

Mars

2006

1

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



Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2006

24^e année

Contenu

5	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
38	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
42	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
46	Chronique monétaire

Sommaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Au quatrième trimestre de 2005, la croissance économique a été plus faible qu'au trimestre précédent dans plusieurs pays industrialisés, mais la conjoncture est restée dans l'ensemble favorable. Les indicateurs du climat régnant dans les entreprises comme de la confiance des consommateurs laissaient présager une poursuite du mouvement d'accélération de la conjoncture. Les prix élevés de l'énergie ont poussé à la hausse les taux de renchérissement de la plupart des pays, mais l'inflation sous-jacente et les perspectives d'inflation sont restées modérées. En 2006, l'économie mondiale devrait se maintenir sur un sentier de croissance robuste, grâce notamment aux conditions-cadres qui, sur le plan monétaire, sont toujours favorables.

En Suisse, la reprise de la conjoncture a continué au quatrième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 2,1% d'un trimestre à l'autre. Sa croissance a ainsi été supérieure au potentiel, d'où une nouvelle diminution des capacités non utilisées au sein de l'économie. Toutes les composantes de la demande, à l'exception des investissements en constructions, ont contribué à la croissance. En comparaison annuelle, le PIB a progressé de 2,7%. Pour l'ensemble de l'année, la croissance a été de 1,9%. L'amélioration de la conjoncture s'est reflétée sur le marché du travail également. L'emploi a continué à progresser au quatrième trimestre, et le taux de chômage, après correction des influences saisonnières, a diminué pour s'établir à 3,5% en février. Pour 2006, la BNS table sur une poursuite de la reprise économique et s'attend à une progression du PIB légèrement supérieure à 2% en termes réels.

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 16 mars 2006, la BNS a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 0,75%-1,75%. Elle a annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. En relevant la marge de fluctuation du Libor, la BNS a adapté le cap de sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture. Elle continuera à adapter graduellement le cap de sa politique si la reprise de la conjoncture se poursuit comme prévu.

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

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés durant les mois de décembre 2005 à février 2006 avec quelque 180 représentants de divers secteurs et branches économiques ont une nouvelle fois donné une image favorable de la conjoncture. Par rapport à ce qui ressortait des entretiens du trimestre précédent, il semble que la reprise ait gagné en vigueur et en assise. Les interlocuteurs – qu'ils représentent l'industrie d'exportation ou des entreprises axées sur le marché intérieur – ont estimé que l'exercice 2005 avait été bon, voire excellent. De même, le début de l'année 2006 leur a paru prometteur. Pour la première fois depuis longtemps, les représentants du commerce de détail ont eux aussi retrouvé une certaine confiance. Toutes les branches sont optimistes pour 2006.

Swiss National Bank Working Papers (p. 42)

Résumés de trois articles:

Andreas M. Fischer, «On the Inadequacy of Newswire Reports for Empirical Research on Foreign Exchange Interventions», SNB Working Paper 2005-2.

Andreas M. Fischer, «Measuring Income Elasticity for Swiss Money Demand: What do the Cantons say about Financial Innovation?», SNB Working Paper 2006-1.

Charlotte Christiansen et Angelo Rinaldo, «Realized Bond-Stock Correlation: Macroeconomic Announcement Effects», SNB Working Paper 2006-2.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2006

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

Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Demande globale et production
20	2.2 Utilisation des capacités de production
21	2.3 Marché du travail
22	2.4 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt
29	3.2 Cours de change
30	3.3 Marchés des actions, des matières premières et de l'immobilier
32	3.4 Agrégats monétaires
34	3.5 Crédits
35	4 La prévision d'inflation de la BNS
35	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation du 1 ^{er} trimestre de 2006 au 4 ^e trimestre de 2008
36	Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

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

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en mars 2006. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 16 mars 2006.

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

Aperçu

Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de décembre 2005, la croissance de l'économie mondiale est restée robuste et régionalement bien diversifiée. Les prix élevés de l'énergie ont poussé à la hausse les taux de renchérissement de la plupart des pays, mais l'inflation sous-jacente et les perspectives d'inflation sont restées modérées. Grâce aux conditions-cadres qui, sur le plan monétaire, sont toujours favorables, l'économie mondiale devrait se maintenir sur un sentier de croissance robuste. Dans ce contexte, la BNS a révisé à la hausse, en vue de sa prévision d'inflation de mars 2006, ses hypothèses sur l'évolution du PIB des pays de l'UE et du Japon. Des facteurs de risques découlent toujours des prix élevés et volatils de l'énergie, des déséquilibres des balances des transactions courantes et du marché de l'immobilier qui, dans de nombreuses régions, pourrait subir un revirement abrupt de tendance.

En Suisse, le PIB réel a augmenté de 2,1% du troisième au quatrième trimestre de 2005. Sa croissance a ainsi été supérieure au potentiel, d'où une nouvelle diminution des capacités non utilisées au sein de l'économie. Toutes les composantes de la demande, à l'exception des investissements en constructions, ont contribué à l'essor économique. En comparaison annuelle, le PIB s'est accru de 2,7% au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, la croissance a été de 1,9%. L'amélioration de la conjoncture s'est reflétée sur le marché du travail également. L'emploi a continué à progresser au quatrième trimestre, et le taux de chômage, après correction des influences saisonnières, a diminué pour s'établir à 3,5% en février. En outre, l'indice des places vacantes a marqué une légère hausse.

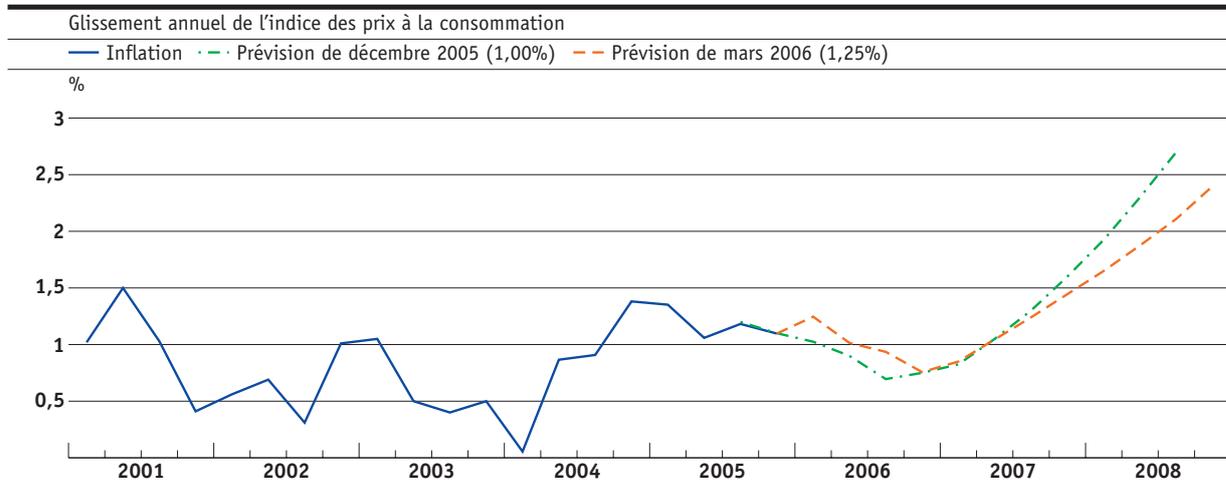
Pour 2006, la BNS table sur une poursuite de la reprise économique et s'attend à une progression

du PIB légèrement supérieure à 2% en termes réels. La croissance continuera à reposer sur une large assise et ira de pair avec une nouvelle amélioration de la situation sur le marché du travail.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de mars, la BNS a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 0,75%–1,75%. Elle a en outre annoncé son intention de maintenir le Libor, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. La BNS a ainsi adapté le cap de sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture. Mais sa politique monétaire reste expansionniste et continue à soutenir la conjoncture. En relevant la marge de fluctuation du Libor à trois mois, la BNS veut assurer la stabilité des prix à l'avenir également.

Selon la prévision de mars, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 1,25% ces trois prochaines années, le renchérissement restera modéré en 2006 et fléchira pour s'inscrire à 0,8% au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, il devrait être de 1%. Grâce à une conjoncture solide et reposant sur une large assise, le taux d'utilisation des capacités techniques dans les entreprises devrait continuer à augmenter. Cette évolution, dans une phase où l'approvisionnement en liquidités est abondant, amènera probablement, à partir de 2007, des tensions inflationnistes accrues. Grâce au resserrement des rênes monétaires, les liquidités excédentaires seront réduites, de sorte que les perspectives en matière d'inflation resteront favorables. Toutefois, avec un Libor à trois mois maintenu à 1,25%, la stabilité des prix ne sera plus assurée dès le début de 2008. La BNS continuera à adapter graduellement le cap de sa politique si la reprise de la conjoncture se poursuit comme prévu.

Prévisions d'inflation de décembre 2005, avec Libor à 1,00%, et de mars 2006, avec Libor à 1,25%



Prévision d'inflation de mars 2006 avec Libor à 1,25%

	2006	2007	2008
Inflation annuelle moyenne en %	1,0	1,1	2,0

1 Environnement international

Bien que la croissance économique ait faibli du troisième au quatrième trimestre de 2005 dans plusieurs pays industrialisés, la conjoncture est restée dans l'ensemble favorable. Tant les indicateurs du climat régnant dans les entreprises que ceux de la confiance des consommateurs laissaient présager une poursuite de la tendance à l'expansion de la conjoncture. Les prix élevés de l'énergie ont poussé les taux de renchérissement à la hausse dans la plupart des pays, mais l'inflation sous-jacente et les perspectives d'inflation sont restées modérées, ce qui a maintenu stable l'évolution des taux d'intérêt à long terme.

Grâce notamment à des conditions-cadres toujours favorables sur le plan monétaire, l'économie mondiale devrait se maintenir sur un sentier de croissance robuste en 2006. Des facteurs de risques découlent toujours des prix élevés et volatils de l'énergie, des déséquilibres des balances des transactions courantes et du marché de l'immobilier qui, dans de nombreuses régions, pourrait subir un revirement abrupt de tendance.

En vue de sa prévision d'inflation de mars 2006, la BNS a adapté ses hypothèses sur l'évolution du PIB au Japon et en Europe. Pour 2006, elle s'attend à ce que le PIB augmente de 2,4% dans les pays de l'UE (UE-15) et de 2,6% au Japon. Par contre, elle a réduit de 30 points de base la

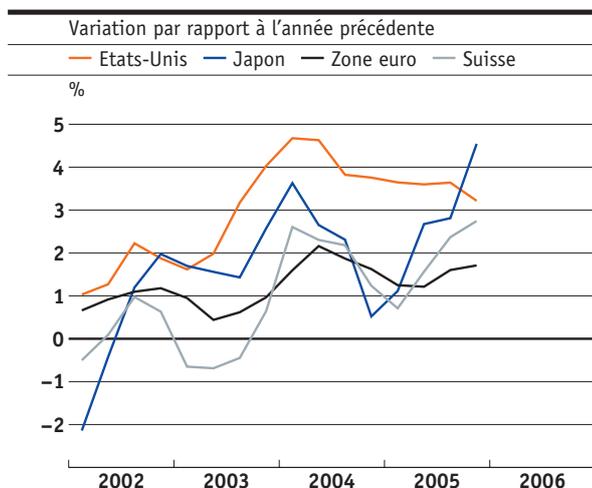
croissance attendue du PIB américain, la fixant à 3,3%. Dans l'ensemble, les hypothèses retenues par la BNS en matière de croissance économique sont légèrement supérieures à ce qui ressort des prévisions consensuelles (voir tableau 1.1, chapitre 4.1).

Croissance robuste aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le PIB réel a augmenté de 1,6% seulement du troisième au quatrième trimestre, après avoir progressé de 4,1% du deuxième au troisième trimestre. La croissance de la consommation privée et des investissements a diminué, alors que les importations se sont sensiblement accrues. Le fléchissement de la croissance était attendu après les cyclones de l'été. Les cyclones ont fortement endommagé l'infrastructure et les installations de production dans le sud du pays, ce qui a affecté la production au quatrième trimestre.

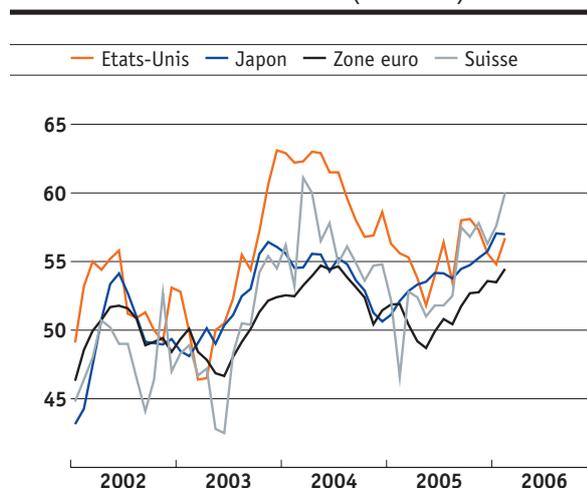
La nette augmentation du chiffre d'affaires du commerce de détail, au début de l'année, et les indicateurs, robustes, de l'industrie et du secteur des services montrent que la demande – tant intérieure qu'étrangère – a de nouveau gagné en vigueur. La consommation privée est stimulée en particulier par la situation favorable sur le marché du travail et par la hausse des salaires. En outre, les bénéfices confortables des entreprises et le taux d'utilisation élevé des capacités de production activent les investissements.

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

Poursuite de l'amélioration en Europe

Dans la zone euro également, la tendance à l'accélération de la conjoncture s'est poursuivie. La croissance du PIB réel a peut-être été modeste au quatrième trimestre (1%), mais le réchauffement du climat économique s'est traduit par une demande plus forte de main-d'œuvre et par une légère diminution du chômage. L'amélioration du climat, tant du côté des entreprises que de celui des consommateurs, et l'évolution des crédits incitent également à l'optimisme. En Allemagne notamment, la conjoncture semble avoir nettement gagné en dynamisme.

Plusieurs indicateurs incitent à penser que la reprise de la conjoncture dans la zone euro s'étend toujours davantage au secteur des services et élargit ainsi son assise. Toutefois, la consommation privée ne s'est redressée que lentement jusqu'ici. En outre, le relèvement de la TVA, qui devrait intervenir au début de 2007, constitue un facteur de risque pour la conjoncture en Allemagne.

Croissance toujours vigoureuse en Asie

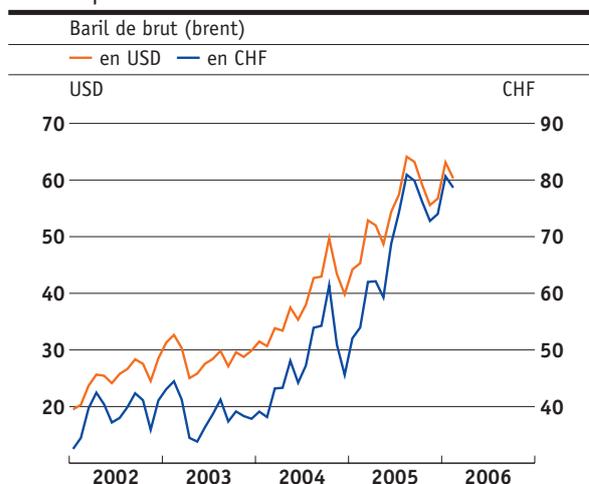
Contrairement à l'évolution aux Etats-Unis et en Europe, la reprise de la conjoncture au Japon s'est accélérée au quatrième trimestre. Après n'avoir progressé que légèrement au troisième trimestre, le PIB réel s'est accru de 5,5% du troisième

au quatrième trimestre. Des impulsions ont découlé aussi bien de la demande intérieure que de la demande étrangère. La consommation privée a sensiblement augmenté. L'amélioration de la situation sur le marché du travail et la confiance croissante des consommateurs pourraient la stimuler encore. En outre, les commandes de biens d'équipement, toujours en progression, indiquent une demande robuste d'investissements.

Au second semestre, l'économie chinoise a continué à croître vigoureusement, les impulsions se reportant du secteur des exportations à la demande intérieure. Les investissements se sont fortement accrus, mais la consommation privée a elle aussi augmenté. En moyenne annuelle, le PIB de la Chine a progressé de près de 10%, soit à un rythme très proche de celui de l'année précédente. A moyen terme, on s'attend cependant à un ralentissement de l'expansion des investissements et des exportations.

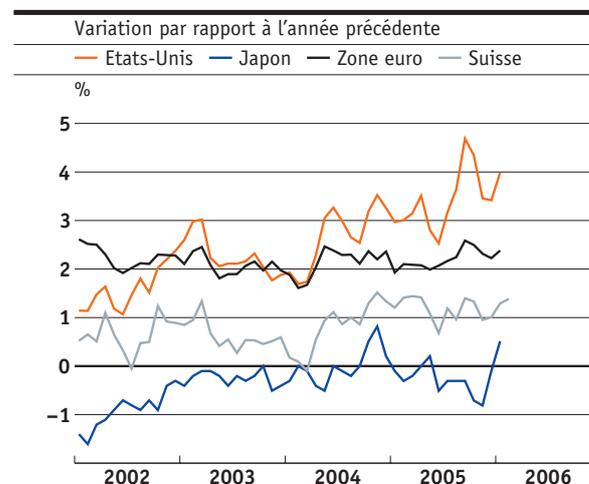
Les pays industrialisés de l'Asie orientale que sont Hong Kong, la Corée, Singapour et Taiwan ont enregistré, au quatrième trimestre, une croissance robuste de leur PIB. Les taux d'expansion se sont établis entre 6,9% (Hong Kong) et 12,5% (Singapour). D'importantes impulsions ont une nouvelle fois découlé de la demande chinoise. La demande intérieure a cependant manqué d'élan.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: Thomson Datastream et OFS

Prix élevés de l'énergie, cause d'inflation

Dans les pays du G7, les taux d'inflation – mesurés aux prix à la consommation – se sont maintenus à des niveaux relativement élevés, du fait du renchérissement de l'énergie. La tendance fondamentale de l'inflation est cependant restée modérée. Aux Etats-Unis, le taux annuel de renchérissement s'établissait à 4% en janvier, après avoir fluctué entre 3,5% et 4,7% au cours des six mois précédents. L'inflation sous-jacente, qui exclut les produits alimentaires et l'énergie, est restée proche de 2%. Dans la zone euro, le taux annuel de renchérissement a augmenté, après un repli au quatrième trimestre. Il était de nouveau à 2,4% en janvier. Au Japon, les tendances à la déflation semblent s'estomper. Le renchérissement s'établissait à 0,5% en janvier, alors que le niveau des prix baissait encore de 0,8% en novembre.

Nouveaux resserrements de la politique monétaire

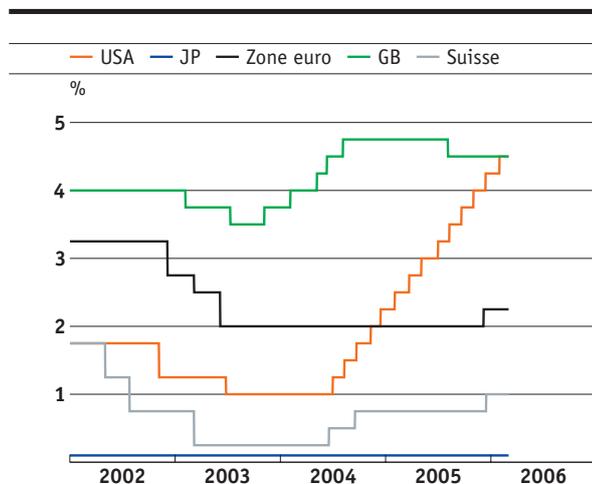
En raison de la croissance économique vigoureuse et de l'augmentation des risques d'inflation, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne (BCE) ont resserré davantage les rênes monétaires. En janvier, la Réserve fédérale a porté le taux de l'argent au jour le jour de 4,25% à 4,5%. Ainsi, ce taux a augmenté de 200 points de base en un an. Au mois de mars, la BCE a à son tour porté de 2,25%

à 2,5% le taux qu'elle applique à ses opérations principales de refinancement. Elle l'avait déjà relevé de 25 points de base en décembre. Etant donné l'essor robuste de la conjoncture et la tendance déflationniste décroissante, la Banque du Japon a décidé, en mars, de mener de nouveau une politique des taux d'intérêt. Ainsi, elle a mis fin au pilotage quantitatif des liquidités bancaires. Elle avait introduit ce pilotage quantitatif en mars 2001 pour contrecarrer les tendances à la déflation et la détérioration de la conjoncture. La Banque du Japon entend maintenir encore à 0% le taux d'intérêt à très court terme.

Prévisions consensuelles en hausse pour l'Europe et le Japon

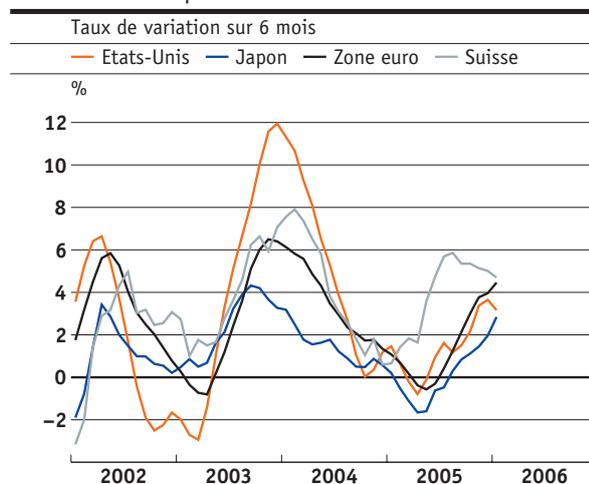
De novembre à février, les prévisions consensuelles portant sur la croissance du PIB en 2006 ont été révisées à la hausse tant pour la zone euro (2%, contre 1,7% en novembre) que pour le Japon (2,3%, contre 1,9%). Pour les Etats-Unis, la prévision a cependant été revue à la baisse (3,2%, contre 3,3%). Il faut y voir les effets de l'affaiblissement inattendu de la croissance au quatrième trimestre de 2005. Pour ce qui a trait aux prix à la consommation, les prévisions consensuelles afférentes à ces trois régions sont restées approximativement à leur niveau de novembre (voir tableau 1.1).

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

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

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

Source: prévisions consensuelles de novembre 2005 et de février 2006. Ces prévisions reposent sur une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; l'enquête porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix et d'autres variables économiques. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Reprise durable de la conjoncture

En Suisse, la reprise conjoncturelle a continué au quatrième trimestre de 2005. Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le produit intérieur brut (PIB) réel s'est accru de 2,1% par rapport au troisième trimestre. La progression a été bien plus forte que celle de son potentiel, de sorte que les capacités excédentaires de l'économie ont encore reculé. Toutes les composantes de la demande, à l'exception des investissements en constructions, ont contribué à l'essor économique. En comparaison annuelle, le PIB a marqué une croissance de 2,7% au quatrième trimestre et de 1,9% pour l'ensemble de l'année 2005.

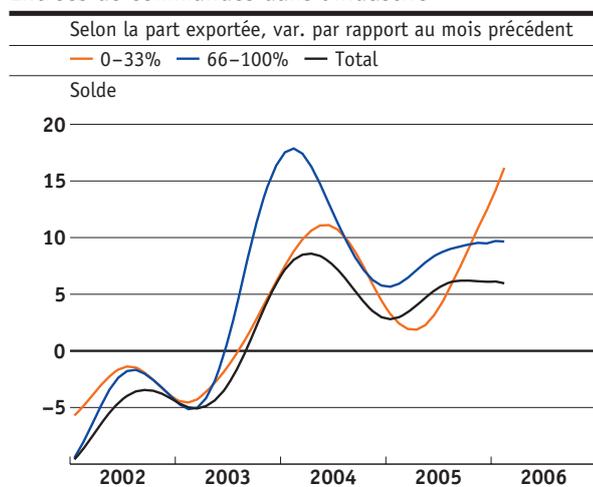
Le seco a publié, en même temps que les résultats du quatrième trimestre de 2005, des estimations révisées concernant les résultats du PIB pour les trimestres précédents, remontant jusqu'en 1980. Il a ainsi clos la phase d'adaptation au SEC95. La révision a entraîné de nouvelles modifications des chiffres de 2005. Ainsi, le PIB a augmenté de 1,9% entre le quatrième trimestre de 2004 et le premier trimestre de 2005, alors que l'estimation initiale parlait d'une quasi-stagnation. Les données pour le deuxième trimestre ont elles aussi été révisées à la hausse et s'établissent à pré-

sent à 3,6%, tandis que celles pour le troisième trimestre ont dû être ramenées de leur niveau initial de 4,3% à un niveau inférieur situé à 3,5%. D'une manière générale, les chiffres révisés donnent une image sensiblement plus favorable de la conjoncture que les estimations initiales. En dépit de cette révision à la hausse, la conjoncture a révélé quelques points faibles en 2005. La demande d'investissement des entreprises, notamment, est restée faible et celle de main-d'œuvre n'a connu qu'un lent redressement.

Essor de l'industrie

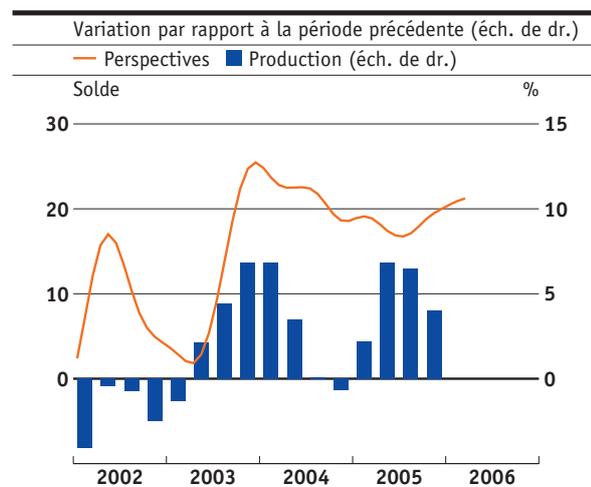
La reprise de la conjoncture observée depuis le milieu de 2003 est imputable dans une large mesure au secteur industriel, qui a profité de la forte demande étrangère. Lors du semestre d'hiver 2004/2005, l'industrie a marqué un fléchissement conjoncturel passager; par la suite, elle a de nouveau évolué favorablement. Les différentes enquêtes menées dans l'industrie révèlent que la production s'est considérablement accrue aussi au quatrième trimestre. Les commandes venant de l'étranger ont continué à augmenter, de même que celles passées par la clientèle suisse. Pour les mois à venir, les entreprises envisagent une nouvelle expansion de la production ainsi que d'importants achats de produits en amont. Elles ont en outre signalé une meilleure utilisation de leurs capacités de production ainsi que des résultats en hausse. Elles étaient donc disposées, dans une certaine mesure, à étendre leurs capacités techniques et à compléter leurs effectifs.

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)

	2002	2003	2004	2005	2004				2005			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	-0,0	0,8	1,4	1,6	2,3	0,0	0,1	1,2	2,4	2,1	2,2	0,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,7	2,2	1,4	1,3	1,3	-2,2	0,3	1,6	5,1	1,0	-2,5	0,1
Formation de capital fixe	0,3	-1,3	3,3	3,2	0,4	3,4	6,1	-7,0	2,8	19,1	-5,0	2,0
Construction	2,2	1,8	4,1	3,6	11,2	-5,9	5,2	-5,3	0,8	34,1	-10,3	-1,9
Biens d'équipement	-1,2	-3,8	2,7	2,8	-8,0	12,2	7,0	-8,4	4,6	7,4	0,0	5,6
Demande intérieure finale	0,2	0,5	1,8	1,9	1,7	0,5	1,5	-0,6	2,8	5,6	-0,1	0,9
Demande intérieure	-0,5	0,4	1,0	2,0	-3,1	5,0	0,8	-3,7	6,4	0,3	2,5	4,9
Exportations totales	-0,7	-0,5	8,9	4,5	21,3	-4,3	6,4	4,0	-5,7	22,2	4,5	5,1
Marchandises	1,1	-0,1	7,8	5,4	21,6	-8,4	9,9	1,8	-3,9	29,5	0,3	4,6
Sans les MPPAA ¹	0,4	0,7	7,6	5,8	14,5	-5,2	9,5	1,0	-3,9	35,2	-2,1	4,3
Services	-5,7	-1,6	12,0	2,4	19,9	6,9	-2,2	10,1	-10,2	4,5	16,7	6,2
Demande globale	-0,5	0,1	3,5	2,8	4,3	1,8	2,6	-1,2	2,2	7,2	3,2	4,9
Importations totales	-2,6	1,3	7,4	5,3	5,0	6,0	8,2	-4,8	2,9	16,8	2,5	12,2
Marchandises	-3,0	2,1	6,4	5,8	0,8	6,1	10,5	-6,5	2,9	19,9	3,0	13,2
Sans les MPPAA ¹	-2,2	2,7	6,6	5,3	5,5	1,6	13,4	-5,8	0,6	16,9	6,7	10,8
Services	-0,7	-2,7	12,0	2,7	27,1	5,5	-2,1	3,3	2,9	3,7	0,4	7,6
PIB	0,3	-0,3	2,1	1,9	4,1	0,2	0,5	0,3	1,9	3,6	3,5	2,1

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

Les chiffres relatifs à l'évolution de la production industrielle, publiés en mars par l'Office fédéral de la statistique (OFS), confirment l'impression d'un essor reposant sur une large assise. Aussi la production de l'industrie manufacturière a-t-elle progressé de 4% entre le troisième et le quatrième trimestre; elle dépassait de 4,5% son niveau observé un an auparavant.

Bonnes perspectives conjoncturelles

Tant les entreprises exportatrices que celles axées sur le marché intérieur tablaient sur une augmentation des commandes ces prochains mois. Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre 2005 et février 2006 avec des entreprises de diverses branches ont confirmé l'image d'une bonne situation générale. Les entreprises ont enregistré de bons, voire d'excellents résultats pour 2005 et escomptaient une marche favorable des affaires pour l'année

à venir. Les représentants du secteur des services eux-mêmes se sont montrés plus optimistes que lors des enquêtes précédentes. Cette constatation s'appliquait également, dans une moindre mesure, aux représentants du commerce de détail.

Croissance accélérée des exportations

Les exportations de biens et de services ont renoué avec la croissance au quatrième trimestre après avoir marqué le pas au trimestre précédent. En comparaison annuelle, elles ont progressé de 6,1%. Les exportations de marchandises ont augmenté un peu plus lentement que celles de services, qui ont bénéficié de la hausse des commissions encaissées par les banques et des recettes provenant du tourisme. En ce qui concerne les marchandises (sans les objets de valeur), les exportations de biens de consommation (produits pharmaceutiques, montres, etc.) et de produits semi-finis ont connu une expansion supérieure à la moyenne. La tendance au renfor-

cement des exportations de marchandises s'est maintenue en janvier. L'accroissement le plus vigoureux a été observé du côté des biens d'investissement, dont l'évolution était jusqu'alors restée modérée.

La demande étrangère a continué à reposer sur une large assise dans toutes les régions. Les livraisons aux Etats-Unis ont augmenté une nouvelle fois et le dynamisme des exportations vers les pays de l'UE s'est maintenu. Par contre, les exportations à destination de l'Asie ont progressé à un rythme plus lent et les livraisons aux Etats membres de l'OPEP ont légèrement fléchi après avoir marqué une nette croissance au premier semestre de 2005.

Croissance plus forte des importations

Les importations de marchandises et de services se sont elles aussi inscrites en hausse au quatrième trimestre, dépassant de 8,6% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les commissions encaissées par les banques et versées à l'étranger ont notamment fait un bond en avant. Les dépenses des résidents pour des prestations touristiques à l'étranger et pour des prestations de transport ont augmenté à un rythme un peu moins rapide.

Les importations de marchandises (sans les objets de valeur) se sont également accrues par rapport au trimestre précédent. Elles ont connu une expansion supérieure à la moyenne dans le domaine des biens de consommation durables (en particulier les voitures et les appareils ménagers) ainsi que dans celui des matières premières et des produits semi-finis. Les importations de biens d'investissement ont évolué d'une manière plus modérée, tandis que celles

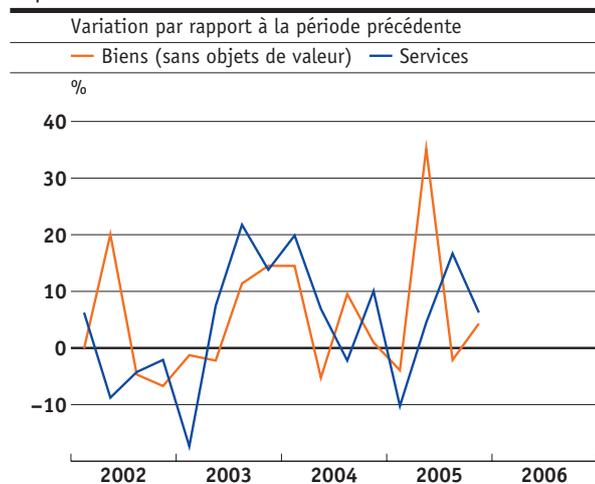
de produits pétroliers ont subi un net recul. En janvier, les importations ont continué à progresser à un rythme soutenu, notamment dans le domaine des biens de consommation.

Croissance ralentie de la consommation

Après s'être accélérée vigoureusement les trois premiers trimestres de 2005, la croissance de la consommation privée s'est ralentie au quatrième trimestre. En comparaison annuelle, la consommation privée a progressé de 1,8%. En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont inscrits en hausse et ont annoncé une consommation de marchandises toujours robuste. Les biens de consommation durables, dont les articles d'ameublement, ont fait l'objet d'une demande en nette augmentation. Les importations de voitures, qui ont augmenté rapidement, reflètent la reprise dans le domaine de la consommation de marchandises.

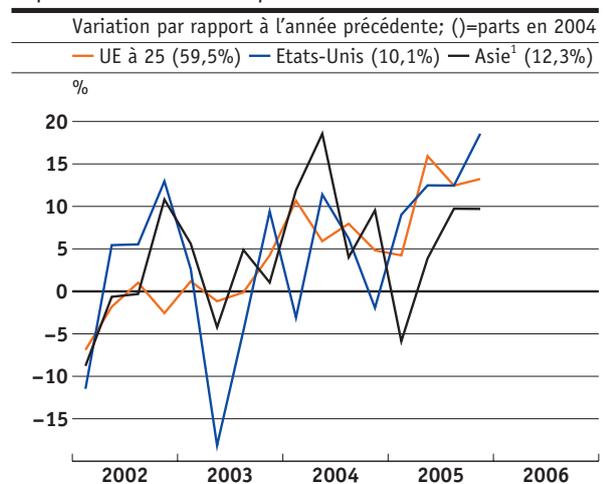
Dans le tourisme, la demande de la clientèle suisse a elle aussi progressé. D'une année à l'autre, le nombre de nuitées d'hôtes suisses a augmenté en 2005, comme en 2004. Il ressort de l'enquête trimestrielle menée dans l'hôtellerie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que les établissements se sont montrés bien plus confiants dans l'avenir proche que lors de l'enquête précédente. Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des représentants de l'hôtellerie ainsi que de la restauration et de l'hébergement ont reflété une appréciation optimiste de la situation. Les stations de sport d'hiver ont signalé, pour la saison 2005/2006, un bon

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)

niveau de réservation et ont noté que, d'une manière générale, la clientèle consentait plus facilement à la dépense.

Climat de consommation plus serein

Les consommateurs ont affiché une assurance certaine au début de l'année 2006. L'indice du climat de consommation est redevenu légèrement positif en janvier, dépassant ainsi nettement sa moyenne sur plusieurs années. Les ménages ont porté des jugements plus favorables tant sur la situation économique que sur l'état de leurs finances. Ils se sont également montrés plus confiants en ce qui concerne la sécurité de l'emploi, mais l'indice correspondant est resté à un niveau bas par rapport aux périodes précédentes.

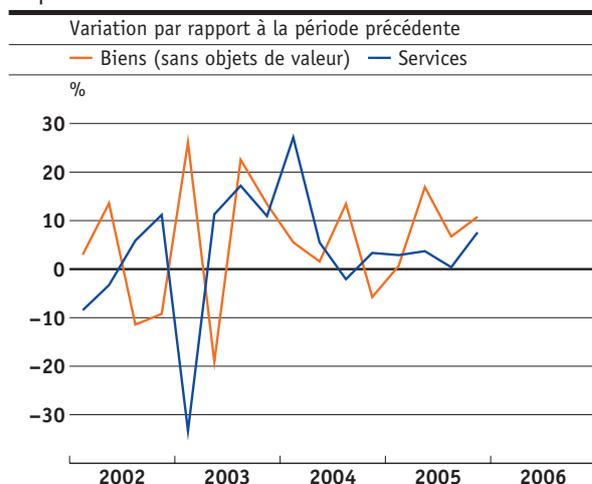
Cette année également, la consommation privée devrait soutenir la conjoncture dans une mesure significative. La BNS table sur une progression de 2,2% des revenus réels des salariés, qui avaient augmenté de 1% en 2005. Cet accroissement vigoureux des revenus découle d'une expansion substantielle des salaires nominaux qui, en raison notamment du versement d'importants bonus, dépassent sensiblement le niveau du renchérissement escompté par la BNS.

Léger repli des investissements en constructions

Les investissements en constructions ont flambé au deuxième trimestre de 2005, mais se sont normalisés par la suite, de sorte qu'au dernier trimestre de 2005, leur niveau était de nouveau légèrement inférieur à celui du trimestre précédent. Cependant, ils dépassaient de 4,4% les données enregistrées au quatrième trimestre de 2004. Il ressort des chiffres publiés par l'OFS que la construction de logements a marqué une forte expansion. L'enquête trimestrielle de la Société Suisse des Entrepreneurs (SSE) indique en outre une légère progression dans le génie civil; par contre, la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a probablement encore régressé.

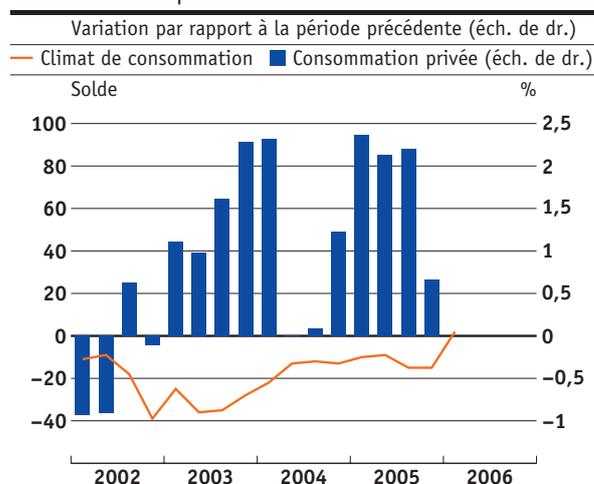
Les investissements en constructions ne devraient marquer qu'une faible croissance en 2006. Le nombre de permis octroyés pour la construction de logements a augmenté une nouvelle fois au second semestre de 2005, reflétant une expansion de ce secteur du bâtiment. Néanmoins, il faut s'attendre à un tassement dans ledit secteur, l'excédent de la demande semblant largement épuisé après trois années de forte activité. Pour le

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

moment, la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services ne devrait guère profiter de l'essor de la branche. Selon l'enquête annuelle sur les investissements effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises de l'industrie envisageaient d'accroître leurs investissements en constructions; or, les investissements prévus par le secteur des services ont fléchi. Aucune impulsion notable n'est escomptée du côté du génie civil.

Accroissement des investissements en biens d'équipement

Après avoir connu une reprise modérée au premier semestre de 2005, les investissements en biens d'équipement étaient en perte de vitesse au second semestre. Au quatrième trimestre, leur niveau dépassait néanmoins de 4,3% celui enregistré un an auparavant.

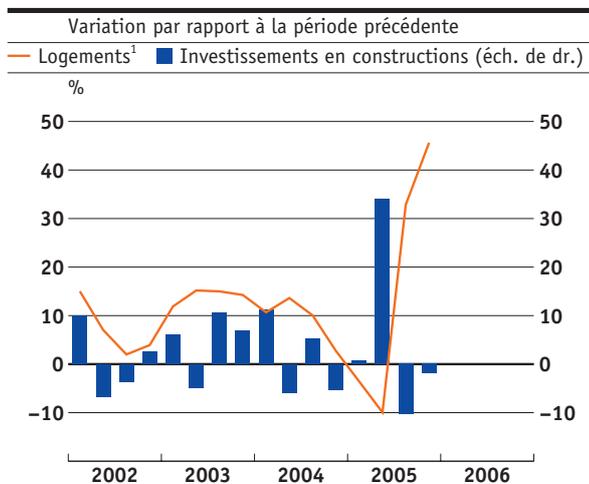
Alors qu'au cours des phases précédentes de reprise économique, les investissements marquaient une forte croissance, ils n'ont augmenté que moyennement cette fois-ci. Les investissements consentis en 2005 auront à peine suffi à couvrir les besoins de remplacement d'équipements. L'utilisation des capacités techniques de production

est donc restée pratiquement inchangée. Cette situation contraste avec l'activité économique plus vive et les perspectives nettement plus optimistes concernant la marche des affaires. A présent, le besoin de rattrapage est probablement si considérable qu'il devrait revigorer les investissements. Une telle évolution semble déjà en cours dans l'industrie (chapitre 2.2).

Prévision du PIB pour 2006

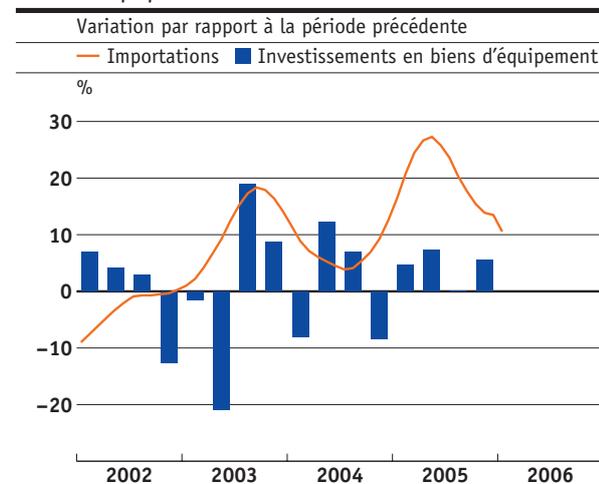
Pour 2006, la BNS table sur le maintien de la reprise conjoncturelle, basée sur une large assise, et sur une progression du PIB réel de plus de 2%. Elle escompte en outre une amélioration de la situation de l'emploi et, partant, un nouveau repli du taux de chômage jusqu'à la fin de l'année. La conjoncture favorable sur le plan international devrait permettre aux exportations suisses de biens et de services de stimuler une fois encore la croissance. Les investissements en constructions joueront sans doute moins le rôle de moteur de la conjoncture; en revanche, les investissements en biens d'équipement devraient gagner en vigueur. Vu l'évolution positive attendue du côté des revenus, la consommation privée continuera vraisemblablement à soutenir la conjoncture dans une large mesure.

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

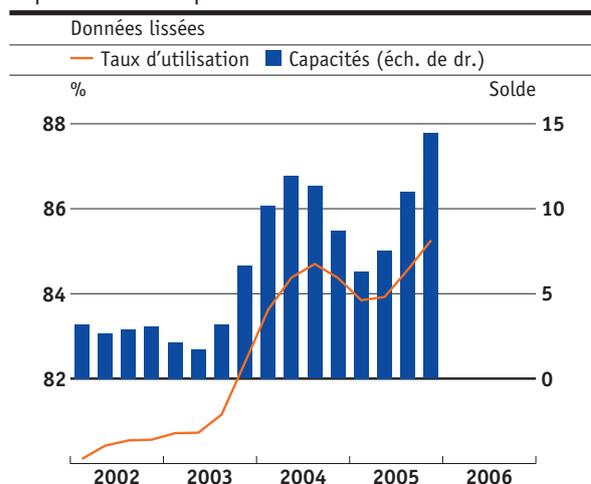
2.2 Utilisation des capacités de production

Augmentation des capacités et de leur taux d'utilisation

Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités techniques a progressé au quatrième trimestre, passant de 84,6% à 85,6%, soit à un niveau nettement supérieur à sa moyenne calculée sur plusieurs années. Le taux d'utilisation des capacités fait l'objet d'une enquête effectuée chaque trimestre dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Les entreprises questionnées indiquent le taux moyen d'utilisation de leurs capacités de production au trimestre concerné. Selon le questionnaire, ce taux peut s'inscrire entre 50% et 110%.

Comme le révèle ladite enquête trimestrielle, l'industrie a accru le taux d'utilisation non seulement de ses capacités de production, mais aussi de ses capacités techniques. Le taux d'utilisation de ces dernières s'est élevé à un niveau qui n'avait plus été observé depuis la fin des années quatre-vingts. Les entreprises axées essentiellement sur les exportations ont signalé une augmentation des investissements qui dépassait nettement la moyenne. Pour ce qui est de l'utilisation de leurs capacités, elles ont enregistré le taux le plus élevé, soit près de 89%.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie

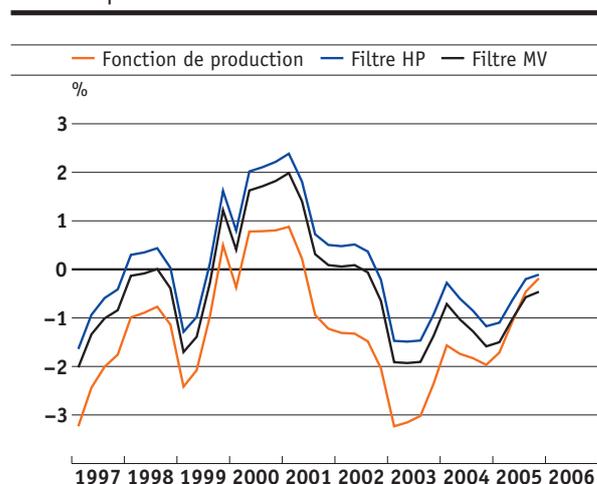


Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF)

Nouvelle réduction de l'écart de production

L'écart de production représente la différence, en pour cent, entre le PIB réel, qui fait l'objet d'un relevé, et la production potentielle, qui fait l'objet d'une estimation. Le graphique 2.10 montre trois courbes représentant l'écart de production; chacune des courbes résulte d'une méthode de calcul différente pour évaluer le potentiel de production (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott (HP) et filtre multivarié (MV)). La croissance du PIB réel s'est établie à 2,1% et a donc été supérieure, au quatrième trimestre également, à celle du potentiel de production; aussi l'écart de production a-t-il continué à diminuer, quelle qu'ait été la méthode appliquée pour le calculer. Il n'était plus que légèrement négatif à la fin du quatrième trimestre. La réduction de l'écart de production découle du fort accroissement du taux d'utilisation des capacités techniques et – dans une moindre mesure – du recul de la sous-utilisation sur le marché du travail.

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Amélioration sur le marché du travail

La reprise de la conjoncture a des répercussions de plus en plus sensibles sur le marché du travail. Le nombre de personnes occupées a augmenté de 0,4% entre le troisième et le quatrième trimestre de 2005 et dépasse de 0,3% celui enregistré au quatrième trimestre de 2004. Le nombre d'emplois à plein temps a continué à progresser, quand bien même cette évolution a été plus faible que celle enregistrée dans le domaine des emplois à temps partiel. Le nombre d'heures travaillées a marqué une expansion de 0,6% par rapport à la période précédente. Il s'agit de l'accélération la plus forte observée depuis 2001.

L'amélioration de la situation de l'emploi s'est toutefois limitée une fois de plus à l'industrie (0,8%) et au bâtiment (1,9%). Dans les services, le nombre de places de travail a stagné. Pour ce qui est de l'industrie, l'emploi a progressé notamment dans les domaines de la construction d'appareils, de l'électrotechnique, de la technologie médicale et de l'horlogerie. Du côté des services, le commerce de détail et – dans une plus faible mesure – le secteur financier ont supprimé des postes de travail, tandis que le secteur de la restauration et de l'hébergement ainsi que l'hôtellerie ont enregistré une augmentation de leurs effectifs.

Lent recul du chômage

L'emploi en légère hausse a entraîné une nouvelle fois un faible recul du chômage (exprimé en données corrigées des variations saisonnières). Le taux de chômage, qui s'est inscrit à 3,5% en février, a baissé de 0,2 point par rapport à novembre. Pour ce qui est du taux des demandeurs d'emploi, il a reculé de 0,1 point pour s'établir à 5,3%.

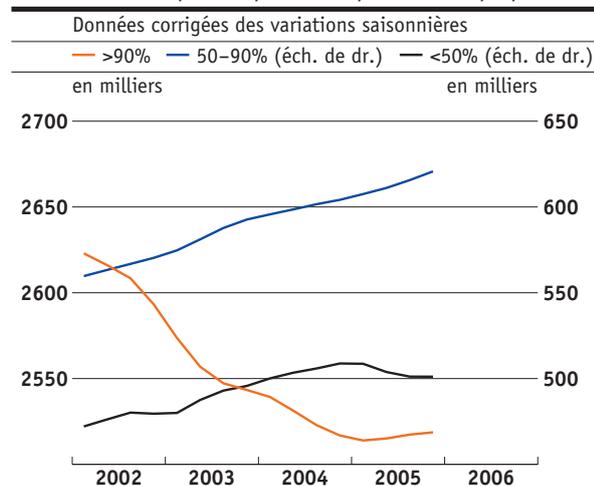
Ce sont notamment les rangs des chômeurs sans emploi depuis moins de six mois qui s'éclaircissent depuis le milieu de 2005. Cette catégorie de chômeurs représentait 55,5% du total en janvier, contre 56,6% en juillet de l'année précédente. Cette évolution reflète la situation de l'emploi, qui s'améliore peu à peu depuis le milieu de 2005.

Perspectives plus favorables sur le marché du travail

Il ressort du graphique 2.12 qu'au quatrième trimestre, l'indice des places vacantes s'est caractérisé par un mouvement à la hausse en ce qui concerne l'industrie et les services. La situation de l'emploi a commencé à s'améliorer au deuxième trimestre de 2005 pour ce qui est de l'industrie; elle devrait aussi évoluer favorablement dans le secteur des services ces prochains trimestres. Pour 2006, la BNS table sur une progression sensible de l'emploi, progression qui devrait ramener le taux de chômage vers 3% à la fin de l'année.

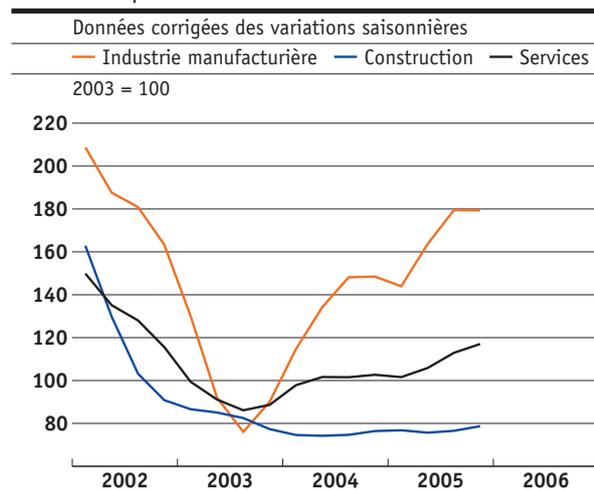
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



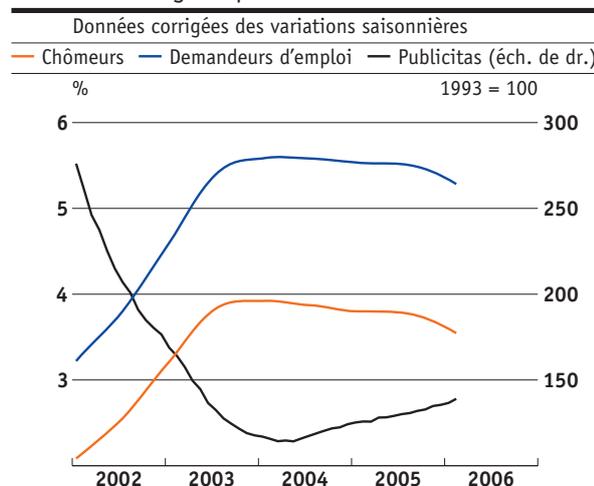
Graphique 2.12

Indice des places vacantes



Graphique 2.13

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

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

2.4 Prix des biens

Hausse des prix à la production et à l'importation

Entre octobre 2005 et janvier 2006, les pressions à la hausse exercées par les prix à la production et à l'importation sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, se sont renforcées quelque peu. Aussi le renchérissement annuel a-t-il passé de 0,9% à 1,5% du côté des biens produits en Suisse et de 1,4% à 2,1% pour ce qui est des biens importés. Une fois encore, il a essentiellement découlé des produits énergétiques tels que les produits pétroliers, le gaz et l'électricité, dont le renchérissement annuel s'est établi à 20,9% en janvier, contre 15,6% en octobre. Cependant, les prix des produits en amont, comme les produits métallurgiques par exemple, ont eux aussi augmenté. La tendance à la baisse qui caractérisait les prix des biens d'investissement s'est maintenue, tandis que les prix des biens agricoles ont cessé de reculer. La pression à la hausse subie par les biens de consommation s'est légèrement renforcée.

Prix à la consommation – Renchérissement en hausse

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 1% en novembre à 1,4% en février. Cette progression s'est révélée un peu plus forte que celle pronostiquée par la BNS dans sa prévision d'inflation de décembre 2005. Les produits pétroliers (mazout et carburants) ont encore contribué au renchérissement puisque l'augmentation des prix des produits de

consommation observée entre novembre et février leur est imputable à hauteur de plus de 75%.

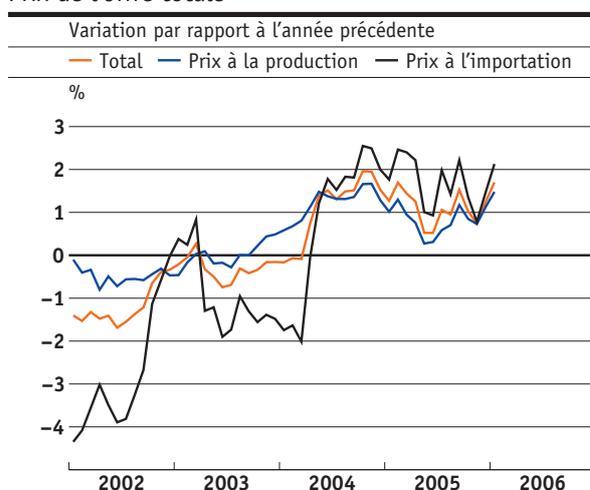
Légère hausse du renchérissement intérieur

Le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse a passé de 0,2% en novembre à 0,5% en février. D'une part, les prix des marchandises, qui représentent presque 40% de l'IPC, ont cessé leur mouvement de repli; d'autre part, l'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, s'est accru de 0,9% par rapport au relevé précédent. Ainsi, le renchérissement annuel des loyers s'est accéléré de 0,8 point pour atteindre 1,8%. En revanche, aucune impulsion n'est venue des autres services privés. Le renchérissement a faibli dans le secteur des services des télécommunications, dans celui du trafic aérien ainsi que dans celui de la restauration et de l'hébergement. Il s'est également replié dans le domaine des services publics, s'établissant à 0,9% en février 2006 contre 1,5% en novembre 2005.

Nouvelle accélération du renchérissement à l'importation

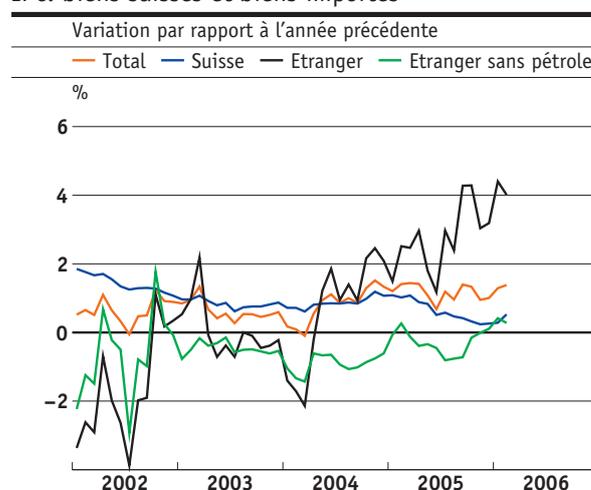
Du fait de l'augmentation persistante des prix du mazout et des carburants, le renchérissement annuel des biens de consommation importés s'est accru d'un point entre novembre et février pour s'inscrire à 4%. Du côté des autres biens importés, notamment des articles vestimentaires et du gaz, il a aussi augmenté quelque peu (février: 0,3%). Dans le domaine de l'électronique domestique en revanche, les prix ont continué à fléchir, bien qu'à un rythme plus modéré qu'auparavant.

Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Source: OFS

Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2005	2005			2005		2006	
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	1,3	1,4
Marchandises et services du pays	0,6	0,7	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,5
Marchandises	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
Services	1,0	1,1	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,7
Services privés, sans loyers	0,5	0,7	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,0	-0,1
Loyers	1,4	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,8
Services publics	1,5	1,3	1,5	1,3	1,3	1,3	0,9	0,9
Marchandises et services de l'étranger	2,7	2,0	3,2	3,5	3,0	3,2	4,4	4,0
Sans produits pétroliers	-0,3	-0,4	-0,8	-0,0	-0,0	0,1	0,4	0,3
Produits pétroliers	18,5	14,7	23,5	21,0	18,1	18,8	25,6	23,5

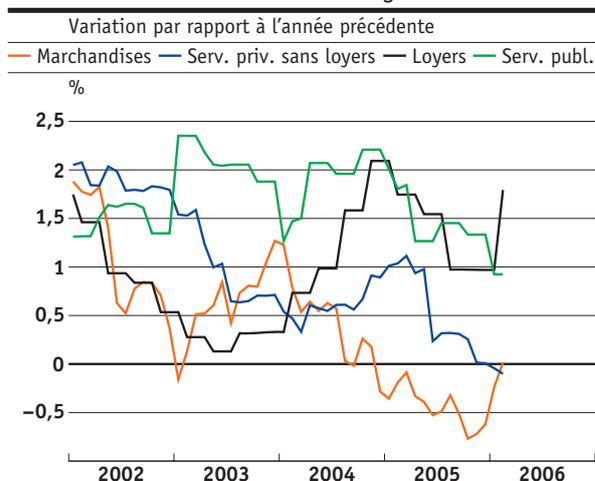
Sources: OFS et BNS

Hausse de l'inflation sous-jacente

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale de l'inflation. Il y a donc lieu de calculer, en utilisant des procédés statistiques, un taux pour l'inflation sous-jacente, taux susceptible de refléter les éléments constants de l'évolution des prix. Le taux calculé chaque mois par la BNS exclut de l'IPC les biens dont les prix ont augmenté le plus (15% du total des biens) et les moins (15% également) en comparaison annuelle. La BNS tient en outre compte des deux taux d'inflation sous-jacente calculés par l'OFS, qui, chaque période, éliminent 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.

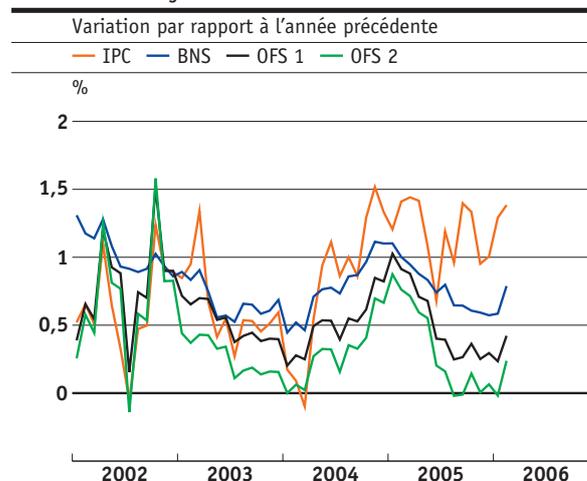
Entre novembre et février, le taux de l'inflation sous-jacente établi par la BNS s'est accru de 0,2 point pour atteindre 0,8%. Cette évolution traduit une hausse générale des prix faible, mais qui va en se renforçant. Le taux de l'inflation sous-jacente s'est établi à un niveau nettement inférieur à celui du renchérissement mesuré à l'IPC dans son ensemble. Cette situation montre que les facteurs poussant les prix à la hausse ont joué un plus grand rôle que les facteurs spéciaux ayant un effet modérateur sur l'inflation. L'inflation sous-jacente 1 calculée par l'OFS était de 0,4% en février, soit légèrement en dessous de son niveau de novembre, tandis que l'inflation sous-jacente 2 a augmenté de 0,2 point entre novembre et février pour s'inscrire à 0,2%. Le fait que le taux de l'inflation sous-jacente établi par la BNS soit nettement supérieur aux taux calculés par l'OFS s'explique essentiellement par la baisse des prix des biens électroniques, des services des télécommunications et de quelques articles vestimentaires. L'inflation sous-jacente de la BNS ne tient en effet pas compte, dans son panier-type, de tous ces facteurs spéciaux qui tempèrent la hausse des prix.

Graphique 2.16
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

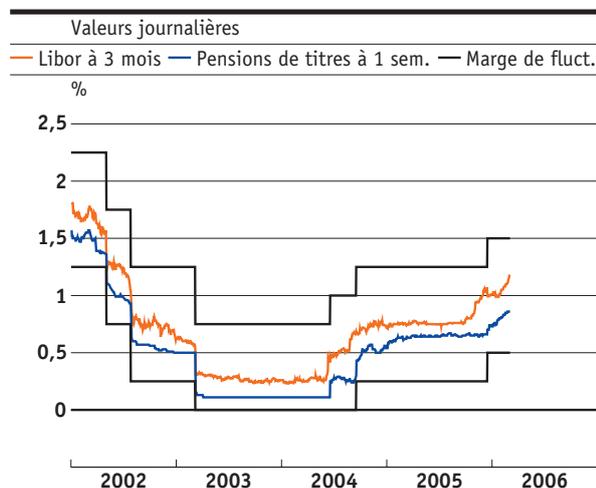
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de décembre 2005, la BNS a décidé de relever de 25 points de base, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 0,50%–1,50%. Elle a annoncé également son intention de maintenir le Libor dans la zone médiane de cette marge. Deux réflexions ont incité la BNS à adapter le cap de sa politique monétaire. Premièrement, la conjoncture s'était déjà rétablie, et les indicateurs conjoncturels laissaient présager une reprise durable, reposant sur une large assise. Deuxièmement, il fallait, par une hausse des taux d'intérêt, réduire l'excédent de liquidités à la disposition de l'économie. En outre, la BNS a souligné qu'elle poursuivra l'adaptation graduelle de sa politique monétaire expansionniste si la conjoncture continue à se redresser.

Attente d'un nouveau resserrement de la politique monétaire

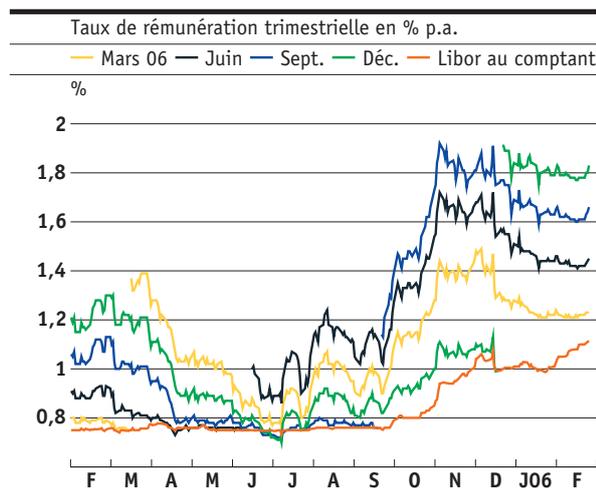
Entre la mi-décembre et la fin de janvier, le Libor à trois mois a fluctué aux environs de 1%. Par la suite, il a augmenté continuellement. Les marchés ont donc tablé sur un nouveau relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. La BNS a toléré cette hausse, qui coïncidait avec la poursuite d'une conjoncture dynamique. Les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres – la BNS se sert de ces taux pour gérer indirectement le Libor à trois mois – sont montés graduellement. Le taux des pensions à une semaine a augmenté, passant de 0,7% lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre à 0,86% à fin février.

Le marché des contrats à terme («futures») a lui aussi tablé sur un relèvement de la marge de fluctuation. A fin février, le taux d'intérêt des «futures» à exécuter à la mi-mars s'établissait à 1,27%, ce qui correspond à l'attente d'une hausse de 25 points de base du Libor. Les taux appliqués aux contrats à exécuter en juin, en septembre et en décembre montraient que les opérateurs sur le marché escomptaient d'autres relèvements modérés des taux d'intérêt au cours de l'année.

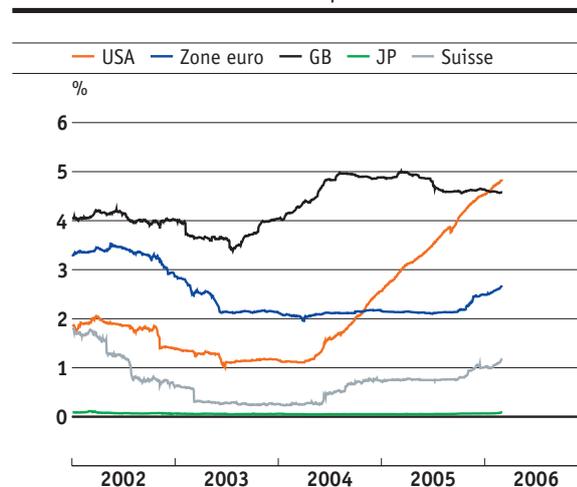
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

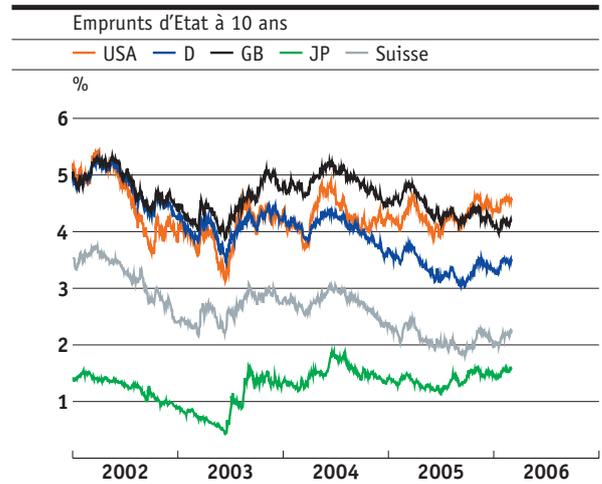
Hausse, à l'étranger également, des taux à court terme

A l'étranger aussi, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté (voir graphique 3.3). Tant la Banque centrale européenne que la Réserve fédérale des Etats-Unis ont continué de relever graduellement leurs taux directeurs. Le Libor pour dépôts à trois mois en euros s'établissait à 2,70% à la mi-mars, contre 2,48% à la mi-décembre. Dans la même période, la rémunération des placements à court terme en dollars a augmenté, passant de 4,50% à 4,92%. L'écart entre les Libor pour dépôts à court terme en euros et en francs est resté approximativement inchangé (149 points de base à la mi-mars). Entre les rémunérations des placements en dollars et en francs, l'écart s'est creusé, passant de 349 points de base à la mi-décembre à 371 points de base à la mi-mars.

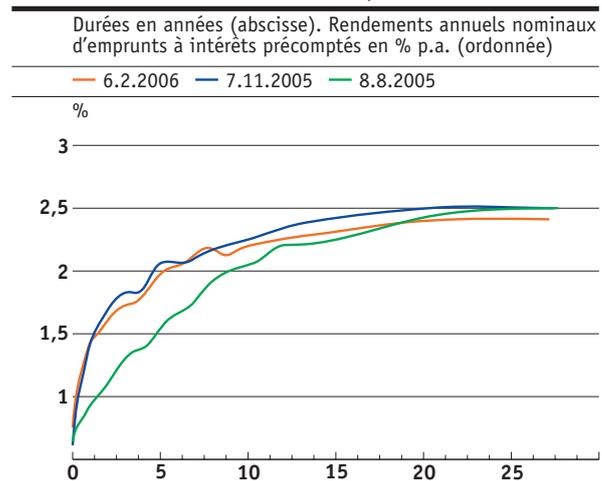
Tendance à la hausse des taux longs

En 2005, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté, alors que les rendements des obligations à long terme n'ont guère varié ou se sont même repliés quelque peu. Depuis le début de 2006, les taux à court et à long terme ont cependant évolué dans la même direction. A la mi-mars, le rendement des bons du Trésor des Etats-Unis d'une durée de dix ans s'établissait à 4,73% et dépassait ainsi de 26 points de base son niveau de la mi-décembre. Dans la même période, le rendement des emprunts d'Etat allemands a progressé de 30 points de base pour s'inscrire à 3,67%. Quant au rendement des emprunts de la Confédération suisse, il a suivi la même tendance. Après un léger repli en janvier, il s'est redressé pour atteindre 2,41% à la mi-mars, soit 28 points de base au-dessus du niveau de la mi-décembre.

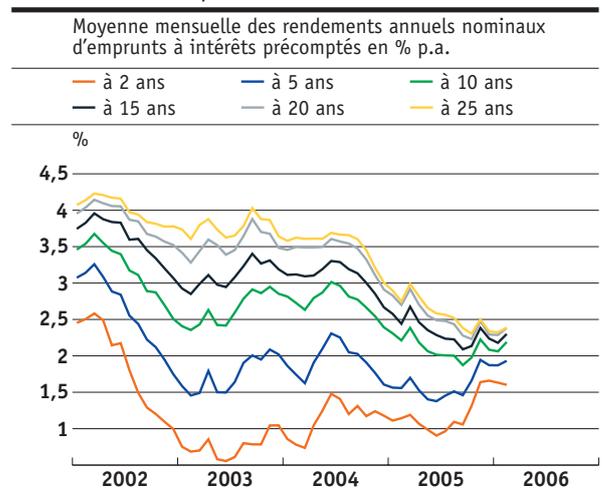
Graphique 3.4
Taux d'intérêt sur le plan international



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



Graphique 3.6
Rendements d'emprunts fédéraux



Sources pour graphique 3.4: Thomson Datastream et BNS

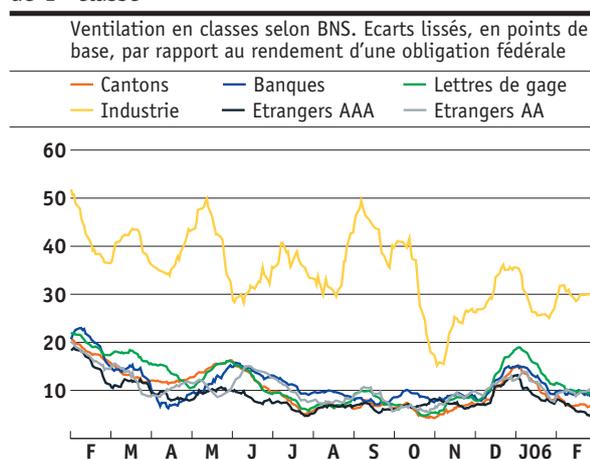
Source pour graphiques 3.5 et 3.6: BNS

Faibles écarts entre taux d'intérêt appliqués aux débiteurs

L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires peut être illustrée au moyen des écarts entre taux d'intérêt. Ces écarts, mesurés entre les rendements des emprunts des cantons et des entreprises et le rendement des obligations de la Confédération, peuvent être considérés comme des primes pour le risque de crédit (voir encadré «Ventilation des emprunts en classes selon leur qualité», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 33). Les graphiques 3.7 et 3.8 montrent que les écarts se sont creusés quelque peu, depuis le début de novembre, pour les emprunts de première classe de l'industrie, alors qu'ils sont restés stables, pour les emprunts de troisième classe, durant la même période. Ainsi, les écarts se sont maintenus à des niveaux bas. Les rendements à la base de ces calculs se rapportent à des emprunts à intérêts précomptés d'une durée de cinq ans. Le risque que court un investisseur – être confronté au fait que des entreprises ne soient plus en mesure d'assurer le service de la dette sur leurs emprunts – est nettement plus faible en phase d'expansion de la conjoncture que dans une période d'affaiblissement de l'activité économique. Des écarts qui restent faibles entre taux d'intérêt sont conformes à un environnement conjoncturel favorable.

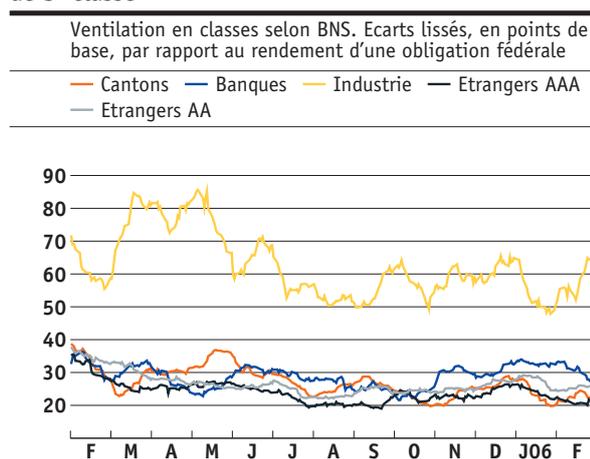
Graphique 3.7

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



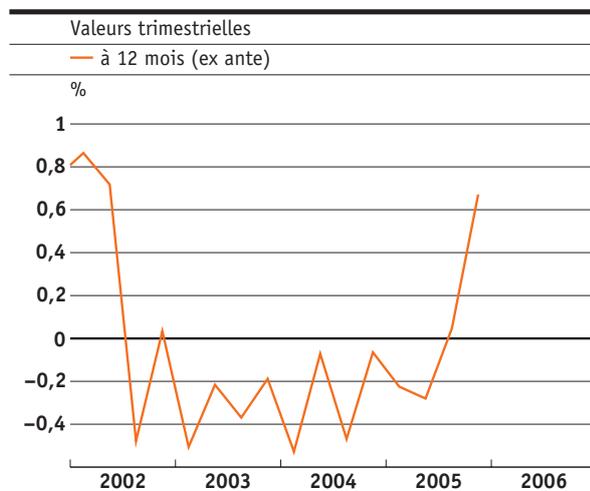
Graphique 3.8

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



Graphique 3.9

Taux d'intérêt réel estimé



Source pour graphiques 3.7, 3.8 et 3.9: BNS

Hausse des taux cours en termes réels

Le graphique 3.9 présente l'évolution du taux d'intérêt, en termes réels, des dépôts à un an. Ce taux correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal et la hausse que les prix à la consommation devraient enregistrer pendant cette période de douze mois selon Consensus Forecast.¹

Ainsi mesuré, le taux d'intérêt réel à court terme est redevenu légèrement positif, au troisième trimestre de 2005, après sa plus longue phase en zone négative depuis le passage aux changes flottants en 1973. Au quatrième trimestre, il a poursuivi sa hausse pour atteindre 0,7% à fin 2005. Les anticipations inflationnistes étant presque inchangées, l'augmentation observée au quatrième trimestre a découlé presque exclusivement de la hausse des taux d'intérêt nominaux.

1 Voir tableau 1.1.

3.2 Cours de change

Raffermissement du dollar

En 2005, le dollar des Etats-Unis s'est revalorisé de 12,9% par rapport à l'euro. Cette évolution est sans doute liée au durcissement de la politique monétaire américaine. La Réserve fédérale a relevé son taux directeur, en plusieurs étapes, de 200 points de base au total, tandis que la BCE a majoré le sien, en décembre, de 25 points de base seulement. Vis-à-vis de l'euro, le franc est resté relativement stable, ce qui peut s'expliquer par le parallélisme dans l'évolution de la conjoncture et des taux d'intérêt. Le franc a fléchi de 14,5% face au dollar. En termes réels, la valeur extérieure du franc – elle est pondérée par les exportations et tient compte des écarts d'inflation entre les monnaies – a diminué aussi bien par rapport aux 24 principaux partenaires commerciaux que face à la zone euro (voir graphique 3.11).

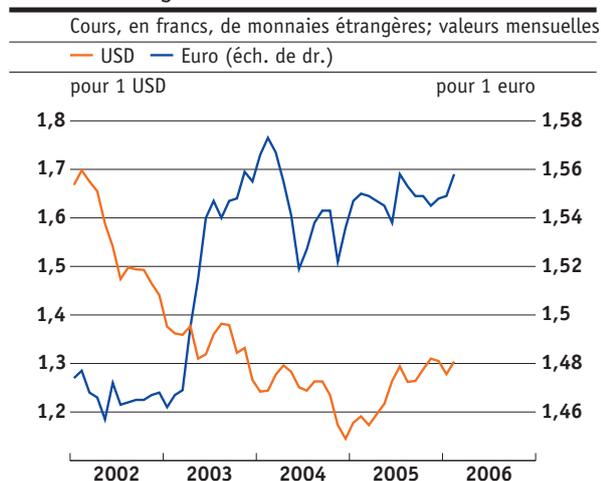
Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc s'est légèrement déprécié aussi bien envers le dollar que face à l'euro. Le dollar valait 1,302 franc à la mi-mars, contre 1,284 à la mi-décembre. Durant la même période, l'euro s'est revalorisé de quelque 2 centimes, passant à 1,566 franc. La valeur extérieure du franc n'a cependant guère varié en termes réels.

Conditions monétaires expansionnistes

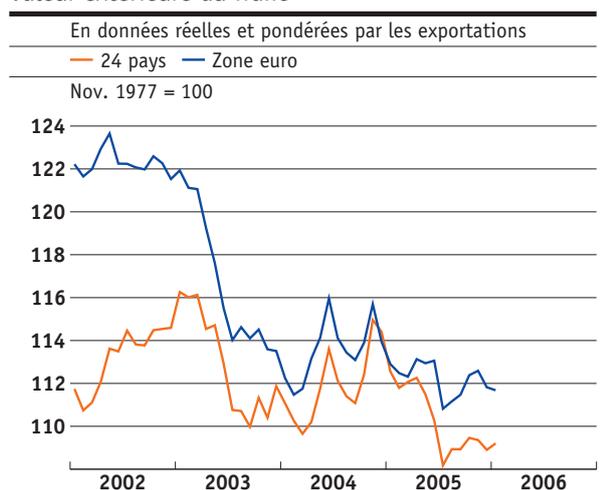
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc en termes nominaux, est un indicateur du degré de rigueur de la politique monétaire. Il reflète les conditions auxquelles l'économie suisse doit faire face sur le plan monétaire. Les deux courbes du graphique 3.12 sont construites avec des pondérations différentes des deux composantes (l'une avec 5 pour 1 et l'autre avec 3 pour 1). Ces deux variantes doivent tenir compte de l'incertitude régnant au sujet de l'importance des taux d'intérêt et des cours de change. Une hausse de l'indice signifie un durcissement des conditions monétaires, alors qu'un repli indique un allègement (voir encadré «Indice des conditions monétaires», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27). L'ICM est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire.

Depuis la mi-décembre, l'indice est resté dans la zone négative, ce qui signale des conditions monétaires plus expansionnistes en Suisse. L'affaiblissement du franc a plus que compensé la hausse graduelle que le Libor à trois mois a enregistrée en février.

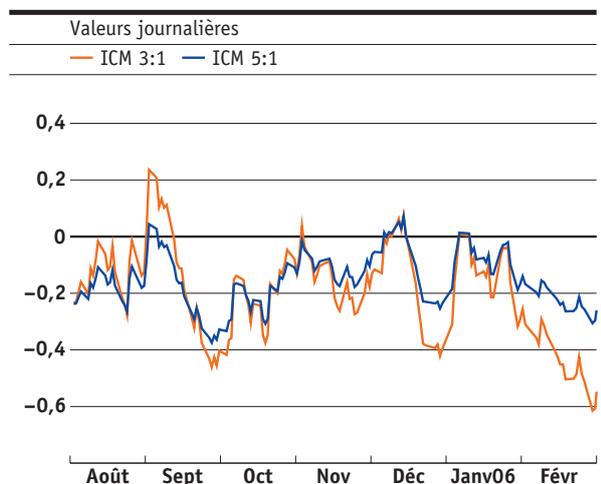
Graphique 3.10
Cours de change



Graphique 3.11
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.12
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.10, 3.11 et 3.12: BNS

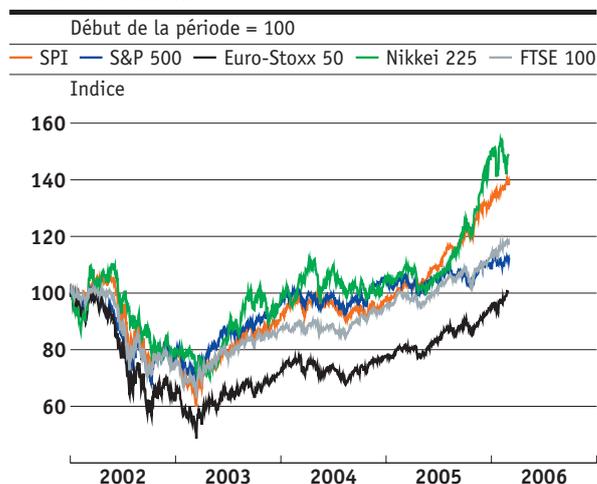
3.3 Marchés des actions, des matières premières et de l'immobilier

Poursuite de la bonne performance des marchés des actions

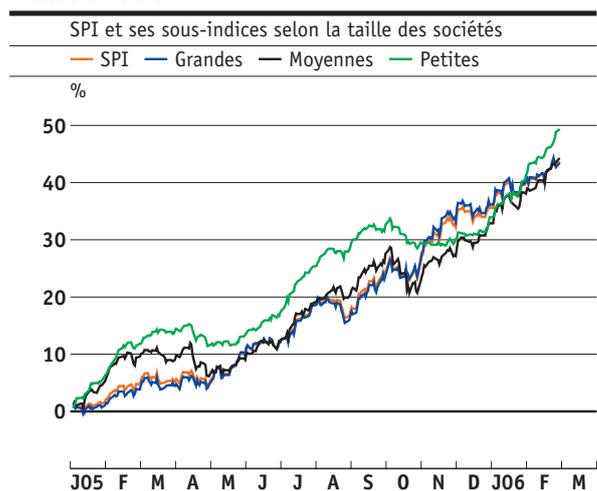
Grâce à la conjoncture mondiale favorable, la plupart des marchés des actions ont progressé, le marché suisse bénéficiant même d'une hausse supérieure à la moyenne. La hausse du SPI a reposé sur une large assise. Aussi bien les valeurs des petites entreprises que celles des sociétés moyennes et grandes ont gagné plus de 30%. Seul le marché des actions des Etats-Unis a stagné, ce que l'on peut attribuer notamment au resserrement de la politique monétaire et aux incertitudes découlant des déficits des finances publiques et de la balance des transactions courantes.

Au début de 2006, la tendance à la hausse s'est poursuivie sans faiblir sur les marchés des actions. En outre, la volatilité des rendements – un indicateur de l'incertitude – est restée faible (voir graphique 3.15). Les opérateurs sur les marchés ont manifestement tablé sur une poursuite de l'essor économique et ont considéré le risque d'une correction abrupte comme limité. Le marché japonais des actions a fait exception. La volatilité et, partant, l'incertitude au sujet de l'évolution future des cours y ont augmenté.

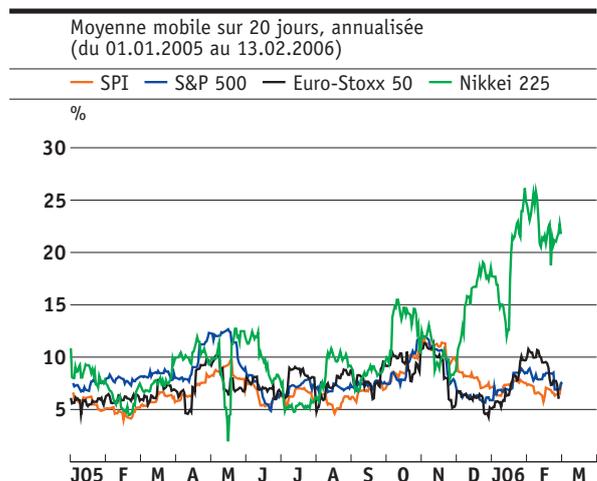
Graphique 3.13
Cours des actions



Graphique 3.14
Evolution du SPI



Graphique 3.15
Volatilité des rendements des actions



Sources pour graphique 3.13:
Banque des Règlements Internationaux (BRI) et Bloomberg

Source pour graphique 3.14: SWX Swiss Exchange

Sources pour graphique 3.15: Thomson Datastream et BNS

Prix élevés des matières premières

En 2005, l'indice des matières premières que calcule le Commodity Research Bureau (CRB) a marqué une hausse de 3,2% (voir graphique 3.16), soit un taux nettement supérieur à la moyenne observée pour la période postérieure à 1951 (+1,2%). Toutefois, la volatilité a elle aussi dépassé quelque peu la moyenne historique. La forte hausse des prix s'explique surtout par la demande vigoureuse de l'industrie, mais également par celle des investisseurs privés et des hedge funds. Dans l'évolution des diverses matières premières en 2005, on constate que les métaux précieux et le pétrole brut ont enregistré les plus fortes hausses. En dollars, le prix de l'or s'est accru de 16%, et celui du pétrole brut, de 36%.

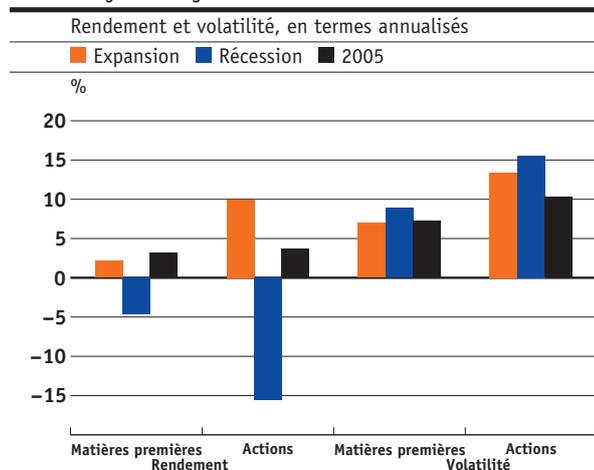
Les prix des matières premières ont généralement un comportement procyclique. En moyenne, ils montent de 2,1% (taux annualisé) en phase d'expansion et fléchissent de 4,6% en période de récession. Leur hausse en 2005 (3,2%) est supérieure à la moyenne observée dans une phase d'expansion économique et coïncide avec la conjoncture mondiale favorable.

Prix plus stables dans l'immobilier

Le bas niveau des taux d'intérêt et les conditions avantageuses de financement qui résultent de la forte concurrence entre les banques ont stimulé la demande d'immeubles. Les prix des immeubles ont ainsi continué à augmenter en 2005, mais à un rythme un peu plus modéré que l'année précédente. En termes réels, les prix des immeubles commerciaux ont diminué de 0,2%, alors que ceux des maisons familiales et des appartements en propriété par étage ont augmenté de 0,4%. Les loyers des logements se sont accrus de 2,3%, mais ce taux reflète surtout l'évolution des appartements anciens. En termes réels, les loyers des nouveaux logements ont fléchi de 1,3%. Les loyers des nouveaux logements étant un meilleur indicateur du marché de l'immobilier, on peut estimer que le marché des logements à louer est resté stable. On observe cependant des différences régionales, notamment dans l'évolution des prix des maisons familiales. Ceux-ci ont augmenté de 2% à Zurich, de 1,8% à Genève et de 3,4% dans le sud de la Suisse, mais de 0,9% seulement en moyenne nationale.

En général, il semble que la demande ait augmenté surtout dans les agglomérations et qu'elle soit plus modérée dans les autres régions. On observe néanmoins des hausses de prix dans des régions périphériques également. Ainsi, les prix ont progressé dans le canton des Grisons, ce qui peut être attribué à une demande plus forte de résidences secondaires et de logements de vacances.

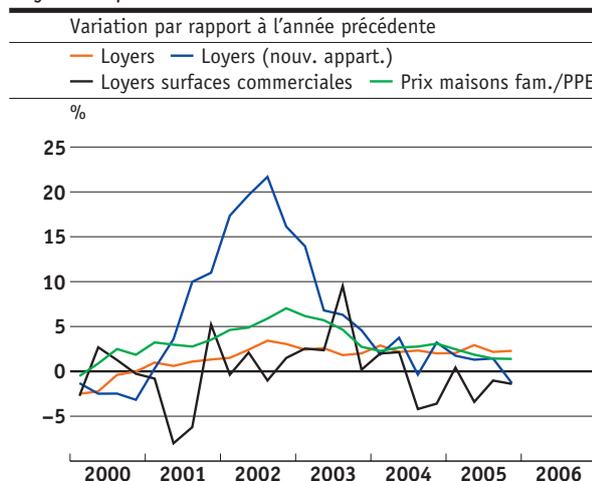
Graphique 3.16
Matières premières et actions
dans le cycle conjoncturel



Sources: Thomson Datastream et BNS

Les calculs se fondent sur l'indice agrégé des matières premières du Commodity Research Bureau (CRB), depuis 1951, et sur l'indice des actions S&P 500, depuis 1965. Quant aux cycles conjoncturels, ils sont définis selon les critères du NBER.

Graphique 3.17
Loyers et prix réels de l'immobilier



Source: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

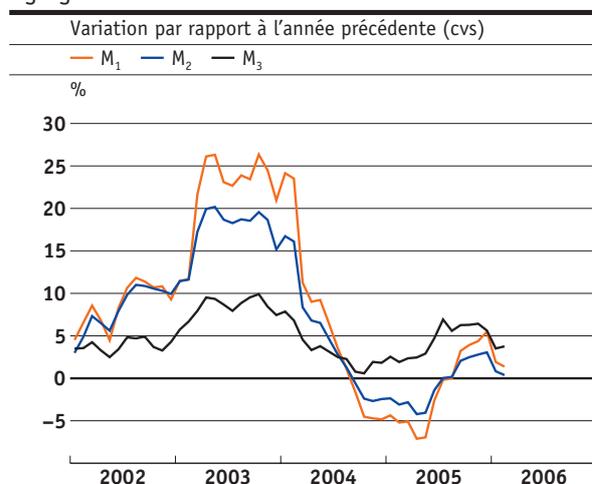
Léger ralentissement de la croissance des masses monétaires

En février, les masses monétaires M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) dépassaient de respectivement 1,4% et 0,4% leur niveau du mois correspondant de 2005, tandis que la croissance de la masse monétaire M_3 (M_2 et dépôts à terme) s'établissait à 3,8%. En comparaison annuelle, la croissance des agrégats monétaires, forte au second semestre de 2005, a marqué un net ralentissement au début de 2006. D'un mois à l'autre, les agrégats monétaires ont en général légèrement diminué à partir de novembre 2005.

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et sur les risques éventuels d'inflation, on peut estimer l'excédent de monnaie (voir encadré «Croissance des agrégats

monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). En partant du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie, on peut calculer une masse monétaire d'équilibre, soit un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en monnaie. Si le niveau actuel de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante, ce qui peut engendrer une accélération du renchérissement dans les quatre à six trimestres suivants. Le graphique 3.19 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes dues au modèle utilisé, l'estimation est faite selon deux variantes. Comme les estimations portant sur le quatrième trimestre aboutissent soit à un léger excédent de monnaie, soit à aucun excédent, il ne faut guère s'attendre, selon un tel indicateur, à un risque pesant sur les prix à un horizon d'un an à un an et demi.

Graphique 3.18
Agrégats monétaires



Source: BNS

	2004	2005	2004	2005				2005	2006	
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	Janvier	Février
Monnaie centrale²	41,7	41,9	41,8	42,1	41,6	41,2	42,7	44,7	43,5	43,1
Variation ³	3,2	0,4	0,7	-0,5	-0,2	0,3	2,0	3,1	1,5	3,2
M₁²	288,5	284,6	279,1	283,0	279,0	284,8	291,7	291,2	289,9	288,8
Variation ³	5,5	-1,3	-4,8	-4,9	-5,6	1,0	4,5	5,4	2,0	1,4
M₂²	495,6	492,3	485,4	491,2	487,3	492,1	498,7	498,3	496,7	495,1
Variation ³	4,3	-0,7	-2,6	-2,8	-3,2	0,8	2,7	3,0	0,9	0,4
M₃²	562,5	587,8	564,8	576,6	582,4	593,0	599,1	598,4	598,7	598,6
Variation ³	3,2	4,5	1,4	2,3	3,3	6,3	6,1	5,5	3,5	3,8

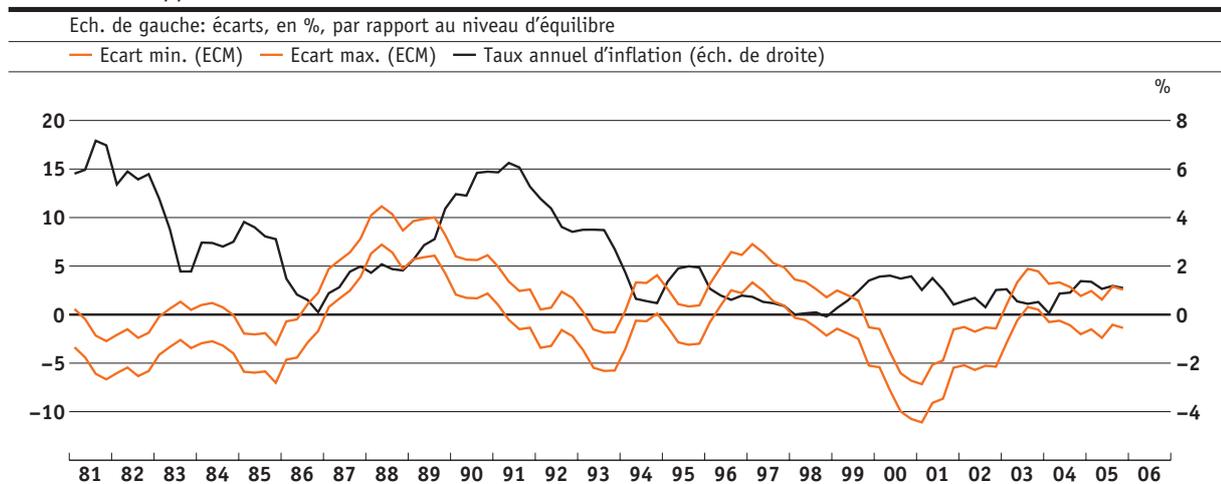
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

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

Source: BNS

Graphique 3.19
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

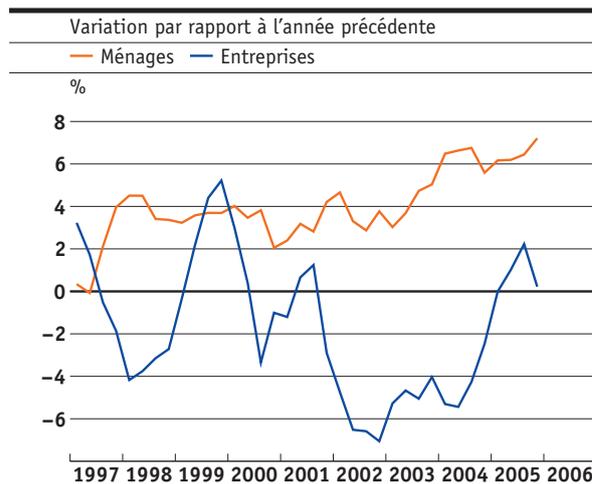
3.5 Crédits

Poursuite de la croissance des crédits

Les crédits bancaires ont continué à progresser. Au quatrième trimestre, ils dépassaient de 4,3% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les crédits aux ménages se sont fortement accrus au cours des deux dernières années et demie (voir graphique 3.20). Depuis le deuxième trimestre de 2005, les crédits aux entreprises augmentent de nouveau. Leur croissance s'est poursuivie au quatrième trimestre modérément, soit à un rythme de 0,2%.

L'augmentation des crédits aux ménages a découlé des prêts hypothécaires, qui forment 80% des crédits bancaires. Au quatrième trimestre, ces prêts se sont accrus de 5,5% en comparaison annuelle, alors que les autres crédits ont diminué de 0,6%. Les autres crédits en blanc ont encore fléchi de 2,9%, mais les autres crédits gagés ont progressé de 2,4%.

Graphique 3.20
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2004	2005	2004	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2006
			4 ^{er} trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier
Total	3,6	4,0	3,6	3,6	3,8	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2
Créances hypothécaires	5,4	5,3	5,2	5,1	5,1	5,3	5,5	5,5	5,6	5,5
Autres crédits	-3,1	-0,9	-2,6	-1,9	-1,2	0,1	-0,6	-0,9	-1,3	-1,5
dont gagés	3,2	2,3	4,0	3,5	-0,1	3,2	2,4	4,3	-1,6	-0,3
dont non gagés	-7,1	-3,2	-6,8	-5,7	-1,9	-2,2	-2,9	-4,6	-1,2	-2,4

Source: BNS

4 La prévision d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prévision d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

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

Accélération de la conjoncture mondiale

Dans l'ensemble, les hypothèses sur l'économie mondiale n'ont changé que très peu par rapport à ce qui avait été retenu en décembre. Pour 2005, la croissance du PIB en Europe, selon des données révisées, a été plus forte que prévu. En outre, les perspectives à court terme pour l'Europe demeurent supérieures à ce qui était attendu en décembre. Par contre, la croissance du PIB aux Etats-Unis a été étonnamment faible au quatrième trimestre. Ce ralentissement peut cependant être attribué à des effets particuliers. A moyen terme, on continue à tabler sur une croissance robuste, dont le taux se rapprochera du potentiel, soit environ 3%. L'hypothèse retenue au sujet du prix du pétrole a été légèrement ajustée à la hausse et répercutée sur le niveau des prix à l'étranger. Enfin, la relation de change entre le dollar et l'euro a été fixée à 1,21, soit approximativement au niveau retenu en décembre.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2006	2007	2008
Prévision de mars 2006			
PIB USA ¹	3,3	3,6	3,4
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,3	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,21	1,21	1,21
Prix du baril de pétrole en dollars ²	63,0	63,0	63,0
Prévision de décembre 2005			
PIB USA ¹	3,6	3,5	3,4
PIB UE (à 15) ¹	2,0	2,4	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,20	1,20	1,20
Prix du baril de pétrole en dollars ²	59,0	59,0	59,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

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

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

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

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

4.2 Prévision d'inflation du 1^{er} trimestre de 2006 au 4^e trimestre de 2008

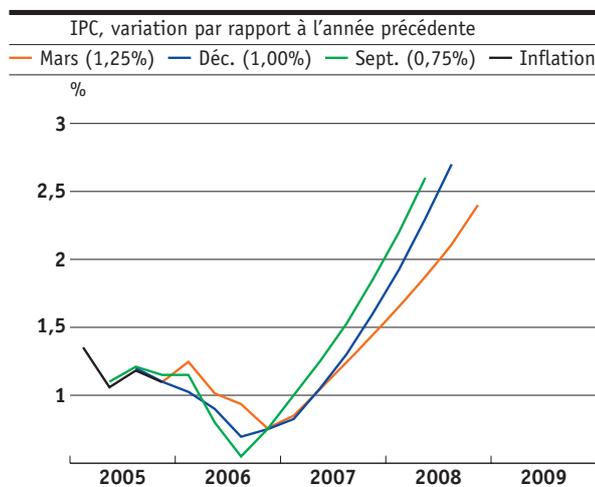
La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de septembre et de décembre 2005 ainsi que de mars 2006 font l'objet du graphique 4.1. La prévision de mars porte sur une période allant du premier trimestre de 2006 au quatrième trimestre de 2008. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 1,25%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 25 points de base, le 16 mars, pour la porter à 0,75%–1,75%. Les prévisions de décembre et de septembre reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 1% et 0,75%.

Selon la prévision d'inflation de mars 2006, le renchérissement annuel devrait fluctuer autour de 1% au cours des prochains mois. Après 1,2% au premier trimestre de 2006, il devrait diminuer pour s'établir à 0,8% au quatrième trimestre. En conformité avec l'hypothèse sur l'évolution du prix du pétrole (voir chapitre 4.1), la BNS s'attend à ce que le renchérissement découle, ces prochains mois également, en grande partie des produits pétroliers qui entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation. Du côté des autres marchandises et des services, la hausse des prix devrait peu

à peu se renforcer, avec le comblement de l'écart – négatif – de production. Toutefois, la marge de manœuvre pour des augmentations de prix dans diverses branches, notamment dans le commerce de détail, devrait rester étroite, du fait des pressions concurrentielles toujours fortes.

En harmonie avec la solide croissance économique, les agrégats monétaires et les crédits ont continué à augmenter. L'excédent de monnaie, constitué ces dernières années alors que la politique monétaire était très expansionniste, a cessé de croître à la suite des deux hausses de taux d'intérêt de 2004 et du relèvement de décembre 2005. L'approvisionnement de l'économie en liquidités reste abondant, d'où des risques qui pèseront sur la stabilité des prix au cours des deux à trois prochaines années. Le resserrement de la politique monétaire que la BNS a opéré en mars doit permettre d'éviter une utilisation trop forte des capacités de production et un approvisionnement trop abondant en liquidités. A partir du milieu de 2007, la courbe de la prévision d'inflation de mars est néanmoins inférieure à celle de la prévision de décembre. Le renchérissement annuel moyen qui est attendu pour 2007 est de 1,1%, avec un Libor à trois mois inchangé à 1,25%. Cependant, même si le Libor est maintenu à 1,25%, la prévision de mars indique des tensions inflationnistes accrues, qui conduiront, au milieu de 2008, à une sortie de la zone assimilée à la stabilité des prix. Si la reprise de la conjoncture se poursuit comme prévu, la BNS adaptera encore graduellement le cap de sa politique.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

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

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de décembre 2005 à février 2006, sont résumés ci-après.

Aperçu

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés, durant les mois de décembre 2005 à février 2006, avec quelque 180 entreprises de divers secteurs et branches économiques ont de nouveau donné une image favorable de la conjoncture. Par rapport à ce qui ressortait des entretiens de la période précédente, il semble que la reprise ait gagné en vigueur et en assise. Les interlocuteurs – qu'ils représentent l'industrie d'exportation ou des entreprises axées sur le marché intérieur – ont estimé que l'exercice 2005 avait été bon, voire excellent. De même, le début de l'année 2006 leur a paru prometteur. Pour la première fois depuis longtemps, les représentants du commerce de détail ont eux aussi retrouvé une certaine confiance.

Toutes les branches sont optimistes pour 2006. Du fait de la bonne utilisation des capacités de production et d'une situation bénéficiaire satisfaisante, les investissements d'extension comme l'augmentation de l'effectif du personnel sont redevenus d'actualité. L'envolée des prix des matières premières et de l'énergie a pesé sur l'évolution de certaines entreprises. Il semble toutefois que les entreprises soient de plus en plus en mesure de répercuter, du moins en partie, la hausse des coûts de production sur leur clientèle.

1 Production

Industrie

Dans l'ensemble, les interlocuteurs appartenant à l'industrie ont constaté, au tournant de l'année 2005/2006, la vigueur des entrées de commandes, qui devrait garantir un bon niveau des carnets de commandes sur la majeure partie de l'année. Bien que la production ait été d'une grande vitalité en beaucoup d'endroits, il est également arrivé que des stocks tombent au plus bas et que des délais de livraison s'allongent. L'Asie (Chine), l'Europe centrale et orientale ainsi que les Etats-Unis sont restés des marchés particulièrement dynamiques. Dans le reste de l'Europe, les affaires semblent entre-temps se ranimer aussi. Plusieurs interlocuteurs ont notamment enregistré une progression de la demande en provenance d'Allemagne.

Outre les domaines qui ont le vent en poupe depuis un moment déjà – l'industrie chimique et pharmaceutique, la technologie médicale, l'horlogerie et la métallurgie –, une grande partie des branches a affiché des résultats bons, voire excellents. La demande dans le secteur des techniques énergétiques s'est notamment développée de façon positive, reflétant le renforcement, constaté au niveau international, de la propension à investir dans ce domaine. Cette évolution a également bénéficié aux fournisseurs et aux sous-traitants. Ceux-ci profitent en effet d'activités que les entreprises prenaient auparavant elles-mêmes en charge du fait de la faiblesse des carnets de commandes.

Services

La situation dans le commerce de détail semble s'améliorer lentement. Même si un véritable retournement de tendance n'est pas encore évoqué, les interlocuteurs sont de plus en plus nombreux à signaler une évolution favorable des chiffres d'affaires et de la propension à acheter. En général, les affaires pendant la période de Noël ont été qualifiées d'étonnamment bonnes. Les ventes de produits de luxe et de produits bon marché ont continué à se développer de façon satisfaisante, voire excellente, alors que les difficultés ont persisté dans le segment des prix intermédiaires.

Les représentants des stations de sports d'hiver ont qualifié la saison de très satisfaisante. Non seulement les taux d'occupation ont été très élevés grâce aux conditions météorologiques et à l'enneigement remarquables, mais, en plus, les hôtes ont à nouveau montré moins de réticence à ouvrir leurs portefeuilles. Les réservations d'hôtes allemands, en hausse, ont également été mentionnées comme un élément positif. Les interlocuteurs issus de la restauration et de l'hôtellerie urbaine ont souligné que les particuliers comme les entreprises avaient montré une plus forte propension à dépenser. Plusieurs d'entre eux ont évoqué un revirement de tendance.

La majorité des entretiens menés avec les représentants d'autres branches des services ont donné une image également satisfaisante, voire bonne, de la situation. Ainsi, dans le domaine du trafic aérien, une nette augmentation des fréquences a été constatée par rapport à l'année précédente. Les interlocuteurs des sociétés actives dans le domaine des conseils aux entreprises ont observé aussi bien une croissance de la demande dans leur secteur qu'une sensible amélioration de la situation financière de leurs clients. Les fournisseurs de services informatiques se sont exprimés dans le même sens.

Dans le secteur bancaire, les interlocuteurs ont tiré un bilan positif de l'année 2005 et se sont toujours exprimés avec optimisme sur la marche des affaires. Contrairement aux opérations hypothécaires et de négoce, les crédits aux entreprises sont restés modérés jusqu'à récemment. Grâce à l'amélioration de la situation financière, des crédits ont été remboursés. Certaines entreprises ont également financé leurs projets d'investissement par leurs propres fonds. En même temps, les signes d'un recours plus fréquent aux limites de crédit ont été observés. Les représentants des assurances ont signalé la persistance de la pression visant à accroître la productivité et comptent, cette année également, avec des réductions de personnel.

Construction

Dans la construction, la conjoncture s'est maintenue à un haut niveau grâce au dynamisme du segment des logements. Tant les représentants du secteur principal de la construction que ceux du domaine de la finition se sont par conséquent montrés satisfaits. Les solides réserves de travail garantissent un bon taux d'utilisation ces prochains mois. La construction de logements est restée le segment le plus important, et de loin. Certains interlocuteurs ont également constaté une légère amélioration dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services et dans la construction publique. Ils espèrent que davantage d'impulsions découleront de ces branches lorsque sera passé le boom que connaît actuellement la construction de logements. Les pressions à la baisse exercées sur les prix et l'étroitesse des marges bénéficiaires sont certes restées un sujet de préoccupation, mais, vu la bonne tenue des entrées de commandes, le problème paraît moins épineux. Localement, des hausses massives des prix du terrain ont été évoquées.

2 Marché du travail

L'évolution de la situation donne à penser que la demande de main-d'œuvre se raffermirait lentement. Si, il y a encore peu, la question des embauches était à peine abordée, il semble que, maintenant, elle soit de plus en plus souvent envisagée. Plusieurs interlocuteurs ont prévu de renforcer leurs effectifs cette année. De tels projets sont à signaler essentiellement dans l'industrie. A l'inverse, la tendance à réduire le personnel se maintient dans certaines branches importantes du secteur des services, notamment dans le commerce de détail. Comme auparavant, il est parfois difficile de trouver sur le marché intérieur du personnel qualifié. Grâce à la libre circulation des personnes entre l'UE et la Suisse, le problème est toutefois moins aigu.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

L'augmentation parfois conséquente des coûts dans les domaines de l'énergie, des matières premières (aluminium, plastiques) et du transport et la branche des primes d'assurance-accidents ont suscité des inquiétudes. En revanche, aucune plainte ne s'est élevée au sujet de l'évolution des salaires, qui a été jugée appropriée. A part dans la construction et le commerce de détail, la situation bénéficiaire a été estimée globalement bonne, voire très bonne. Contrairement aux années précédentes, un certain nombre d'entreprises ont pu augmenter leurs prix de vente et ainsi reporter sur les clients leurs hausses de coûts, ou du moins une partie de celles-ci, non seulement dans le domaine des exportations, mais aussi dans les entreprises axées sur le marché intérieur. Les cas dans lesquels une augmentation des prix de vente a permis de grossir les marges restent toutefois exceptionnels. Les interlocuteurs issus de branches soumises à une forte concurrence venant de l'étranger ont de nouveau souligné la forte pression à la baisse exercée sur les prix de vente. Sur les marchés des changes, notamment pour ce qui est de la relation entre le franc et l'euro, la situation n'a posé aucun problème. Le niveau actuel du cours du dollar est considéré comme acceptable.

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

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

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

On the Inadequacy of Newswire Reports for Empirical Research on Foreign Exchange Interventions

Andreas M. Fischer
Working Paper 2005-2

Les rapports des agences de presse sont une source fréquemment utilisée pour rédiger des études concernant les interventions de banques centrales sur le marché des changes. A cet égard, le «timbre du temps» («time stamp»), c'est-à-dire le moment auquel une de ces agences fait part d'une intervention sur le marché des changes, joue un rôle clé. Si des indications officielles sur le moment effectif de l'intervention font défaut, on suppose généralement que ce dernier correspond au moment où les agences publient leur rapport. En effet, dans les analyses empiriques qui traitent des asymétries d'information sur les marchés des changes, on pose souvent l'hypothèse de faibles retards, c'est-à-dire que les rapports sont publiés quelques minutes seulement après l'intervention de la banque centrale. Cette supposition implique que les archives électroniques d'agences d'information atteignent un haut degré de précision. Toutefois, personne n'a examiné si c'était vraiment le cas.

Prenant comme exemple les interventions sur le marché des changes que la Banque nationale suisse (BNS) a effectuées de 1989 à sa dernière opération en 1995, cette étude examine dans quelle mesure les nouvelles d'agences peuvent être utilisées pour la datation précise des interventions officielles. Cette étude démontre que – contrairement à ce que les études empiriques prétendent – il ne s'écoule pas seulement quelques minutes, mais parfois des heures entre le moment de la transaction et l'annonce correspondante de l'agence. Ce résultat incite à se demander si les nouvelles d'agences sont appropriées à l'examen d'interventions sur le marché des changes. Se souvenant que la BNS a mené une politique d'interventions relativement transparente, on doit estimer que le décalage dans le temps pourrait avoir été encore plus grand dans des pays dont les communications sont moins claires. Toutefois, il faut partir de l'idée que, grâce aux progrès réalisés dans la technologie des télécommunications, le temps qui s'écoule entre une intervention de banque centrale sur le marché des changes et le rapport correspondant des médias s'est réduit ces dernières années.

Measuring Income Elasticity for Swiss Money Demand: What do the Cantons say about Financial Innovation?

Andreas M. Fischer
Working Paper 2006-1

Des études récentes sur la demande de monnaie basées sur des séries chronologiques prouvent que l'élasticité-revenu dépasse un. Ces résultats s'écartent toutefois de la théorie de la demande de monnaie – par motif de transaction – élaborée par Tobin, qui table sur une élasticité de 0,5. La présente étude analyse cet écart à l'aide de données suisses. A cette fin, l'élasticité-revenu de la demande de monnaie est estimée non pas sur la base de séries chronologiques, mais à partir de données transversales de divers cantons. Comme les études utilisant des séries chronologiques démontrent aussi une instabilité des résultats des régressions – ce que l'on a prétendu expliquer par l'effet d'innovations financières, l'exposé examine également si les innovations financières dans les cantons influent de manières différentes sur les élasticités cantonales par rapport au revenu.

Les principaux résultats de cette étude sont les suivants. Premièrement, il ressort des régressions calculées à partir de données transversales, contrairement à l'analyse de données chronologiques, une stabilité frappante de la demande de monnaie dans le temps et entre les cantons. De plus, les résultats indiquent une élasticité-revenu de 0,4 à 0,6 et sont donc proches de la théorie de la demande de monnaie de Tobin. Deuxièmement, les innovations financières mesurées par différentes variables de substitution ne semblent pas avoir exercé d'effets marqués sur l'élasticité-revenu. Ce résultat s'écarte aussi de celui effectué grâce aux séries chronologiques. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, les résultats aboutissent aux conclusions suivantes. La première concerne le choix d'une croissance adéquate de la masse monétaire. Si, par exemple, le PIB augmentait de 2% par habitant, une surestimation de 0,5 ou de 1,0 de l'élasticité-revenu engendrerait un taux d'inflation dépassant l'inflation visée de 100 à 200 points de base. Les études basées sur des données transversales aux Etats-Unis ainsi qu'au Japon aboutissent certes à une élasticité-revenu légèrement supérieure, qui reste cependant inférieure à celle des études fondées sur des données chronologiques. Généralement, les effets d'un excédent de monnaie sur l'inflation sont d'autant plus importants que l'élasticité-revenu de la demande de monnaie est faible. Les estimations basées sur des séries chronologiques aboutissent donc à une plus grande croissance de la masse monétaire exempte d'inflation. Un autre résultat important pour la politique monétaire est la stabilité des estimations d'élasticité-revenu, stabilité confirmant la bonne qualité que possède la monnaie comme indicateur pour la politique monétaire suisse.

Realized Bond-Stock Correlation: Macroeconomic Announcement Effects

Charlotte Christiansen et Angelo Ranaldo
Working Paper 2006-2

De récentes études dans le domaine de la microstructure des marchés recourent à des données à haute fréquence, c'est-à-dire à des variations à très court terme, afin de mesurer avec précision la corrélation entre les rendements et la volatilité des rendements, appelée corrélation ou volatilité réalisée. Cette étude recourt à des données à haute fréquence pour examiner les effets de la publication de données macroéconomiques sur les volatilités et corrélations réalisées entre les rendements des obligations et des actions aux Etats-Unis de 1988 à 2003. L'examen des variations communes de diverses catégories de patrimoines est important pour différentes raisons. Premièrement, la corrélation entre diverses formes de placements est une donnée clé de l'allocation du patrimoine. Deuxièmement, la mesure de la corrélation joue un rôle primordial dans la gestion et la couverture du risque. Troisièmement, les échantillons de corrélations fournissent des informations importantes sur les facteurs décisifs dans l'évaluation des actions et des obligations, que ce soit en réponse aux variations de l'activité économique ou en réaction aux annonces macroéconomiques importantes. Quatrièmement, le degré de réaction de l'évaluation patrimoniale à l'inflation, à l'évolution des taux d'intérêt réels et à d'autres facteurs propres au patrimoine dans le temps et entre les cycles conjoncturels est important lors de prises de décision de politique monétaire. Cette étude se concentre sur les deux derniers de ces aspects.

L'étude démontre que la volatilité réalisée des obligations après la publication d'une nouvelle macroéconomique est généralement supérieure à celle des actions. Cet effet est le plus vigoureux durant la récession. Par ailleurs, il ressort de l'étude que de telles publications exercent aussi leurs effets sur la corrélation entre les obligations et les actions. La corrélation réalisée entre les obligations et les actions est moins influencée par l'élément surprenant d'une nouvelle que par l'annonce en tant que telle. En outre, l'étude démontre que cette corrélation diffère d'une phase conjoncturelle à l'autre: elle se raffermie en période d'expansion et s'affaiblit en phase de récession. La raison du raffermissement lors de l'expansion s'explique par le fait qu'une nouvelle conjoncturelle étonnamment bonne – le chiffre d'affaires du commerce de détail étant par exemple meilleur que prévu – provoque une baisse du cours aussi bien des actions que des obligations. En effet, une bonne nouvelle en phase d'expansion peut être considérée comme le signe que des poussées inflationnistes prennent corps, ce qui fait craindre un relèvement des taux directeurs. L'inverse se produit en phase de récession. Une information positive pourrait être considérée comme le signe de la reprise économique et laisser entrevoir une augmentation des bénéfices, ce qui ne se répercute que sur le cours des actions. Ainsi, alors que les cours des actions et des obligations varient dans la même direction en phase d'expansion du fait de la crainte d'un relèvement imminent des taux d'intérêt, l'anticipation de nouveaux bénéfices détermine le mouvement des actions en phase de récession. Finalement, l'étude démontre également que, aux environs de 1997, le signe précédant la corrélation réalisée entre les obligations et les actions aux Etats-Unis est passé de positif à négatif.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 16 mars 2006, lors de son examen de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a ainsi portée à 0,75%–1,75%. Elle a annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8,
case postale, CH-8022 Zurich. Fax: +41 44 631 81 14;
e-mail: library@snb.ch. Les changements d'adresse sont eux
aussi à annoncer à la Bibliothèque.
Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît
en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande
(ISSN 1423-3789).

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques écono-
miques: fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)

Internet

<http://www.snb.ch>

