dépassa la marge supérieure et le marché se plaça en déport. (graphique 8).

Cette situation se traduit aussi par le fait que l'amplitude du déport est d'autant plus forte que le cours du pétrole est élevé (graphique 9). Il convient d'attendre si les récents records qui coïncidaient avec une situation de contango marquaient déjà un renversement de tendance sur les marchés des futures.

Graphique 9
Position en déport

■ Ampleur du déport (comptant futures à 6 mois) par rapport au pétrole au comptant (valeurs mensuelles, juin 1986–septembre 2004)



La position en déport (cours au comptant-future à 6 mois) augmente avec le cours au comptant.
Source: Bloomberg

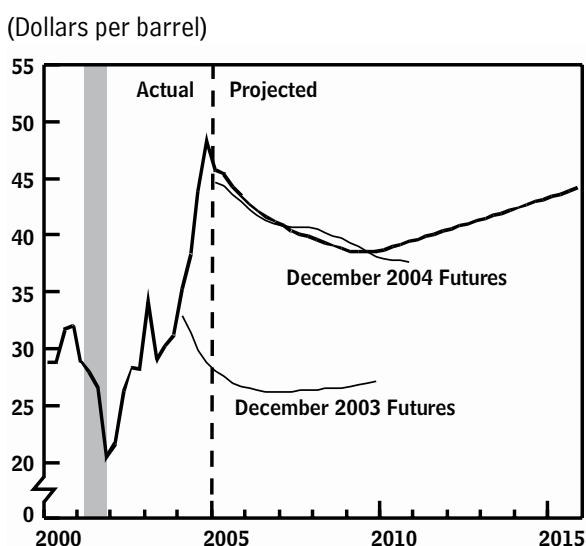
3.2 Utilisation de modèles macroéconomiques

Dans les modèles macroéconomiques auxquels les banques centrales et l'administration recourent, les cours futurs du pétrole sont très souvent estimés à partir des cours des futures. Ainsi, le Bureau du budget du Congrès des Etats-Unis part de l'hypothèse, dans son budget publié au début de 2005 (CBO, 2005), que le cours du pétrole baissera d'ici à 2009 en raison de l'évolution des futures (graphique 10). De même, la Banque d'Angleterre écrit (2000) qu'elle continue de partir de l'hypothèse que l'évolution future du cours du pétrole se reflète le mieux dans le marché des futures.

Durant la longue phase de déport qui allait de l'an 2000 au début de 2005, il en est résulté une sous-estimation systématique de l'évolution du cours du pétrole.¹⁵ Les cours des futures sont donc un indicateur contesté des cours au comptant à long terme. Haubrich, Higgins et Miller (2004) affirment que, si le marché des futures pétroliers peut s'avérer utile dans les opérations de couverture ou de spéculation, il ne sert pas à grand-chose dans la prévision. Mais malgré tous les inconvénients à utiliser les cours des futures à des fins de prévision, il n'y a pas de substitut qui leur soit durablement supérieur.¹⁶ C'est pourquoi ils servent également de base à la Banque nationale suisse (BNS) pour élaborer ses hypothèses sur l'évolution du prix du pétrole, lesquelles sont indispensables avec d'autres variables exogènes à l'élaboration des prévisions trimestrielles d'infla-

15 A noter que le graphique 10 provient du CBO (2005, p. 42). Toutefois, celui-ci maintient sa prévision de baisse des cours des futures.
16 Chinn, LeBlanc et Coibion (2001) estiment que, si les futures ne permettent pas de prévisions très précises, ils nous fournissent, tout au moins jusqu'en 2000, – peu avant la longue phase de déport – des prévisions dépourvues de distorsions.

Graphique 10
Prévision du cours du pétrole (futures)



Source: Congressional Budget Office (CBO)

tion. L'emploi des cours futures nécessite cependant une grande circonspection. Les informations du marché des futures devraient être utilisées non seulement pour une prévision ponctuelle, mais également comme mesure de l'incertitude des prévisions.¹⁷

4 Canaux de transmission des cours du pétrole

Le chapitre 2 nous a montré qu'il y avait de multiples raisons pour un prix du pétrole plus élevé et probablement plus volatil à moyen terme. Par divers canaux de transmission, le cours du pétrole influe sur l'économie. D'une part, la croissance est freinée par les effets d'une hausse sur la demande et, à long terme, sur l'offre globale. D'autre part, une hausse du prix du pétrole induit – passagèrement tout au moins – des effets directs et indirects sur l'inflation.¹⁸

4.1 Cours du pétrole et croissance économique

Comme nous l'avons indiqué au début de cet exposé, nous examinons ici avant tout les conséquences de la hausse des cours du pétrole sur la politique monétaire et, partant, sur son processus de transmission à l'inflation. Comme les effets exercés sur la croissance économique jouent un rôle déterminant dans les effets exercés sur l'inflation, il convient d'examiner brièvement les effets de croissance.

Les conséquences conjoncturelles prévisibles d'une hausse du cours du pétrole dépendent, pour une part déterminante, de la durée des chocs, de l'hypothèse faite à propos de la réaction de politique monétaire ainsi que de l'importance et de la dépendance du pétrole attribuées à une économie. Nous allons nous concentrer sur les variations de cours inhabituellement fortes (chocs).

Effets sur la demande et l'offre

A court terme, un choc dû aux cours du pétrole exerce un effet négatif sur la demande. Le renchérissement du pétrole agit comme un impôt et entraîne une diminution directe du pouvoir d'achat. A moyen terme, un effet classique sur l'offre se manifeste, la production renchérisant et la rentabilité des exploi-

17 Une application se trouve par exemple chez Bernanke (2004).

18 Un troisième canal est la modification des termes de l'échange, qui sera traitée ici dans un sous-chapitre en raison de son importance quantitative décroissante.

tations diminuant. A long terme, l'effet sur l'offre est encore renforcé par une réduction des investissements, ce qui restreint le capital. Le prix du pétrole élevé provoque un effet de substitution, les investissements en énergies de remplacement devenant plus attractifs.¹⁹

Ampleur des effets conjoncturels

Le rapport quantitatif entre les cours du pétrole et la croissance économique étant complexe et faisant l'objet de grandes discussions, nous ne pouvons l'évoquer ici que brièvement. Les conséquences pour la conjoncture divergent fortement selon le modèle choisi et l'hypothèse faite à propos de la réaction de politique monétaire. Néanmoins, la plupart des résultats sont proches les uns des autres.²⁰ Un renchérissement du pétrole de 10 dollars entraînerait une réduction du PIB de près de 0,5% et une hausse de l'inflation de plus de 0,5%.²¹ Dans l'ensemble, la majorité des économistes estiment l'effet du renchérissement du pétrole des dernières années perceptibles, mais non comparables, et de loin, à ceux des années septante. Des résultats divergents s'expliquent, la plupart du temps, par des modélisations différentes de la fonction de réaction de politique monétaire ou par des frictions sur le marché du travail. Des considérations de risque incitent souvent les banques centrales à modéliser une plus forte réaction de la production à une hausse du prix du pétrole, ce qui permet de considérer les pertes estimées de croissance comme limite supérieure.

L'OCDE/AIE (2004) a simulé une hausse permanente du cours du pétrole, qui passe de 25 à 35 dollars. Les effets sur le PIB et l'inflation s'exercent presque complètement en un an. Durant la première année, ce scénario particulièrement modéré, compte tenu de la hausse des cours du pétrole survenue depuis lors, entraîne un ralentissement de croissance de 0,4 point de pourcentage et une hausse de l'inflation de 0,5 point dans la zone de l'OCDE.²² La BNS a simulé divers scénarios de hausse du cours du pétrole, dont certains étaient plus pessimistes. Les résultats n'ont pas été très différents.

Termes de l'échange: comment les pertes se répartissent-elles sur le plan international?

L'intensité du pétrole dans la production et la consommation ainsi que les réserves pétrolières du pays déterminent dans quelle mesure les fluctuations du cours du pétrole exercent leurs effets. Le fait que l'intensité supérieure du recours au pétrole aux Etats-Unis par rapport à l'UE soit plus que compensée par les réserves pétrolières du pays a pour conséquence de rendre les effets d'une hausse du pétrole légèrement plus faibles aux Etats-Unis qu'en Europe. La situation de la Suisse ressemble à celle de l'UE. Si notre pays dépend complètement de ses importations de pétrole, il génère sa valeur ajoutée en grande partie par des branches peu gourmandes en énergie.

Dans la zone de l'OCDE, les différences de sensibilité aux variations de prix du pétrole de la croissance du PIB et du renchérissement se limitent, dans

19 Les avis divergent au sujet de la possibilité que les nouveaux investissements compensent la diminution générale des investissements, voire la dépassent. De même, il n'est pas clair si l'Etat doit contribuer à trouver des solutions de substitution, par un impôt sur l'énergie notamment, qui fait monter encore le prix ou le stabilise, en plus du signal donné par le marché.

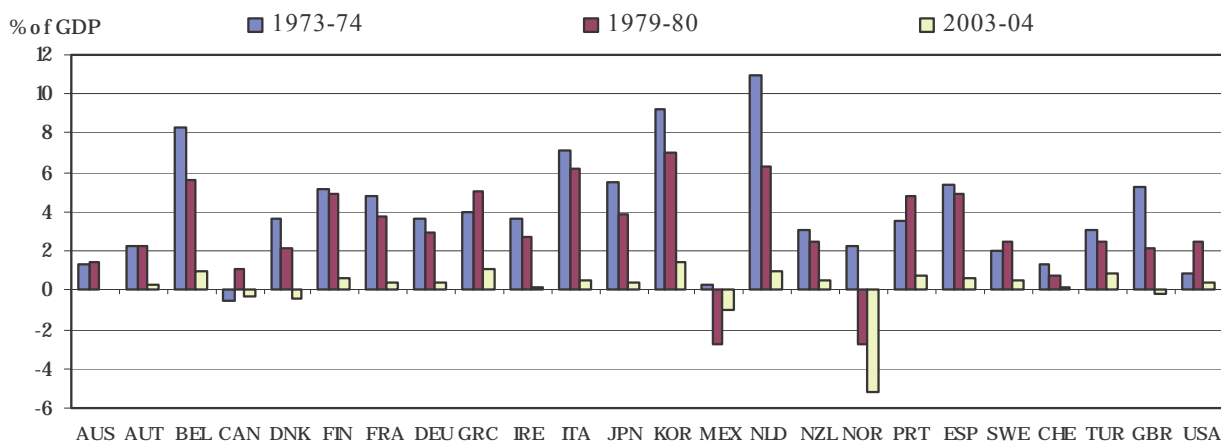
20 Voir Brook et consorts (2004), OCDE (2004) et FMI (2000), ainsi que les références y figurant.

21 Généralement, on part d'un niveau de quelque 30 dollars. Bien que nombre d'études internationales aient confirmé la taille mention-

née, soulignons ici que des pertes de croissance du PIB nettement plus fortes résultent d'estimations récentes sous une forme réduite, qui prennent aussi en considération des réactions asymétriques. Voir Jimenez-Rodriguez et Sanchez (2004), ainsi que Hamilton (2003). L'effet accru de modèles sous une forme réduite peut découler de l'accent mis davantage sur le canal de l'offre. La forme et la stabilité en l'absence de linéarité ont été peu examinées et leurs résultats sont donc contestés.

22 Une analyse comparable du FMI (2000) est parvenue à des résultats analogues, tout comme une analyse de l'OCDE (Brook et consorts, 2004), qui partent d'une hausse du cours du pétrole de 15 dollars.

Graphique 11
Diminution de la détérioration des termes de l'échange dans les pays de l'OCDE à la suite d'une hausse du prix du pétrole



Source: OCDE, 2004

la plupart des cas, à 0,1 et 0,2 point de pourcentage. La détérioration des termes de l'échange découlant de la hausse des cours du pétrole est devenue relativement faible (graphique 11).²³ En Asie, zone qui dépend fortement des importations de pétrole, les effets pourraient être par contre beaucoup plus importants. Par ailleurs, l'augmentation de la volatilité du cours du pétrole pourrait influencer davantage certaines composantes du PIB. En raison de la mondialisation, les entreprises peuvent adapter leurs prix moins facilement que par le passé. Les majorations du prix du pétrole devraient donc entraîner de plus en plus un rétrécissement des marges et une diminution de la rentabilité. Un accroissement de la volatilité du cours du pétrole pourrait donc aboutir à des investissements plus volatils mais à des fluctuations plus faibles de la consommation privée.

Effets asymétriques de chocs des prix pétroliers

Sur le plan macroéconomique, il est aussi intéressant de savoir si, après un cycle de hausse et de baisse des cours du pétrole, nous nous retrouvons également au point de départ en termes réels également. En d'autres termes, une hausse passagère des cours du pétrole n'a-t-elle que des conséquences économiques temporaires ou exerce-t-elle ses effets durablement?

La recherche empirique démontre que les pertes de croissance dues à la hausse des cours du pétrole dépassent les gains résultant de leur baisse.²⁴ Cette asymétrie s'explique surtout par le fait que les salaires réagissent plus fortement à la hausse du taux d'inflation qu'à sa baisse (rigidité des salaires vers le bas). L'impact des cours du pétrole sur l'inflation sous-jacente est donc plus net en cas de hausse des prix que de baisse, ce qui a souvent pour conséquence une plus forte réaction de politique monétaire et, partant, un effet conjoncturel plus marqué. Cette asymétrie se manifeste surtout dans les cas de variations durables des cours du pétrole. Si la hausse est passagère et que les effets de second rang sont très restreints, un effet de rattrapage se manifeste après le renversement des cours du pétrole lequel compense en grande partie les pertes de croissance. La répercussion des variations de cours du pétrole sur l'inflation est très importante pour la politique monétaire et fera l'objet des explications suivantes.

4.2 L'incidence des cours du pétrole sur l'inflation

Outre les effets des cours du pétrole sur la croissance, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix doit s'intéresser particulièrement à leur influence sur l'inflation. Divers éléments semblent indiquer que le processus de transmission («pass-through») a changé.

Les cours du pétrole se répercutent directement sur divers produits...

Les prix du pétrole se répercutent directement sur l'inflation par l'intermédiaire de l'essence et du mazout. Cet effet peut être évalué en considérant la pondération des produits pétroliers dans l'indice des prix à la consommation (IPC). Cette pondération peut changer d'un pays à l'autre, suivant les habitudes d'utilisation. En raison des emplois très variés du pétrole (matières synthétiques par exemple), son renchérissement se répercute sur de nombreuses composantes de l'indice.

...de plus en plus vite...

Ainsi, le consommateur est relativement vite touché par une hausse du cours du pétrole. Aujourd'hui, les prix s'adaptent plus rapidement car l'ajustement est plus simple et moins coûteux à effectuer (baisse des coûts dits de menu ou «menu costs»). C'est pourquoi les variations du prix du pétrole se manifestent plus rapidement dans l'IPC que par le passé. De 1984 à 1996, les prix du pétrole ne provoquaient qu'une variation très progressive de l'IPC en Suisse; après deux ans, le prix du pétrole et l'IPC étaient encore en corrélation positive très nette. Depuis 1997, l'essentiel de la répercussion s'effectue en une demi-année, ce qui ne paraît pas particulièrement rapide sur le plan international. Selon une étude du FMI (2000), la rapidité de la transmission est plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe et au Japon.

23 La sensibilité aux chocs de prix pétroliers dépend aussi du cours du dollar. Actuellement, la plupart des observateurs s'attendent à une baisse du dollar (facteur 10), ce qui devrait rendre les importations de pétrole meilleur marché et, par conséquent, réduire les effets de la hausse du cours du pétrole en dollars.

24 Voir par exemple Hamilton (2003). Hunt et consorts (2001) présentent les résultats des Etats-Unis, de la zone euro et du Japon sur la base du Multimod du FMI. Davis et Haltiwanger (2001) ont constaté, en se fondant sur des données d'entreprises, que l'effet exercé par une hausse des cours du pétrole sur le marché américain du travail était dix fois plus élevé que celui d'une baisse.

...mais, au total, dans une moindre mesure que sur l'IPC

Tandis que la transmission s'est accélérée, son ampleur a eu tendance à se réduire. L'accroissement de l'efficacité dans l'utilisation de l'énergie a fait diminuer la pondération des prix de l'énergie dans l'IPC. Alors que la pondération du mazout en Suisse était de 2 à 3% dans les années septante et quatre-vingt, elle s'inscrit à 1,4% en 2005, malgré le renchérissement du pétrole.²⁵ D'autre part, la concurrence accrue en raison de la mondialisation notamment limite l'amplitude des majorations de prix. La pression de la concurrence, l'expansion de la libéralisation et la crédibilité accrue de la BNS à la suite des faibles taux d'inflation enregistrés dans les années nonante ont eu tendance à réduire les effets de second rang en Suisse.²⁶

La tendance décroissante de la capacité d'imposer les prix et la diminution des coûts d'adaptation se manifestent également lorsque l'on compare l'évolution des prix à la production et à la consommation. De 1984 à 1999, la corrélation s'est inscrite à quelque 0,7, pour se limiter à 0,5 de 2000 à 2004. S'y ajoute que les prix à la production précédaient de 6 mois les prix à la consommation avant 2000, alors qu'ils évoluent à peu près simultanément depuis lors (graphique 12).²⁷

25 OFS (1966-2005). Tandis que la pondération du mazout est de 1,36%, l'ensemble des produits pétroliers sont pondérés à raison de 4,2% dans l'IPC suisse.

26 La diminution des effets de second rang à la suite de la crédibilité accrue de la politique monétaire est illustrée notamment par Hooker (1999).

27 Voir la BRI (2005, p. 18 ss.) au sujet de la diminution, dans les principaux pays industrialisés, de la répercussion de la hausse des prix des matières premières sur le renchérissement des importations et de la répercussion de celui-ci sur l'inflation de 1990 à 2004, par comparaison avec la période de 1971 à 1989. Des analyses internationales plus détaillées démontrent aussi la diminution de la transmission. C'est ainsi qu'Hooker (1999) a constaté, en examinant des courbes de Phillips relatives aux Etats-Unis, que les cours du pétrole avaient influé fortement aussi bien sur l'inflation sous-jacente que sur l'inflation générale avant 1980 et que cette influence s'était réduite sensiblement par la suite.

28 Voir Hunt et consorts (2001).

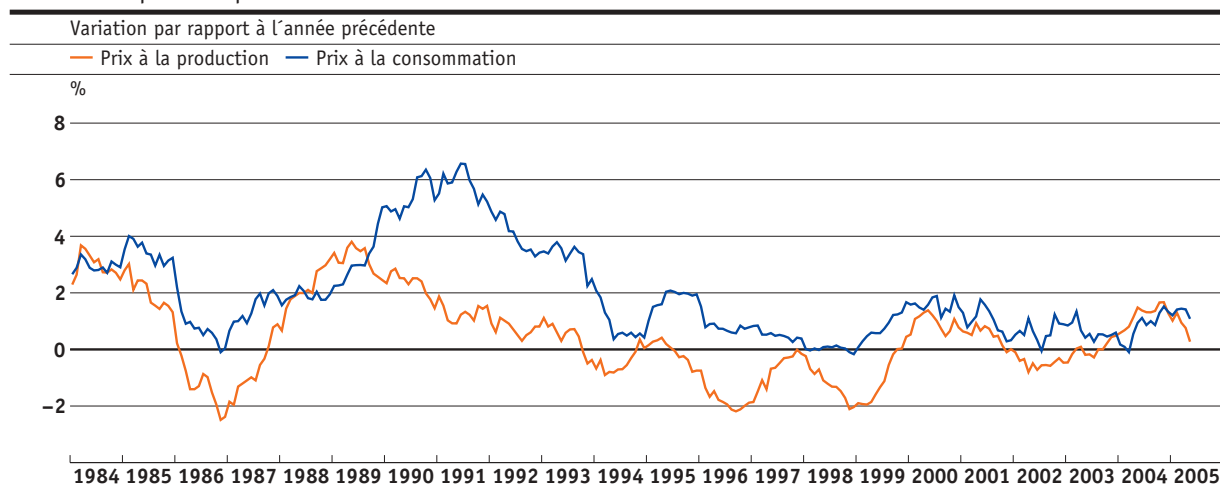
Importance accrue de l'inflation sous-jacente pour la politique monétaire

L'objectif de la politique monétaire est de maintenir à long terme l'inflation à un bas niveau. En raison de la plus grande volatilité des cours du pétrole, des effets de base provoquent de plus en plus fréquemment une distorsion de l'IPC. L'importance de l'étalon de l'inflation sous-jacente comme point d'orientation de la politique monétaire s'en trouve accrue. Cet étalon élimine de tels effets et reflète ainsi la pression sur les prix induite par l'activité économique. Lors d'une hausse des cours du pétrole, l'inflation sous-jacente permet de distinguer les effets néfastes de second rang des effets de premier rang, qui sont de peu d'importance en matière de politique monétaire.

Influence du cours du pétrole sur l'inflation sous-jacente via les anticipations et les effets de rattrapage

La transmission à l'inflation sous-jacente d'une variation de cours du pétrole s'effectue par deux canaux. Le premier est celui des anticipations. De nombreux contrats, tels les baux à loyer, étant liés implicitement ou explicitement à l'IPC, une accélération de ce dernier induit une augmentation des anticipations de hausse supplémentaire. Ainsi, les consommateurs supposent que les cours du pétrole ne seront pas absorbés par le changement des prix relatifs, mais que le rapport de prix sera rétabli par un renchérissement des produits non pétroliers. Pour ce qui est du second canal de transmission, on part de l'idée que les consommateurs s'efforceront, lors d'une hausse des cours du pétrole, de compenser la diminution de leur capacité réelle de consommation par des majorations de salaires. Cette supposition peut déclencher une spirale des prix et des salaires. Des études empiriques démontrent²⁸ que les deux mécanismes de transmission contribuent à peu près dans la même mesure à la hausse de l'inflation sous-jacente.

Graphique 12
Indices des prix à la production et à la consommation



Source: BNS

5 Cours du pétrole et politique monétaire: un nouveau paradigme

Au chapitre précédent, nous avons examiné sur différents plans les facteurs déterminant les cours du pétrole ainsi que leurs effets sur l'économie et l'inflation et leurs conséquences sur la politique monétaire. Dans le présent chapitre, les rapports entre cours du pétrole et politique monétaire seront résumés et complétés. Notre conclusion est qu'un changement de réaction s'impose en matière de politique monétaire.

Lors d'un choc pétrolier, la politique monétaire doit effectuer un compromis («trade-off») fondamental: il convient d'une part de juguler les poussées inflationnistes croissantes par une politique monétaire restrictive, alors que d'autre part l'effet récessif sur l'économie réelle commande une politique monétaire expansive. La réaction monétaire va donc déterminer significativement les effets sur l'économie réelle et l'inflation examinés ci-dessus. De vives controverses ont toujours eu lieu à propos des proportions de cette contribution. Le fait que le prix du pétrole monte de plus en plus sous l'effet de la demande a rendu cette discussion encore plus malaisée. Il est devenu plus difficile de distinguer la réaction de la politique monétaire à un choc pétrolier de celle découlant d'une hausse du niveau général des prix. Bernanke, Gertler et Watson (1997) se sont efforcés de distinguer ces effets. Ce faisant, ils ont trouvé que l'effet sur la production le plus important était causé non par la hausse des cours du pétrole, mais par la politique monétaire restrictive qui suivit.²⁹ Sims (1997), ainsi que Hamilton et Herrera (2000) ont interprété ces résultats en estimant que la politique monétaire n'aurait pu empêcher les pertes de croissance que par une accélération de l'inflation. La réaction optimale de la politique monétaire à des chocs pétroliers fera sans doute encore l'objet de discussions. La théorie économique n'a donc pas encore dit son dernier mot, mais plusieurs raisons, militent pour un changement dans la réaction de politique monétaire.

29 Les auteurs affirment toutefois que leurs résultats ne sont pas nécessairement la preuve d'une politique monétaire sous-optimale.

a) Transmission plus faible, mais de plus en plus rapide

La réaction de la politique monétaire dépend fortement de la transmission à l'inflation sous-jacente (effets de second rang). Si l'effet sur l'IPC n'est que passager, une politique monétaire plus restrictive visant à juguler le danger d'une poussée inflationniste durable n'est pas nécessaire. En revanche, un accroissement de l'inflation sous-jacente devrait être considéré comme un signe d'effets de second rang.³⁰ Pour empêcher une augmentation permanente de l'inflation, les rênes monétaires devraient alors être resserrées. Autrement, une érosion de la crédibilité de la politique monétaire se traduisant par une augmentation des anticipations inflationnistes risque de provoquer des coûts économiques élevés.³¹

Comme indiqué à la section 4.2, une hausse du prix du pétrole se répercute aujourd'hui de manière plus rapide mais plus faible sur l'IPC. Cela est dû notamment à la diminution de la dépendance du pétrole, à son utilisation plus efficace et à la concurrence mondiale qui réduit la capacité des entreprises à imposer leurs prix. Par conséquent, le risque d'une spirale du renchérissement dû aux cours du pétrole est aujourd'hui moindre que par le passé.

b) Soutien par un stabilisateur automatique

Un autre aspect de la relation entre prix du pétrole et politique monétaire a changé: comme indiqué, le marché pétrolier est déterminé toujours plus par la demande; cette évolution est négative dans la mesure où elle rend les cours du pétrole plus volatils; d'autre part, elle s'avère positive, car une hausse des cours du pétrole déterminée davantage par la demande agit comme un stabilisateur automatique. De nombreux facteurs tendent à faire monter les cours du pétrole. Pour sa part, la hausse des prix tempère la demande économique globale, laquelle figure parmi les facteurs de hausse les plus importants.³² Si la politique monétaire doit toujours résoudre le dilemme entre la lutte contre une inflation accélérée et un ralentissement de la croissance, elle est soutenue par ce stabilisateur automatique. Toutefois, une réaction adéquate de cette politique au choc des cours pétroliers reste très difficile.

30 Outre divers taux d'inflation sous-jacente, la consommation et les investissements en produits durables sont considérés comme des indicateurs d'effets de second rang.

31 Voir à ce sujet Hunt et consorts (2001) notamment.

32 Ainsi, un ralentissement de la conjoncture en Chine pourrait exercer une influence apaisante sur le prix du pétrole comme la phase d'expansion l'avait fait monter.

c) Absence de surchauffe conjoncturelle

Un facteur essentiel de la politique monétaire est, outre l'ampleur et la durée d'un choc pétrolier, l'environnement conjoncturel dans lequel la hausse des cours du pétrole a lieu. Les conséquences des chocs pétroliers des années septante furent brutales parce que l'économie était déjà dans une phase d'expansion proche de la surchauffe. En revanche, l'environnement économique mondial se caractérise aujourd'hui, malgré des taux de croissance élevés dans l'ensemble, par des processus continus de restructuration et de consolidation.

d) Répercussion réduite d'une plus grande volatilité des cours du pétrole sur les anticipations inflationnistes à long terme

En raison de la politique monétaire couronnée de succès que les principales banques centrales ont menée ces dernières années, les anticipations inflationnistes à long terme sont bien ancrées. De fortes variations du prix du pétrole ne doivent donc pas forcément modifier les anticipations inflationnistes à long terme. Tant que les banques centrales mènent une politique monétaire crédible, les anticipations inflationnistes devraient rester bien ancrées. Les banques centrales sont donc moins contraintes de réagir aux hausses de prix à court terme.

e) Taux d'intérêt neutre inférieur

Tôt ou tard, les taux d'intérêt retourneront à un niveau neutre sur le plan mondial. On peut toutefois se demander s'ils seront plus bas qu'auparavant. Il y a quelques années encore, une valeur constante pour le taux d'intérêt neutre pouvait encore se défendre en première approximation. Cette situation a changé. A la suite de chocs réels, le taux d'intérêt neutre peut fluctuer au cours du temps, comme l'a démontré Woodford (2003) par exemple. Un tel choc pourrait être constitué par la concurrence internationale accrue découlant de la globalisation. Cette concurrence limite les majorations de prix, ce qui pourrait modifier le niveau des taux à long terme compatible avec la stabilité des prix. Il n'en reste pas moins que malgré la concurrence croissante, le niveau actuel des taux ne semble pas soutenable à long terme. Mais il convient de considérer que le niveau du taux d'intérêt neutre est peut-être plus bas que lors des chocs pétroliers antérieurs, ce qui implique qu'un relèvement des taux pourrait exercer plus vite un effet restrictif que par le passé.

6 Conclusions

En raison de l'évolution récente des marchés, le prix du pétrole est devenu la composante la plus observée du panier de marchandises servant à mesurer l'inflation. Plusieurs facteurs sont responsables de la hausse et de la volatilité accrue des cours du pétrole. Ces derniers se répercutent sur l'inflation par différents canaux. Divers arguments militent actuellement pour une réaction plus faible que par le passé de la politique monétaire aux variations de cours du pétrole. Il s'agit notamment de la transmission plus rapide mais moins prononcée d'une hausse du pétrole dans l'IPC, de l'effet des stabilisateurs automatiques, de l'absence de surchauffe conjoncturelle, d'une politique monétaire axée sur le long terme qui assure un bon ancrage des anticipations inflationnistes et, finalement, d'un taux d'intérêt neutre inférieur.

Ce changement de point de vue rend-elle la politique monétaire actuelle plus aisée ou plus difficile? Le défi se manifeste non seulement en des cours (nominaux) record du pétrole mais également en des taux d'intérêt internationaux toujours bas. Un large consensus s'est établi pour estimer que la politique monétaire ne doit pas du tout réagir ou ne doit réagir que faiblement à des chocs pétroliers si ces derniers n'influent pas sur l'inflation sous-jacente. Toutefois, il n'en résulte pas qu'elle doive se cantonner dans l'expectative. Si la réaction monétaire est trop tardive, les anticipations inflationnistes augmentent, ce qui ne peut être corrigé qu'à long terme et à un coût réel considérable.³³ Comme cela était déjà le cas sous l'ancien paradigme, la politique monétaire doit continuer d'être menée avec circonspection. La politique monétaire de la Suisse jouit actuellement d'une forte crédibilité, résultat notamment de 10 années de stabilité des prix et du nouveau concept de politique monétaire mis en œuvre depuis l'an 2000.³⁴ Les anticipations inflationnistes sont bien ancrées. Dans la mesure où cet ancrage des anticipations d'inflation à long terme reste garanti – cet ancrage constitue notre capital de politique monétaire le plus précieux –, un niveau des cours pétroliers élevé et volatil à long terme doit moins effrayer les responsables de la politique monétaire que par le passé.

³³ Fait qui a incité Gramlich (2004) à constater – comme on l'a mentionné souvent depuis lors – que le résultat le pire pour les responsables de la politique monétaire consistait à «larguer les amarres de l'inflation».

³⁴ Voir Gerlach-Kristen (2005).

Bibliographie

- Adelman, M.A. 1995. *The Genie out of the Bottle: World Oil since 1970*. MIT Press. Cambridge.
- Agence Internationale de l'Énergie. 2004. Analysis of the impact of higher oil prices on the global economy, mars.
- Agence Internationale de l'Énergie. 2005. Oil Market Report, janvier.
- Bank of England. 2000. Inflation Report, November.
- Banque des Règlements Internationaux (BRI). 2004. *Rapport trimestriel*, septembre.
- Banque des Règlements Internationaux (BRI). 2005. 75^e Rapport annuel: 1^{er} avril 2004–31 mars 2005.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler et Mark W. Watson. 1997. Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 91–142.
- Bernanke, Ben S. 2004. Oil and the Economy. Distinguished Lecture Series, Darton College, Albany, Géorgie, 21 octobre.
- Brook, Anne-Marie, Robert Price, Douglas Sutherland, Niels Westerlund et Christophe André. 8 décembre 2004. Evolution des prix du pétrole: moteurs, conséquences économiques et ajustement des politiques. Document de travail 412 du Département des affaires économiques de l'OCDE.
- Chinn, Menzie, Michael LeBlanc et Olivier Coibion. 2001. The Predictive Characteristics of Energy Futures: Recent Evidence for Crude Oil, Natural Gas, Gasoline, and Heating Oil. Exposé non publié, Université de Californie, Santa Cruz.
- Congressional Budget Office. 2005. The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2006 to 2015, janvier 2005.
- Davis, Steven J. et John Haltiwanger. 2001. Sectoral job creation and destruction responses to oil price changes. *Journal of Monetary Economics* 48(3), décembre: 465–512.
- Fels, Joachim, 2004. High Prices, High Volatility – Oil Market Outlook. Présentation de Morgan Stanley, 22 septembre.
- Fonds Monétaire International. 2000. The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy.
- Gerlach-Kristen, Petra. 2005. The impact of the new Swiss monetary policy framework on inflation expectations. Ronéo, Banque nationale suisse.
- Gramlich, Edward M. 2004. Oil Shocks and Monetary Policy. Speech delivered at the Annual Economic Luncheon, Federal Reserve Bank of Kansas City, 16 septembre.
- Halff Antoine. 2004. The Oil Market Today: the current price shock, the cause and the impact – How will demand from southeast Asia and the US be affected? Présentation au Center for Global Energy Studies 25th Executive Retreat Meeting, 2 décembre.
- Hamilton, James, D. 2003. What is an oil shock? *Journal of Econometrics* 113(2), avril: 363–398.
- Hamilton, James D. et Ana Maria Herrera. 2000. Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy. Document de travail, Université de Californie, San Diego. Août.
- Haubrich, Joseph G., Patrick Higgins et Janet Miller. 2004. Oil Prices: Backward to the Future? Federal Reserve Bank of Cleveland, décembre.
- Hooker, Mark A. 1999. Are the Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime. Document de discussion financière et économique n° 65, Board of Governors of the Federal Reserve System, novembre.
- Hotelling, Harold. 1931. The economics of exhaustible resources. *Journal of Political Economy* 39(2): 137–175.
- Hunt Benjamin, Peter Isard et Douglas Laxton. 2001. The Macroeconomic Effects of Higher Oil Prices. Document de travail du Fonds Monétaire International 01/14, janvier.
- HWWA-(Hamburgisches Weltwirtschafts-Archiv)-Rohstoffberichte 2004, 2005.
- Jimenez-Rodriguez Rebeca et Marcelo Sanchez. 2004. Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries. Banque centrale européenne Document de travail n° 362.
- Norris, Floud. 2004. Lesson of Iraq: High Oil Prices May Not Be Temporary. *New York Times*, 13 août.
- OCDE. 2004. Perspectives économiques n° 76, Paris.
- OCDE. 2005. Perspectives économiques n° 77, Paris.
- OFS. Indice suisse des prix à la consommation, panier-type et pondération 1966-2005.
- Sims, Christopher A. 1997. Comments and Discussion. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 143–148.
- Weiner, Robert J. 2002. Sheep in wolves' clothing? Speculators and price volatility in petroleum futures. *Quarterly Review of Economics and Finance* 42(2): 391–400.
- Woodford, Michael. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- World Bureau of Metal Statistics. *World Metal Statistics*. Février 2004.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 15 septembre 2005, la Banque nationale suisse a décidé de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Elle a annoncé également son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation, soit autour de 0,75%.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard 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>

