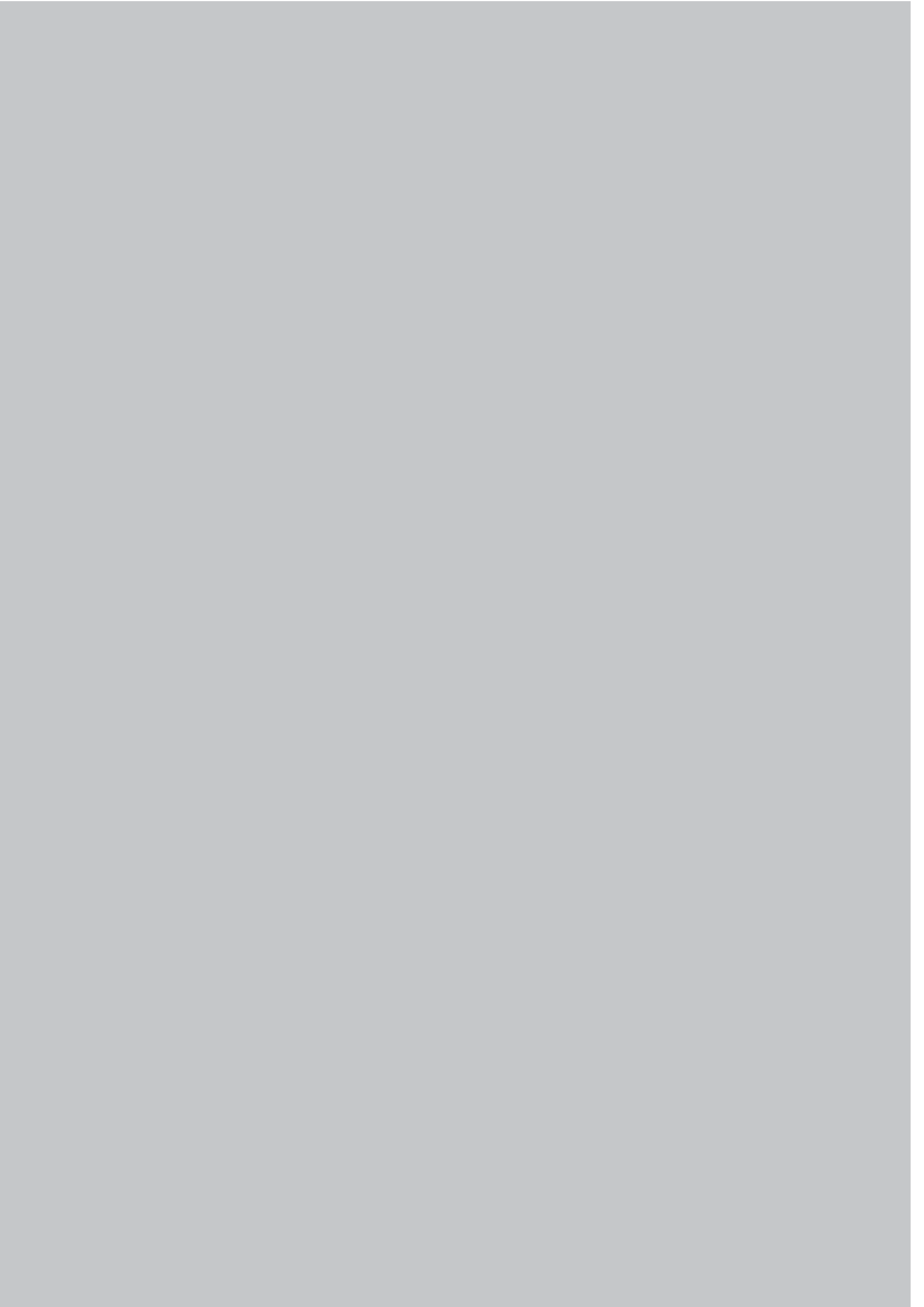


SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIONALE SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bulletin trimestriel



Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2007

25^e année

Contenu

4	Sommaire
6	Rapport sur la politique monétaire
40	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
44	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hansueli Raggenbass
50	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Jean-Pierre Roth
56	Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés
62	Chronique monétaire

Sommaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Les premiers mois de 2007 se sont caractérisés par la bonne tenue de l'économie mondiale. Alors que la plupart des pays ont toujours bénéficié d'une croissance économique robuste, les Etats-Unis ont enregistré un nouveau tassement de la conjoncture. Les perspectives sont toutefois restées favorables du fait de l'essor autoalimenté de la conjoncture en Europe et en Asie. La politique menée par d'importantes banques centrales reflétait la volonté de maintenir l'inflation dans la marge assignée. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a maintenu le cours légèrement restrictif de sa politique monétaire, tandis que la Banque centrale européenne a une nouvelle fois durci le sien.

En Suisse également, l'essor de la conjoncture s'est poursuivi et la reprise a continué à reposer sur une large assise. Après avoir connu une progression modérée au deuxième semestre de 2006, le PIB réel a marqué une forte expansion au premier trimestre de 2007, due essentiellement à la consommation privée et aux exportations. La bonne conjoncture s'est également reflétée sur le marché du travail. L'emploi a augmenté de nouveau et le chômage a reculé.

En juin, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 2%–3%. 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. Par sa décision de relever la marge de fluctuation du Libor de 25 points de base, la Banque nationale veille à ce que les perspectives d'inflation restent favorables.

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

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mars et mai avec quelque 160 représentants de diverses branches et secteurs ont donné une image sereine de la conjoncture. De nombreux interlocuteurs ont estimé que leurs attentes avaient été dépassées au cours des premiers mois de l'année. Aucun n'a évoqué de tendance au ralentissement de la marche des affaires; il a plutôt à plusieurs reprises été question d'une accélération. Parmi les préoccupations principales figurent toujours les fortes majorations de prix et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits en amont ainsi que les capacités, qui commencent à manquer de plus en plus souvent.

Assemblée générale des actionnaires

(p. 44)

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la BNS, a placé la relation entre la Banque nationale et ses actionnaires au centre de la 99^e Assemblée générale qui s'est tenue le 27 avril 2007. La création de la BNS en tant que banque par actions fondée sur une loi spéciale et obéissant à une règle simple de répartition des bénéfices entre les cantons et la Confédération était à l'époque le compromis susceptible de réunir une majorité. Monsieur Raggenbass a tout d'abord évoqué les principales caractéristiques de la Banque en tant que société par actions, puis il s'est consacré à l'évolution de l'actionnariat. Il a conclu son exposé en passant en revue les grandes questions qui ont occupé les actionnaires de la BNS ces cent dernières années, par exemple leurs droits, sensiblement moins étendus que dans une société privée, les débats avec les partisans de la monnaie franche, les controverses liées à la distribution extraordinaire de bénéfices à la Confédération et les ventes d'or.

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale, s'est exprimé sur 2006, année de forte croissance économique, de hausse de l'emploi et de baisse du chômage. Il a mentionné tout particulièrement les bons résultats qu'ont enregistrés les exportations ces dernières années et qu'elles doivent à la réussite de leur adaptation à la nouvelle donne mondiale. Le contexte économique étant favorable, la BNS a poursuivi en 2006 la normalisation de ses taux d'intérêt afin de garantir, à moyen terme, la stabilité des prix. Si l'environnement est aujourd'hui avantageux, tel n'a pas toujours été le cas. Dans la deuxième partie de son exposé, Monsieur Roth a rappelé un certain nombre de situations difficiles auxquelles la BNS a été confrontée au cours de ses cent ans d'existence: mentionnons la Première Guerre mondiale, la crise des années trente et la dévaluation du franc suisse, la Deuxième Guerre mondiale et enfin le passage aux changes flottants, la réorientation la plus importante opérée en matière de politique monétaire ces cent dernières années.

Swiss National Bank Working Papers

(p. 56)

Résumés de quatre articles: Jürg M. Blum, Why «Basel II» may need a leverage ratio restriction, *Working Paper 2007-4*; Samuel Reynard, Maintaining low inflation: money, interest rates, and policy stance, *Working Paper 2007-5*; Rina Rosenblatt-Wisch, Loss aversion in aggregate macroeconomic time series, *Working Paper 2007-6*; Martin Brown, Maria Rueda Maurer, Tamara Pak et Nurlanbek Tynaev, Banking sector reform and interest rates in transition economies: bank-level evidence from Kyrgyzstan, *Working Paper 2007-7*.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse
pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2007

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations
disponibles avant la mi-juin 2007.

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
24	2.4 Prix des biens
27	3 Evolution monétaire
27	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions, prix de l'immobilier et prix des matières premières
33	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
36	4 Prévision d'inflation de la BNS
36	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
38	4.2 Prévision d'inflation du 2 ^e trimestre de 2007 au 1 ^{er} trimestre de 2010
23	Une main-d'œuvre étrangère en mutation
37	La prévision d'inflation, 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 Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est en outre tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il explique comment la Banque nationale procède à l'appréciation de la situation économique et monétaire et tire les conclusions pour sa politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en juin 2007. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-juin 2007.

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

Aperçu

Les premiers mois de 2007 se sont caractérisés par la bonne tenue de l'économie mondiale. Alors que la plupart des pays ont continué à bénéficier d'une croissance économique robuste, les Etats-Unis ont enregistré un nouveau tassement de la conjoncture. Les perspectives sont toutefois restées bonnes du fait de l'essor autoalimenté de la conjoncture en Europe et en Asie. Néanmoins, le risque d'inflation a augmenté en raison des capacités de production fortement utilisées dans toutes les régions du monde. Aussi la politique menée par d'importantes banques centrales a-t-elle reflété la volonté de maintenir l'inflation dans les marges prévues. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a maintenu le cours légèrement restrictif de sa politique monétaire bien que la croissance économique montre des signes de faiblesse; la Banque centrale européenne a par contre une nouvelle fois durci sa politique monétaire.

La Banque nationale a adapté à la nouvelle donne le scénario de la conjoncture mondiale sur lequel repose sa prévision d'inflation. Vu la récente augmentation du prix du pétrole, elle s'attend à un renchérissement des prix à la consommation. En ce qui concerne la prévision relative au PIB, elle l'a revue légèrement à la baisse pour les Etats-Unis et quelque peu à la hausse pour l'Europe. A moyen terme, elle table sur une croissance robuste dans les deux zones économiques.

En Suisse, la croissance économique, qui repose sur une large assise, s'est poursuivie au premier semestre de 2007. Après avoir connu une progression modérée au deuxième semestre de 2006, le PIB réel a marqué une forte expansion au premier trimestre de 2007, due essentiellement à la consommation privée et aux exportations. L'emploi a progressé et le taux de chômage a reculé. Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mars et mai 2007 avec les représentants de diverses branches ont donné une image sereine de la conjoncture. Parmi les préoccupations principales figurent les importantes majorations de prix et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits en amont ainsi que les capacités qui commencent à manquer de plus en plus souvent.

La Banque nationale a revu à la hausse sa prévision relative au PIB; pour 2007, elle table ainsi sur une croissance du PIB réel d'environ 2,5%. Ce

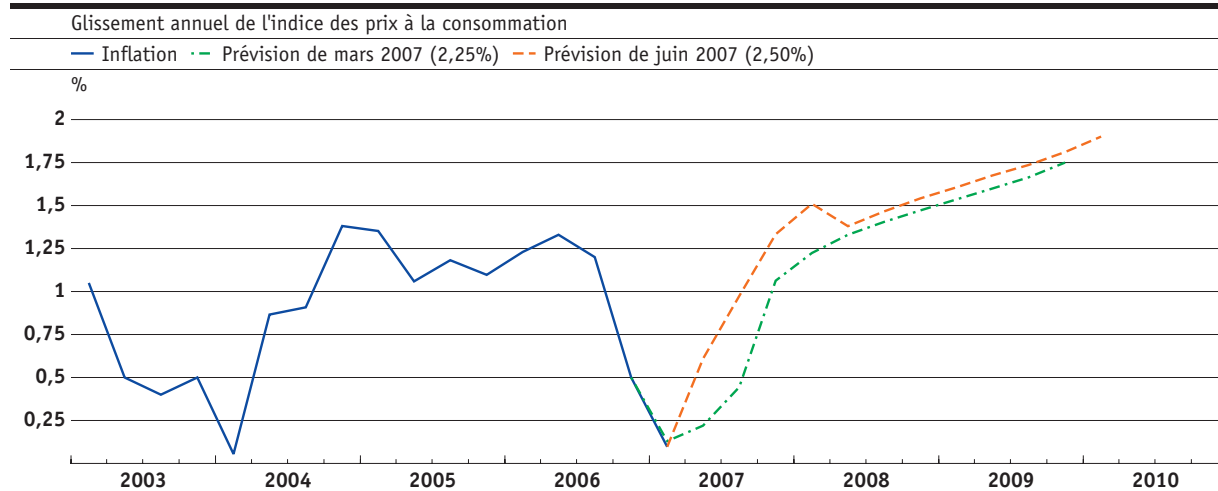
taux reste légèrement supérieur au potentiel estimé. Il se reflète dans une forte utilisation des capacités de production et une baisse du chômage. Selon la prévision, la demande est essentiellement stimulée par la consommation privée, qui devrait profiter de l'évolution favorable des revenus et de l'emploi. Les investissements en constructions se consolident à un niveau élevé, tandis que ceux en biens d'équipement sont censés augmenter. Compte tenu de la bonne situation internationale, les exportations demeurent un soutien significatif de la conjoncture, mais leur croissance restera probablement inférieure à celle de l'année précédente.

En juin, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 2%–3%. 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.

Selon la prévision d'inflation établie en juin, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 2,5% ces trois prochaines années, les perspectives concernant le renchérissement se sont détériorées par rapport à la situation observée en mars. Cette évolution s'explique par le renchérissement du pétrole, le dynamisme de la conjoncture plus important que prévu et l'affaiblissement continu du franc, qui neutralise les effets escomptés du durcissement de la politique monétaire.

Par sa décision de relever la marge de fluctuation du Libor de 25 points de base, la Banque nationale veille à ce que les perspectives d'inflation restent favorables. L'appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'incertitudes considérables. D'une part, les adaptations structurelles au sein de l'économie continuent à exercer des pressions à la baisse sur les prix; d'autre part, les coûts de production plus élevés découlant de la forte utilisation des capacités de production et de l'évolution des cours de change risquent d'être répercutés sur les prix dans une mesure de plus en plus forte. Si le dynamisme de la conjoncture demeure inchangé ou si l'évolution du franc assouplit davantage les conditions monétaires, il est probable que la Banque nationale procède à d'autres relèvements de la marge de fluctuation du Libor ces prochains mois.

Prévisions d'inflation de mars 2007, avec Libor à 2,25%, et de juin 2007, avec Libor à 2,50%



Prévision d'inflation de juin 2007 avec Libor à 2,50%

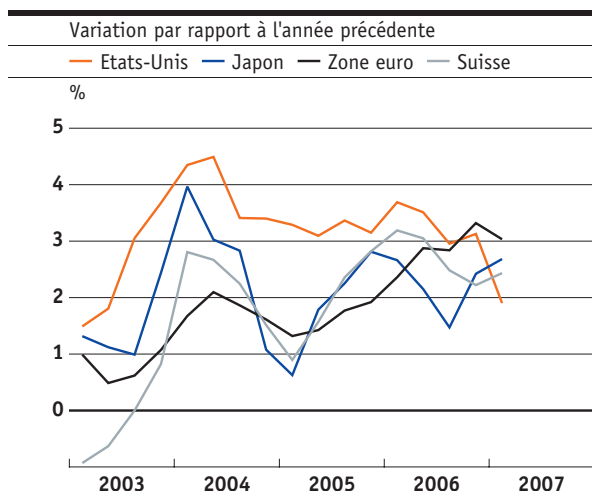
	2007	2008	2009
Inflation annuelle moyenne en %	0,8	1,5	1,7

1 Environnement international

Les premiers mois de 2007 se sont caractérisés par la bonne tenue de l'économie mondiale. Alors que la plupart des pays ont continué à bénéficier d'une croissance économique robuste, les Etats-Unis ont enregistré un nouveau tassement de la conjoncture. Les perspectives sont toutefois restées favorables du fait de l'essor autoalimenté de la conjoncture en Europe et en Asie.

La confiance qu'inspire la conjoncture européenne de même que la conjoncture asiatique se reflète dans les prévisions consensuelles relatives au PIB établies pour la zone euro et pour le Japon, ces prévisions ayant marqué une hausse entre février et mai (voir tableau 1.1). Néanmoins, des risques existent également en ce qui concerne la conjoncture mondiale. Le risque d'inflation, par exemple, augmente en raison de la forte utilisation des capacités de production dans toutes les régions du monde, notamment aussi en cas de hausse continue du prix du pétrole. Le risque de brusques adaptations des prix provient quant à lui des rares pays dont les marchés immobilier et financier sont surchauffés ou dont la balance des transactions courantes est en déséquilibre permanent.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



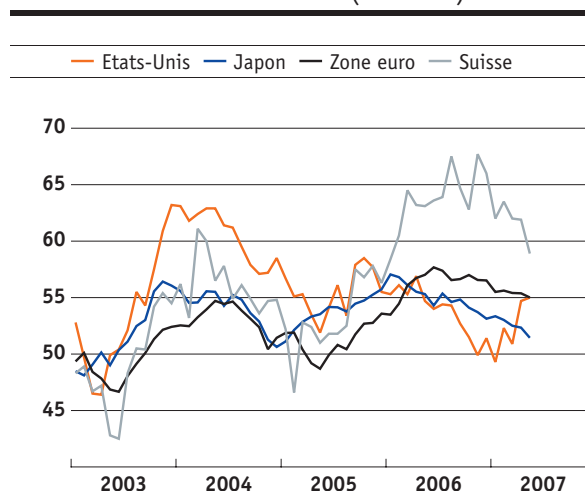
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Datastream

Faible croissance de l'économie aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le PIB réel n'a progressé que de 0,6% du quatrième trimestre de 2006 au premier trimestre de 2007; les trois trimestres précédents déjà, il n'avait affiché qu'une croissance modérée. Le tassement de la conjoncture a notamment découlé du processus de consolidation qui est toujours en cours sur le marché de l'immobilier et qui a été accompagné d'un fort recul des investissements dans la construction de logements. En outre, les stocks et les exportations ont également diminué. La consommation privée, en revanche, s'est caractérisée une nouvelle fois par une forte expansion.

La probabilité que la conjoncture se redresse progressivement aux Etats-Unis est toutefois grande. Ainsi, les signes annonçant une accélération dans l'industrie se sont multipliés en avril. Compte tenu de la conjoncture robuste au niveau mondial, les perspectives d'une reprise des exportations sont également bonnes. De plus, la progression de l'emploi continue à soutenir la consommation privée. Par contre, le processus de stabilisation en cours sur le marché du logement risque de se prolonger, le nombre de nouveaux permis de construire n'ayant cessé de diminuer dans une forte mesure jusqu'à récemment. Les prix de l'essence, en nette augmentation, entravent également la consommation privée. La hausse des coûts en rapport avec les matières premières et les salaires freine en outre la croissance des bénéfices et, tendanciellement, les investissements. Dans ces circonstances, les prévisions consensuelles relatives au PIB de 2007 ont reculé, passant de 2,8% en février à 2,1% en mai.

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

Bonne conjoncture dans la zone euro ...

Dans la zone euro également, la croissance réelle du PIB s'est tassée au premier trimestre où elle s'est inscrite à 2,4%, alors qu'elle avait atteint 3,5% le trimestre précédent. La croissance a été soutenue en premier lieu par les investissements. La consommation privée a par contre fléchi du quatrième trimestre de 2006 au premier trimestre de 2007; ce recul est la conséquence de la hausse de la TVA en Allemagne.

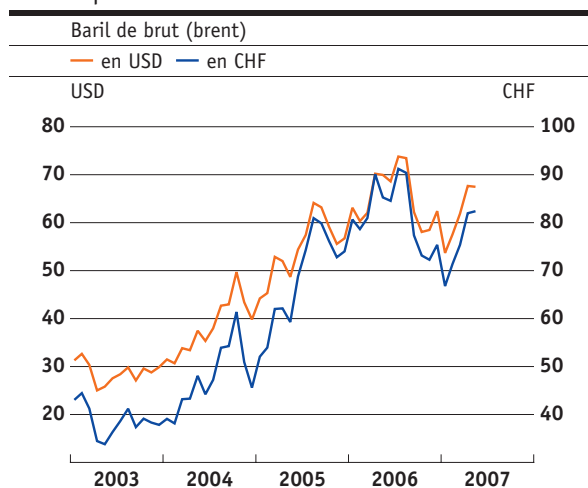
Faisant contreponds à ce ralentissement, plusieurs facteurs positifs sont susceptibles de revigorer la conjoncture européenne. Parmi ces facteurs figure l'amélioration continue du climat de consommation, qui bénéficie de la baisse du chômage. Cette évolution, associée aux revenus des ménages en hausse, devrait continuer à soutenir la consommation privée ces prochains trimestres. Du fait de l'utilisation importante des capacités de production et de la bonne situation bénéficiaire des entreprises, il est probable que les investissements se maintiennent à un niveau élevé. Par contre, l'euro fort, le prix du pétrole plus élevé et le resserrement des rênes monétaires par la Banque centrale européenne ont tendance à freiner la conjoncture. Ainsi, dans certains pays, il a semblé de plus en plus évident que la construction avait atteint son point culminant. Pourtant, les prévisions consensuelles portant sur la croissance du PIB en 2007 ont évolué à la hausse, passant de 2,1% en février à 2,5% en mai.

... et en Asie

Au Japon, la croissance réelle du PIB s'est établie à 2,4% au premier trimestre; ce niveau correspond à la moitié du taux qu'elle avait atteint le trimestre précédent. Après avoir affiché une nette progression en 2006, les investissements ont perdu de leur dynamisme. La consommation privée et les exportations, en revanche, ont largement soutenu la croissance. L'économie japonaise devrait poursuivre son expansion vigoureuse ces prochains trimestres étant donné la conjoncture florissante en Asie orientale, le repli du yen et les salaires qui recommencent à augmenter. Aussi les prévisions consensuelles relatives à la croissance du PIB en 2007 ont-elles passé de 1,9% en février à 2,2% en mai.

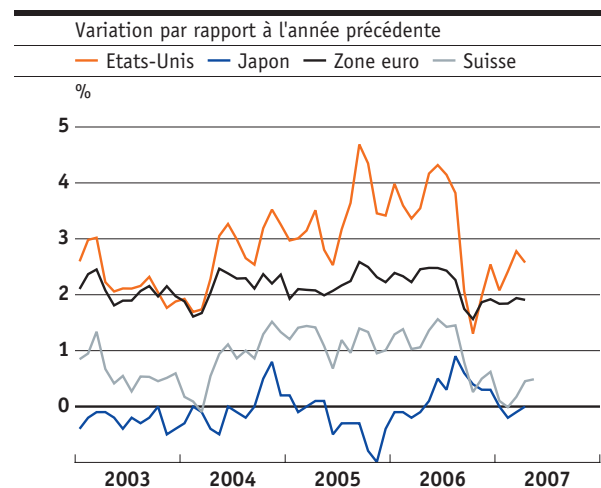
En Chine, la phase de forte expansion économique s'est poursuivie. Au premier trimestre, le PIB réel dépassait de 11,1% son niveau du trimestre correspondant de l'année précédente; il a donc augmenté de plus de 10% pour le cinquième trimestre consécutif. L'approvisionnement abondant en liquidités a de nouveau favorisé les investissements des entreprises, qui s'étaient quelque peu tassés au second semestre de 2006. Les exportations ont fait un bond en avant en dépit de la légère appréciation de la monnaie chinoise. Les prévisions consensuelles établies en mai portaient de l'hypothèse que la croissance du PIB en 2007 s'inscrirait à 10%.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



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

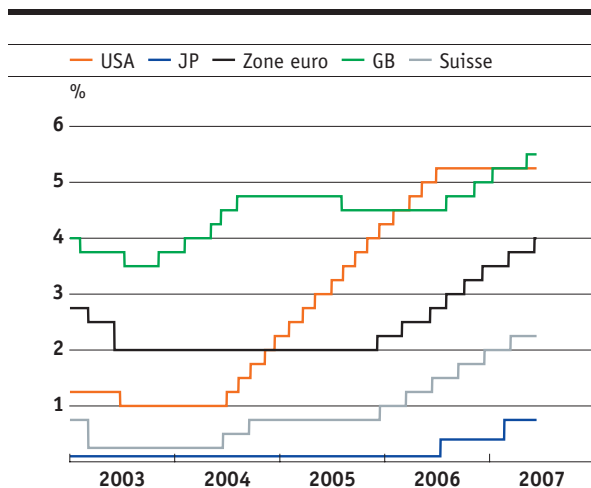
Inflation sous-jacente en baisse aux Etats-Unis et en hausse en Europe

Le taux d'inflation annuel, mesuré aux prix à la consommation, a évolué différemment d'un grand pays industrialisé à l'autre. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel s'est accru de 0,5 point entre janvier et avril pour atteindre 2,6%; cette hausse est due à l'augmentation des prix de l'essence et des denrées alimentaires. L'inflation sous-jacente, en revanche, qui exclut les prix du pétrole et des denrées alimentaires, a reculé de 0,3 point, s'inscrivant à 2,4%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel global s'est établi à 1,9% en avril et dépassait ainsi de 0,1 point son niveau de janvier. L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des denrées alimentaires, de l'alcool, du tabac ni de l'énergie, a marqué une progression un peu plus forte que le renchérissement annuel global entre janvier et avril et a elle aussi atteint 1,9%. Cette hausse s'explique notamment par les prix plus élevés des services, qui résultent du relèvement de la TVA en Allemagne. Au Japon, les prix à la consommation enregistrés entre janvier et avril n'ont pas varié d'une année à l'autre. L'inflation sous-jacente, dans laquelle les denrées alimentaires et l'énergie ne sont pas pris en considération, est quant à elle demeurée négative, s'inscrivant à -0,2%.

Vigilance des banques centrales

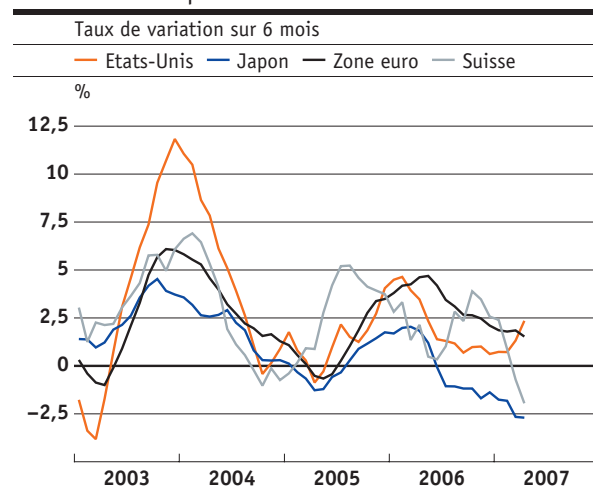
La politique menée par d'importantes banques centrales a reflété la volonté de maintenir l'inflation dans les marges prévues. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale n'a pas changé le cours de sa politique monétaire, qui reste donc légèrement restrictive, bien que la croissance économique montre des signes de faiblesse. Elle a maintenu le taux de l'argent au jour le jour à 5,25%. La Banque centrale européenne a par contre continué à resserrer les rênes monétaires et a relevé le taux des opérations principales de refinancement de 0,25 point, le portant à 4% au début du mois de juin. Elle a justifié sa décision par le risque d'inflation persistant qui découlait de l'évolution monétaire aussi bien que de l'évolution de l'économie réelle. La Banque centrale chinoise a elle aussi durci sa politique monétaire en recourant à différents instruments. L'un d'entre eux a par exemple consisté dans l'augmentation graduelle du taux des réserves minimales, qui a passé de 10% en février à 11,5% en juin. La banque centrale du Japon n'a pas changé son taux de l'argent au jour le jour, qui reste donc à 0,5% après avoir été majoré de 0,25 point en février dernier.

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	Février		Mai		Février		Mai	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Etats-Unis	2,7	3,0	2,1	2,8	1,7	2,3	2,4	2,3
Japon	1,9	2,3	2,2	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5
Zone euro	2,1	2,1	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9
Allemagne	1,7	2,0	2,4	2,3	1,9	1,5	1,8	1,5
France	1,9	1,9	2,1	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6
Italie	1,3	1,5	1,8	1,6	1,9	2,0	1,8	1,9
Royaume-Uni	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,0	2,3	1,9
Suisse	2,0	1,9	2,2	2,0	0,6	1,0	0,5	1,1

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

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

Source: prévisions consensuelles de février et de mai 2007. Ces prévisions reposent sur une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; l'enquête porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix et d'autres variables économiques. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Forte croissance du PIB

Au premier trimestre de 2007, la croissance économique suisse s'est accélérée. Selon les estimations du SECO, le PIB réel a augmenté de 3,2% par rapport au quatrième trimestre de 2006 et de 2,4% en comparaison annuelle. Tandis que la consommation privée continuait sa forte progression, les investissements – constructions et biens d'équipement – marquaient un léger recul. La croissance des exportations a également perdu de sa vigueur. Les importations n'ayant toutefois augmenté que faiblement après leur hausse massive du quatrième trimestre, le commerce extérieur a dans son ensemble contribué à la croissance dans une mesure significative.

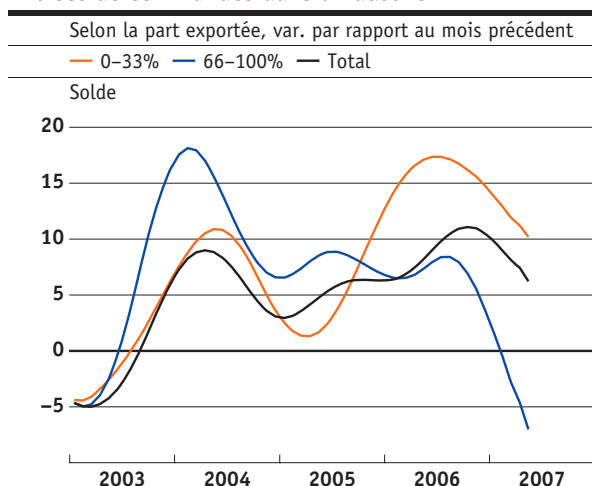
La répartition par branches montre que les principales impulsions sont venues des banques, des secteurs des transports et des communications et du commerce. La restauration et l'hébergement, les assurances et l'industrie ont par contre apporté une contribution légèrement négative.

Maintien de la bonne conjoncture industrielle

Malgré une création de valeur légèrement moindre selon les estimations trimestrielles, le secteur de l'industrie a conservé son excellente forme. Les entrées de commandes comme la production ont augmenté au premier trimestre, même si le rythme d'expansion a marqué un certain ralentissement. La quantité d'ordres en réserve s'est maintenue à un niveau très élevé. Les données de l'Office fédéral de la statistique (OFS) en la matière montrent que la production dans l'industrie manufacturière a progressé de 7,9% au premier trimestre, soit de 8,4% en comparaison annuelle.

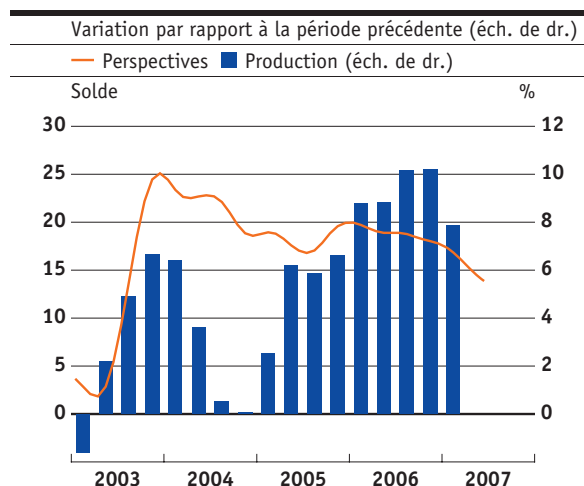
Les entrées de commandes ont encore perdu de leur vigueur au deuxième trimestre et les entreprises consultées se sont montrées plus réservées qu'en début d'année quant aux perspectives à court terme. Cette évolution a surtout été observée dans les branches exportatrices, plus particulièrement les domaines de la chimie et de la pharmacie.

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: OFS et KOF

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2003	2004	2005	2006	2005			2006				2007
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Consommation privée	0,8	1,5	1,3	1,9	1,2	2,7	2,7	0,6	2,3	2,2	2,7	2,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,6	-0,8	-1,6	-0,5	-0,7	-2,6	0,1	2,4	-5,3	3,3	-1,1	0,8
Formation de capital fixe	-1,4	4,5	3,2	3,7	15,3	-5,6	0,4	3,9	10,1	5,1	1,6	-2,6
Construction	1,8	3,9	3,5	0,1	27,2	-11,5	-4,1	-1,7	7,2	2,7	-2,4	-4,1
Biens d'équipement	-3,9	4,9	2,9	6,9	6,0	-0,3	4,4	9,0	12,5	7,1	4,9	-1,2
Demande intérieure finale	0,5	1,9	1,4	2,1	4,0	0,0	1,8	1,5	3,1	3,0	2,0	1,3
Demande intérieure	0,4	1,5	1,1	2,1	-0,4	2,2	5,6	1,1	3,2	-6,8	13,3	-5,3
Exportations totales	-0,4	8,4	6,4	10,1	26,5	7,6	9,9	13,3	0,7	12,4	13,8	6,7
Marchandises	-0,1	7,8	5,8	11,8	34,5	-1,4	10,3	21,6	-0,0	16,1	15,9	10,7
Sans les MPPAA ¹	0,7	7,6	6,3	11,2	40,2	-3,5	9,6	16,7	7,5	9,4	16,4	7,5
Services	-1,4	10,0	8,0	5,4	7,8	35,0	8,8	-6,1	2,8	2,4	7,9	-4,0
Demande globale	0,1	3,7	2,9	4,8	8,0	4,0	7,1	5,1	2,3	-0,4	13,4	-1,1
Importations totales	1,0	7,4	5,3	9,8	19,9	4,4	18,1	11,5	1,3	-5,2	44,1	-9,8
Marchandises	2,2	6,4	5,5	10,6	23,2	3,9	18,5	13,6	0,2	-6,3	51,3	-11,7
Sans les MPPAA ¹	2,8	6,6	5,1	8,9	20,8	5,6	15,1	13,8	-0,3	-9,3	39,7	0,7
Services	-4,8	12,1	4,4	6,3	5,9	6,3	15,9	1,1	6,7	0,5	12,0	0,9
PIB	-0,2	2,3	1,9	2,7	3,6	3,9	2,9	2,4	2,8	1,8	2,0	3,2

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

Croissance du PIB revue à la hausse pour 2007

A l'inverse, les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mars et mai 2007 avec quelque 160 représentants de diverses branches ont montré une poursuite de la solide reprise de la conjoncture. De nombreux interlocuteurs ont estimé que leurs attentes avaient été dépassées au cours des premiers mois de l'année. Aucun n'a évoqué d'essoufflement de la marche des affaires; il a plutôt à plusieurs reprises été question d'une accélération. Une nouvelle fois, les principales préoccupations ont été les hausses de prix massives, les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits en amont et les manques de capacités (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale, juin 2007»).

La Banque nationale a légèrement révisé à la hausse sa prévision de croissance. Pour 2007, elle table sur une croissance du PIB réel de près de 2,5%, ce qui correspond à un rythme légèrement supérieur au potentiel estimé. Cette attente se reflète dans le niveau durablement élevé du taux d'utilisation des capacités de production et le recul du chômage. D'après la prévision également, les principales impulsions viennent de la consommation privée. Celle-ci devrait profiter de l'évolution

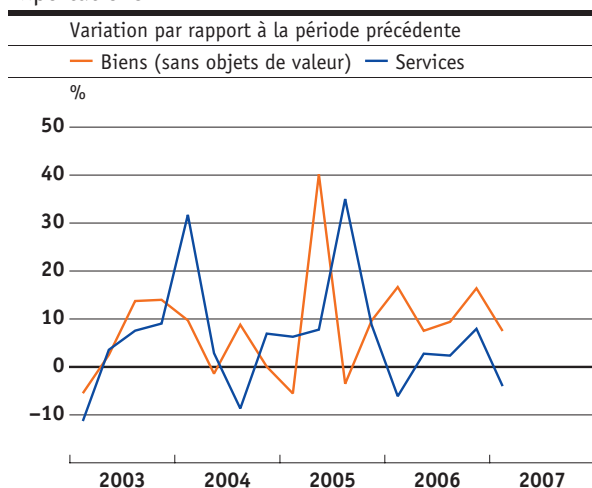
favorable des revenus et de l'emploi. Les investissements en constructions se consolident à un niveau élevé, tandis que ceux en biens d'équipement augmentent. Compte tenu de la bonne situation internationale, les exportations demeurent un soutien important de la conjoncture, mais leur croissance restera probablement inférieure à celle de l'année précédente.

Ralentissement de la croissance des exportations et des importations

L'affaiblissement de la croissance des exportations attendu en 2007 s'est avéré au premier trimestre. Par rapport au trimestre précédent, les exportations réelles (hors objets de valeur) ont progressé à un rythme moindre. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 8%, contre 9,4% au quatrième trimestre de 2006. Les ventes de services à l'étranger ont reculé légèrement par rapport à la période précédente. Les revenus issus du commerce de transit en particulier ont été nettement inférieurs au niveau qu'ils avaient atteint au quatrième trimestre.

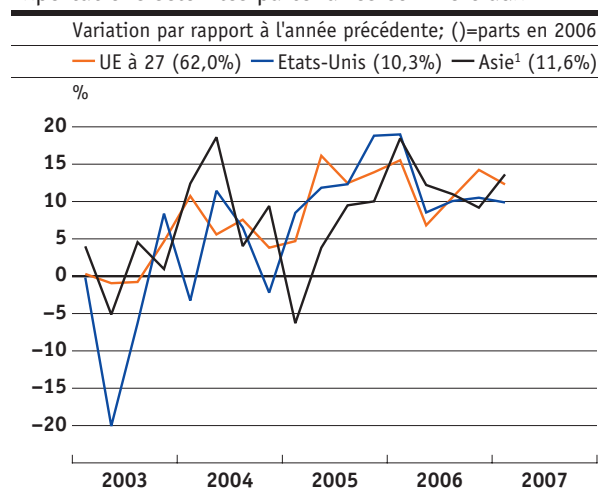
Avec un peu plus de 7%, les exportations de biens ont marqué une expansion moitié moins forte qu'au trimestre précédent, l'essor provenant des biens d'équipement et non plus des biens de consommation. Dans ces derniers, ce sont surtout

Graphique 2.3
Exportations



Source: SECO

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



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

les exportations dans les domaines de la chimie et de la pharmacie qui ont baissé, tandis que, du côté des biens d'équipement, les ventes à l'étranger de machines et d'instruments de précision ont fortement augmenté. Bien que le franc ait continué à s'affaiblir face à l'euro, les livraisons de biens à l'UE ont diminué. Les livraisons aux Etats-Unis se sont elles aussi ralenties. A l'inverse, les exportations en direction de l'Asie ont enregistré une hausse sensible. En avril, la croissance des exportations a poursuivi sa tendance baissière. La croissance des commandes ayant également ralenti au cours de ces derniers mois selon diverses enquêtes, celle des exportations devrait être modérée.

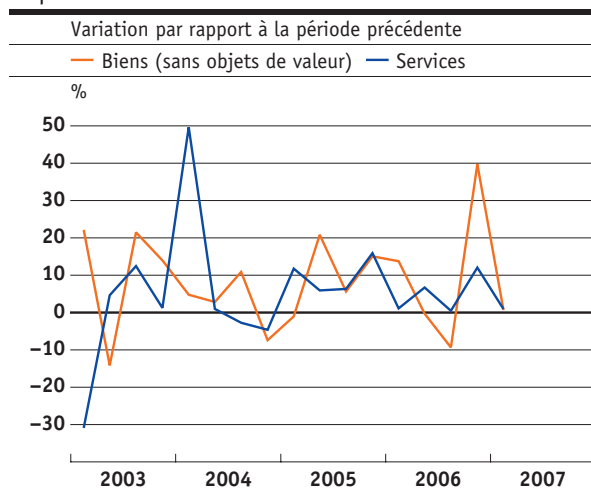
Au premier trimestre, les importations réelles (hors objets de valeur) n'ont progressé que faiblement, alors qu'elles avaient enregistré une hausse massive au trimestre précédent. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 5,9%, contre 8,9% au quatrième trimestre de 2006. Ce net ralentissement a porté aussi bien sur les importations de biens que sur celles de services. Dans ce secteur, c'est principalement le recul des dépenses pour les commissions bancaires qui est à l'origine de la baisse. Du côté des biens, les importations de produits énergétiques ont fléchi, tandis que celles de biens d'équipement ont stagné et que celles de biens de consommation se sont accrues à un rythme moindre.

Forte expansion des dépenses de consommation

Au premier trimestre, la consommation privée a constitué le soutien le plus significatif de la conjoncture. Par rapport à la période précédente, elle a augmenté de 2,8%, dépassant ainsi de 2,5% le niveau observé un an auparavant. La consommation de biens a connu une évolution particulièrement réjouissante. Portés par une solide demande de biens de consommation durables tels que meubles, électronique de divertissement et habillement, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont accrus, en termes réels, d'environ 6% par rapport au trimestre précédent. Le nombre de nouvelles immatriculations de voitures a également progressé vigoureusement, du moins jusqu'en mars. Le tourisme intérieur, qui sert de «thermomètre» de la consommation de services, s'est par contre développé plus modérément. Dans l'hôtellerie, le nombre de nuitées de la clientèle suisse s'est inscrit, pendant les trois premiers mois, à un niveau inférieur à celui de la période correspondante de l'année précédente, résultat probablement dû en partie au mauvais enneigement. Selon l'enquête que le KOF a menée dans la restauration et l'hébergement, les établissements de la branche sont restés optimistes quant à la prochaine saison estivale.

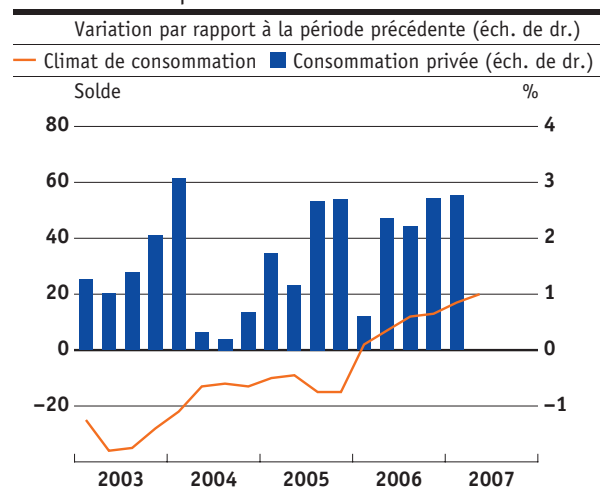
Concernant la consommation privée, les perspectives sont favorables. Les revenus réels des sala-

Graphique 2.5
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: SECO

riés devraient augmenter de 2,9% cette année, c'est-à-dire plus fortement qu'un an auparavant, la croissance se répartissant à parts presque égales entre l'emploi et les salaires réels (bonus inclus). L'indice du climat de consommation a lui aussi continué à progresser en avril et a presque réédité son record du printemps 2001. Une fois de plus, les ménages interrogés ont porté un jugement plus positif que lors de l'enquête précédente sur leurs perspectives financières comme sur la sécurité en matière d'emploi.

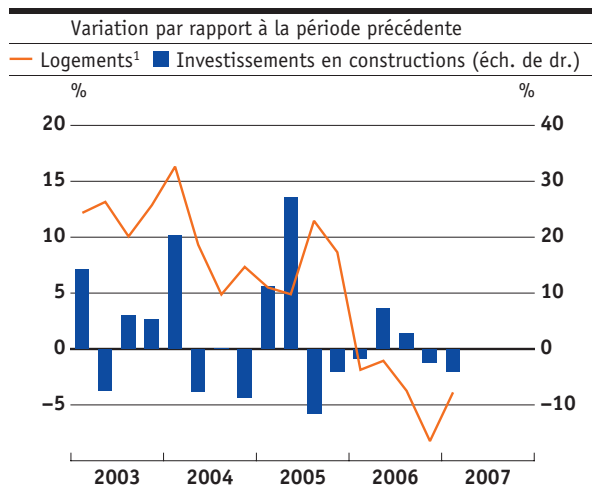
Recul des investissements en constructions et en biens d'équipement

Au premier trimestre, les investissements en constructions ont baissé de 4,1% par rapport au trimestre précédent, ne dépassant plus que de 0,8% leur niveau de la même période de 2006. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services et celle de logements ont perdu de leur vigueur. Le léger recul du nombre d'autorisations de construire des logements et la baisse de la réserve de travail dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services annoncent une évolution modérée des investissements en constructions. Les taux hypothécaires et les prix en hausse de même que, dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, le nombre toujours

élevé de locaux vacants dans le segment des surfaces de bureaux ont un effet modérateur en la matière. Le tassement attendu du côté de la construction de logements correspond à une consolidation à haut niveau. Après avoir atteint en 2001 le plus bas niveau jamais observé, soit 28 600 par an, le nombre de nouveaux logements a augmenté pour s'inscrire à 41 700 en 2006.

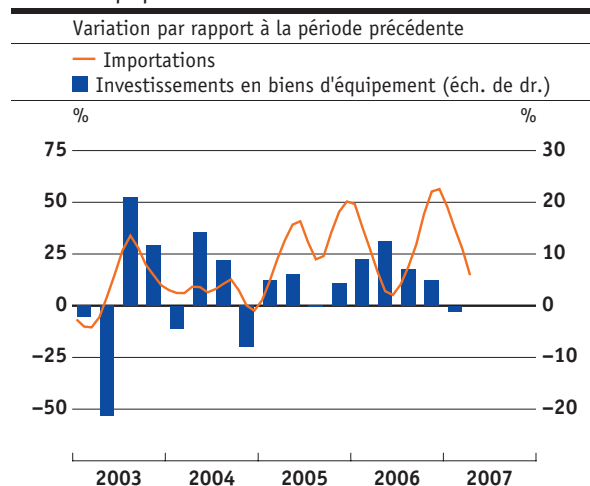
Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi légèrement reculé d'un trimestre à l'autre pour ne plus dépasser leur niveau de l'année précédente que de 5,7%. Les investissements en biens informatiques, dans lesquels un énorme besoin de rattrapage se fait sentir, ont enregistré une nette expansion. A l'inverse, les dépenses en vue d'investissements pour des machines et des instruments de précision ont diminué. Vu le fort taux d'utilisation des capacités de production et les résultats exceptionnels des entreprises de l'industrie, un tel marasme a surpris. Il se révèle également contradictoire aux résultats de l'enquête et des entretiens que les délégués de la BNS ont eus avec divers représentants d'entreprises, résultats qui indiquaient une progression des investissements dans l'industrie. La BNS estime donc que les investissements en biens d'équipement vont augmenter en cours d'année dans ce domaine également.

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

Nouvelle hausse du taux d'utilisation

Selon l'enquête trimestrielle du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie s'est accru pour s'établir à 88,5% au premier trimestre (graphique 2.9). En même temps, la grosse majorité des entreprises consultées ont déclaré élargir encore ces capacités (graphique 2.9). Outre les capacités techniques, les entreprises ont considéré de plus en plus la disponibilité de la main-d'œuvre comme un frein à la production.

D'après les enquêtes du KOF, le taux d'utilisation des capacités de production a continué sa progression dans les branches non industrielles. Dans la construction, le degré d'utilisation des machines a augmenté de nouveau; dans le commerce de gros, les délais de livraison ont atteint un niveau record; l'hôtellerie a enregistré un taux d'occupation des chambres en hausse. Les banques ont, par contre, répété qu'elles ne constataient pas de manque de capacités.

Production toujours légèrement excédentaire

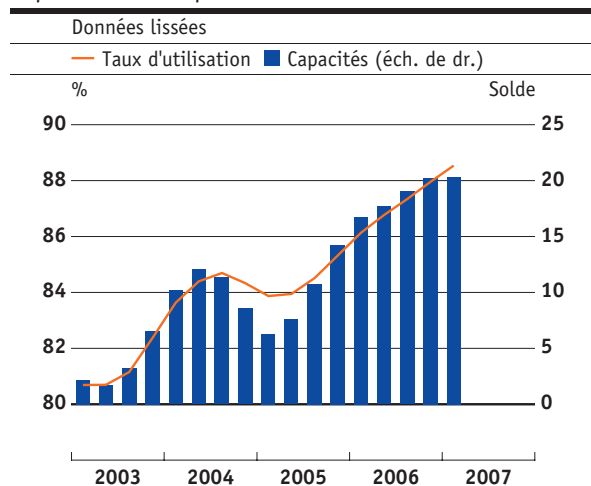
L'écart de production dans l'économie est un instrument complet qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et la production potentielle telle qu'elle est estimée. En plus de l'utilisation des capacités techniques, il tient compte de la situation régnant sur le marché du travail. Le graphique 2.10 présente trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production [FP], filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]).

Au premier trimestre, le PIB réel s'est accru de 3,2%. Sa progression a donc été nettement supérieure à celle de la production potentielle estimée selon l'approche basée sur la fonction de production. L'écart de production correspondant a ainsi augmenté et passé à 1,1%. Comme aux trimestres précédents, l'excédent de production calculé à partir de la fonction de production est plus grand que ceux obtenus à partir des deux autres filtres. Cette différence est due au fait que ces deux méthodes de calcul tendent largement à interpréter les variations de croissance du PIB comme des changements durables.

L'approche basée sur la fonction de production permet une division de l'excédent de production en trois facteurs: le capital, le travail et la productivité multifactorielle. On constate ainsi qu'au premier trimestre, le capital a de nouveau été utilisé dans une mesure supérieure à la moyenne, que le facteur «travail» a joué un rôle neutre et que, comme au trimestre précédent, la productivité multifactorielle s'est maintenue légèrement au-dessous de sa moyenne. Cependant, livrer une interprétation économique à court terme de l'évolution de ce dernier facteur est un exercice difficile; en effet, les fluctuations de la productivité multifactorielle incluent, sous forme de valeurs résiduelles, les variations de productivité à court terme, mais également des erreurs d'estimation dans les facteurs «capital» et «travail».

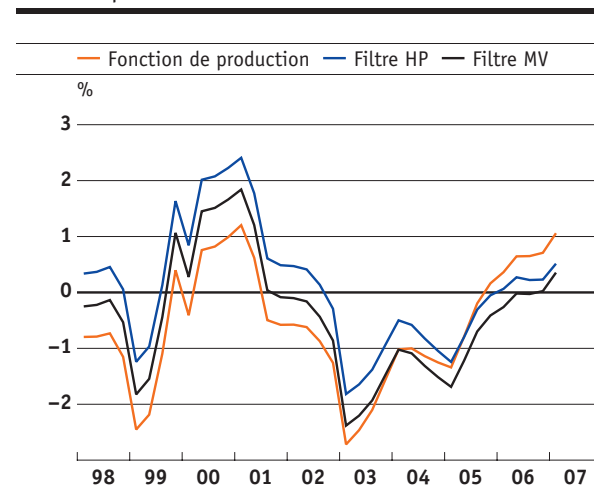
L'écart de production devrait se stabiliser au cours des prochains trimestres. D'une part, selon les estimations de la BNS, la croissance du PIB devrait s'affaiblir et se rapprocher de la croissance potentielle; d'autre part, on peut partir du principe que celle-ci augmente légèrement suite à la hausse plus vigoureuse de la population active et des investissements.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Solide croissance de l'emploi

La bonne conjoncture s'est également reflétée sur le marché du travail. Le nombre d'emplois a poursuivi son expansion au premier trimestre, quoiqu'à un rythme un peu moins élevé qu'au quatrième trimestre de 2006. Par rapport à ce dernier, il s'est accru de 1,8%, dépassant ainsi de 1,6% le niveau observé un an auparavant. Tous les secteurs économiques ont contribué à cette progression. Dans l'industrie et la construction, l'emploi a augmenté plus fortement qu'au trimestre précédent; sa croissance s'est affichée à respectivement 3,3% et 4,8%. Dans le secteur des services, au contraire, elle a ralenti pour s'inscrire à 1,2%, un niveau inférieur à celui de la reprise des années 1997-2001. Les banques et les assurances ainsi que, dans une moindre mesure, le commerce de détail ont enregistré la plus forte progression de leurs effectifs.

Après conversion des postes à temps partiel en postes à plein temps, le volume de travail a augmenté de 2,4% du quatrième trimestre de 2006 au premier trimestre de 2007. Le nombre d'emplois à temps complet a marqué une hausse supérieure à la moyenne. Par contre, le nombre de personnes occupées à raison de moins de 50% a diminué.

Chômage en baisse

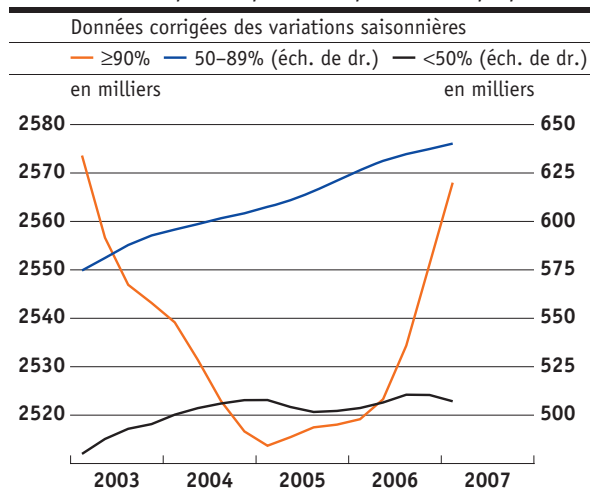
En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices de placement a baissé entre janvier et mai pour s'inscrire à 110 000 personnes. Le taux de chômage a également reculé, passant de 3% à 2,8%. Sur la même période, le nombre de demandeurs d'emploi s'est replié pour s'établir à 170 100, soit une diminution de 0,3 point; le taux des demandeurs d'emploi a ainsi affiché 4,3%.

Perspectives favorables en matière d'emploi

L'évolution des places vacantes indique à nouveau une progression favorable de l'emploi. Selon l'indice des places vacantes établi par l'OFS, cette constatation vaut surtout pour l'industrie et la construction. Dans le secteur des services par contre, la croissance du nombre de places vacantes a ralenti, ce qui est dû essentiellement au recul de l'offre dans la finance.

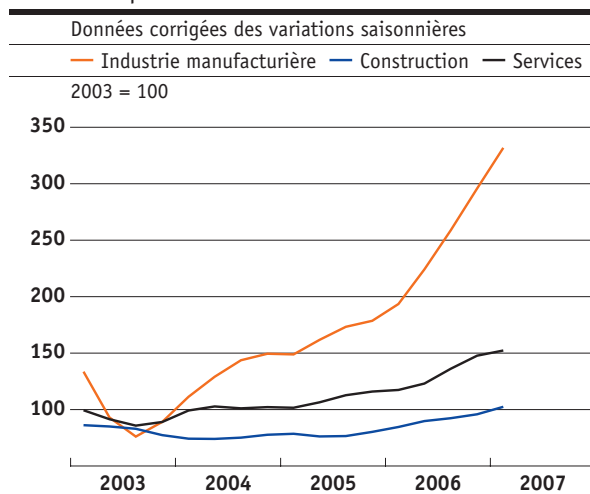
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



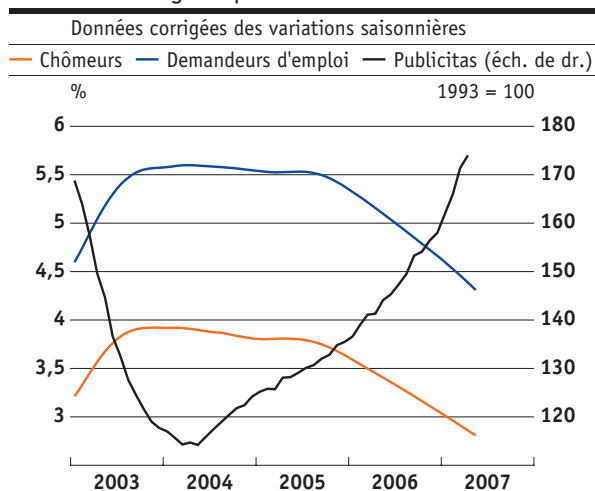
Graphique 2.12

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

Forte hausse de la population active occupée étrangère

Depuis l'entrée en vigueur de l'accord sur la libre circulation des personnes conclu avec l'UE en juin 2002, l'évolution de la population active occupée étrangère se voit accorder une attention particulière. La statistique de la population active occupée, publiée par l'OFS en même temps que la statistique de l'emploi¹, renseigne en la matière. Le graphique 2.14 montre que la population active occupée étrangère a largement contribué à la croissance de l'emploi. En comparaison à long terme, une telle évolution n'a toutefois rien d'exceptionnel. Sur la période de reprise qui s'étend de 1984 à 1990 aussi bien qu'au cours des années 2000 et 2001, la croissance des actifs occupés étrangers a dépassé nettement celle des actifs occupés suisses.

Par rapport aux années quatre-vingt, on constate une différence dans l'origine des actifs occupés étrangers. Alors qu'à l'époque, le nombre de personnes en provenance de pays situés hors de la zone EU15/AELE augmentait fortement, au cours des dernières années, en revanche, c'est le nombre de travailleurs venus de cet espace économique qui a marqué une expansion supérieure à la moyenne. Cette évolution reflète la politique d'immigration de la

Suisse, ouverte à l'UE depuis le début des années nonante et qui a trouvé son achèvement dans l'accord sur la libre circulation des personnes conclu en 1999 avec l'UE et entré en vigueur le 1^{er} juin 2002 (voir condensé: Une main-d'œuvre étrangère en mutation).

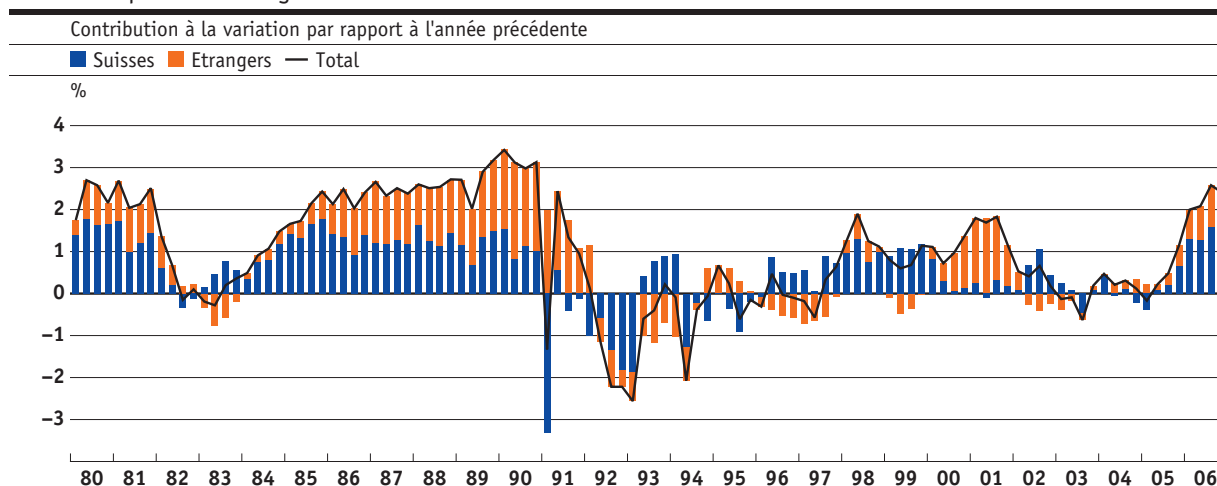
Suppression des contingents le 1^{er} juin 2007

Le 1^{er} juin 2007, la mise en application de l'accord de libre circulation des personnes est entrée dans une nouvelle phase. Les contingents (autorisations initiales) pour les travailleurs salariés et indépendants de la zone EU15/AELE et de Malte et de Chypre, qui ont été maintenus pendant une période transitoire de cinq ans, ont été supprimés et la réglementation concernant les frontaliers a été encore assouplie. Depuis, tout citoyen d'un de ces pays a droit, avec sa famille, à un permis de séjour dès lors qu'il dispose d'un permis de travail suisse ou qu'il peut subvenir à ses besoins, que ce soit en qualité d'indépendant ou en tant que personne n'exerçant pas d'activité lucrative. Les contingents appliqués aux ressortissants des huit pays entrés dans l'UE en 2005 seront supprimés d'ici au 30 avril 2011², après quoi seules les autorisations initiales pour la main-d'œuvre de pays tiers seront soumises à contingentement.

1 Contrairement à la statistique de l'emploi, qui concerne l'évolution du nombre d'emplois et est commentée au premier paragraphe du chapitre 2, la statistique de la population active occupée se réfère aux actifs occupés. Autre différence: outre les travailleurs des secteurs de l'industrie et des services, cette dernière prend également en compte les personnes travaillant dans le secteur primaire (agriculture), celles qui sont employées par des ménages privés et celles qui occupent un emploi représentant 1 à 5 heures de travail par semaine. Traditionnellement, l'évolution du marché du travail est commentée au moyen de la statistique de l'emploi, car celle-ci permet une analyse par branches.

2 S'agissant des deux Etats entrés dans l'UE en 2007, à savoir la Bulgarie et la Roumanie, les dispositions transitoires doivent encore être négociées.

Graphique 2.14
Actifs occupés selon l'origine



Sources: OFS et BNS

Une main-d'œuvre étrangère en mutation

Depuis longtemps, la main-d'œuvre étrangère joue un rôle important dans l'offre de travail en Suisse. En 2006, sa part dans la population active s'est élevée à 26%. En 1981, on enregistrait une part de 21% déjà. Les nombreuses adaptations apportées successivement à la politique d'immigration reflètent la volonté du Conseil fédéral et du Parlement à la fois de gérer la population active étrangère selon des objectifs de politique régionale et économique et de prendre de plus en plus en considération l'aspect intégration.

Le séjour des actifs étrangers est aujourd'hui régi par deux lois: les ressortissants de l'UE et de l'AELE sont soumis respectivement à l'accord sur la libre circulation des personnes (y compris l'extension aux dix nouveaux Etats membres) et à la Convention instituant l'AELE; tous les autres relèvent de la loi sur le séjour et l'établissement des étrangers (LSEE)³ et de l'ordonnance limitant le nombre des étrangers (OLE) y relative.

Du début des années soixante à la date d'entrée en vigueur de l'accord avec l'UE sur la libre circulation des personnes, les maxima fixés pour les autorisations initiales de résident à l'année ou de saisonnier dans les arrêtés du Conseil fédéral puis, à partir de 1986, dans l'OLE ont constitué l'instrument principal du contrôle des entrées d'actifs étrangers sur le marché du travail suisse. La répartition des contingents entre les cantons s'est faite en tenant spécialement compte des régions économiquement faibles, ce qui a particulièrement bénéficié à des branches comme la construction et le tourisme, qui employaient de nombreux saisonniers. Peu à peu, les restrictions portant sur la mobilité professionnelle et géographique ont été sensiblement allégées, le passage d'un statut de séjour à l'autre a été simplifié et le regroupement familial, facilité. Il en a résulté, depuis les années quatre-vingt, un recul de la proportion de saisonniers au profit des résidents à l'année et des titulaires d'un permis d'établissement.

En 1991, la Confédération, par une révision de l'OLE, a introduit la notion de critères d'origine et mis en place le modèle dit des trois cercles: le premier cercle – qui bénéficie de la politique d'admission la plus généreuse – englobe les pays membres de l'UE et de l'AELE, le deuxième, les autres pays industrialisés (Etats-Unis, Canada, Australie, etc.), le troisième regroupant tous les autres pays, dont de nombreux saisonniers sont

traditionnellement originaires. En 1998, ce modèle des trois cercles a été remplacé par un système dual de recrutement qui n'accorde plus de conditions préférentielles qu'aux ressortissants de l'UE et de l'AELE. Les conditions auxquelles ceux des autres pays se voient remettre d'éventuelles autorisations de séjour sont très restrictives. La principale conséquence économique de cette nouvelle orientation a été la hausse du niveau de qualification de la main-d'œuvre immigrante. Ainsi, la part d'étrangers actifs sans formation s'étant installés en Suisse dans les cinq années précédentes a passé de 60% en 1990 à 37% en 2000⁴.

La libre circulation complète des personnes pour les ressortissants des anciens Etats membres de l'UE, de l'Islande, de Malte, de la Norvège et de Chypre ouvre de nouvelles perspectives au marché du travail suisse. Pour la première fois depuis le début des années soixante, l'immigration de la main-d'œuvre – du moins de celle en provenance des pays de l'UE (UE15) et de l'AELE – n'est plus limitée en volume et tous les travailleurs étrangers se voient accorder une entière mobilité professionnelle. Cette ouverture devrait rendre l'offre de travail plus élastique, indépendamment des qualifications professionnelles, ce qui signifie qu'une demande supplémentaire de main-d'œuvre conduit à la fois à une augmentation de l'emploi et à une moindre pression sur les salaires. D'un autre côté, les actifs de l'UE et ceux de la Suisse étant à égalité en ce qui concerne l'assurance-chômage et les prestations sociales, il faut considérer que, dans une phase d'affaiblissement conjoncturel, ils choisissent plus souvent que par le passé de rester en Suisse s'ils perdent leur emploi.

Jusqu'à présent, l'expérience montre que l'accord sur la libre circulation des personnes a facilité le recrutement de main-d'œuvre qualifiée pour les entreprises et a donc bien contribué à la reprise largement assise de ces dernières années. L'évolution future de la population active étrangère dépend de nombreux facteurs, tels que le développement relatif de l'économie et des salaires en Suisse et dans les pays d'origine (UE) des travailleurs, mais aussi la question de savoir si les actifs européens s'établiront en Suisse durablement ou non.

3 La loi fédérale du 26 mars 1931 sur le séjour et l'établissement des étrangers sera remplacée début 2008 par la nouvelle loi sur les étrangers (LEtr).

4 Cf. George Sheldon, «Migration, intégration et croissance: Performances et répercussions économiques des étrangers en Suisse», étude commise par la Commission fédérale des étrangers, février/mars 2007.

2.4 Prix des biens

Pressions croissantes du côté des prix à la production et à l'importation

Les pressions que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, se sont accrues entre janvier et avril. Le renchérissement annuel des prix à la production de biens d'origine suisse a augmenté, passant de 1,7% à 2,1%, celui des biens importés de 3,2% à 3,4%. Dans la répartition selon le type de biens, on note surtout la hausse des prix des biens d'équipement et des biens de consommation. A l'inverse, malgré une progression en mars et en avril, les prix des produits énergétiques sont restés légèrement en dessous du niveau observé un an auparavant. On constate également, en comparaison annuelle, un léger recul des prix des marchandises agricoles.

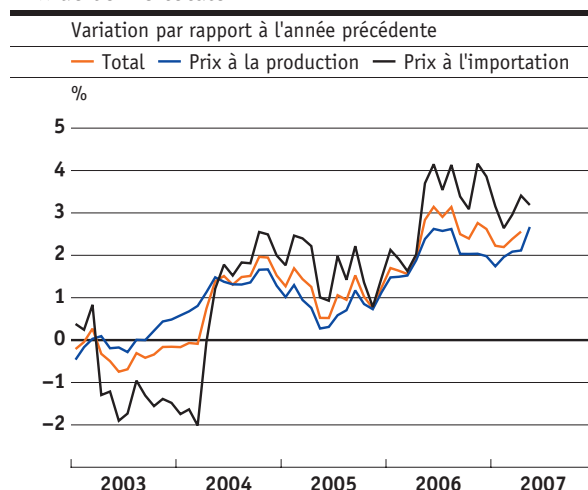
Hausse du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Après que l'inflation annuelle mesurée à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a baissé pour s'établir à 0% en février, elle s'est redressée et a affiché 0,5% en mai. Dans l'ensemble, la hausse des prix à la consommation a été supérieure à l'accroissement sur lequel la BNS avait tablé dans sa prévision d'inflation de la mi-mars (Bulletin trimestriel 1/2007). Le renchérissement inattendu des produits pétroliers pris en compte dans l'IPC comme le rythme moins rapide de la baisse des prix des autres marchandises ont contribué à cette évolution.

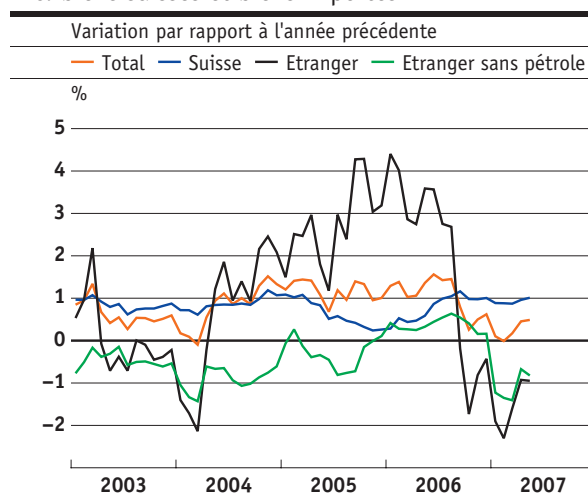
Renchérissement intérieur en légère hausse

Le renchérissement des biens de consommation suisses a augmenté de 0,1 point entre février et mai pour s'inscrire à 1%, dans les marchandises comme dans les services. Les loyers, qui font l'objet d'un relevé trimestriel, se sont accrues de 0,7% entre février et mai. Le renchérissement annuel des loyers a donc progressé de 0,2 point pour atteindre 2,5%. Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement a gardé en mai son niveau des trois mois précédents, soit 0,6%. Du côté des services publics, il a passé de 1,4% à 1,5%. Les prix des marchandises sont certes demeurés inférieurs à leur niveau de l'année précédente, mais le recul des prix s'est ralenti entre février (-0,6%) et mai (-0,3%).

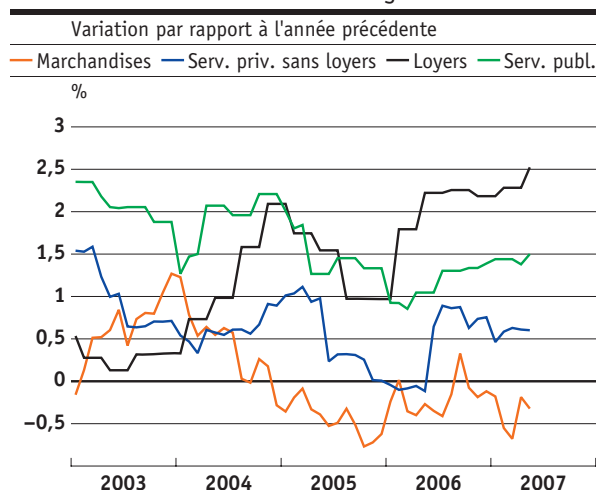
Graphique 2.15
Prix de l'offre totale



Graphique 2.16
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.17
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.15: OFS

Sources pour graphiques 2.16 et 2.17: OFS et BNS

Affaiblissement des effets modérateurs des biens de consommation étrangers

En comparaison annuelle, le recul des prix s'est atténué du côté des biens de consommation d'origine étrangère également. En mai, leurs prix s'affichaient en moyenne à un niveau inférieur de 0,9% à celui observé un an auparavant, contre un écart de -2,3% en février. Ce résultat est essentiellement dû aux prix du mazout et des carburants; en mai, ceux-ci avaient encore fléchi de 1,7% par rapport à mai 2006 (-6,9% en février). Les baisses de prix moindres dans l'habillement, les chaussures, l'électronique de divertissement et les médicaments ont aussi joué un rôle dans cette évolution.

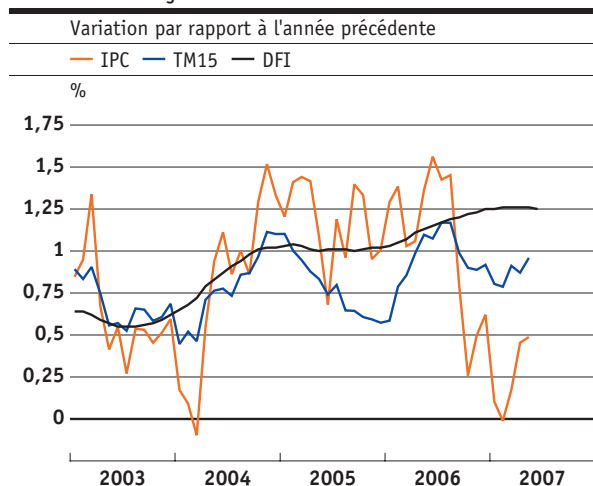
Tendance de l'inflation légèrement en hausse

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance de l'inflation. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente; tous deux sont représentés dans le graphique 2.17. Pour ce qui est de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans la *dynamic factor inflation* (DFI), on tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données écono-

miques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

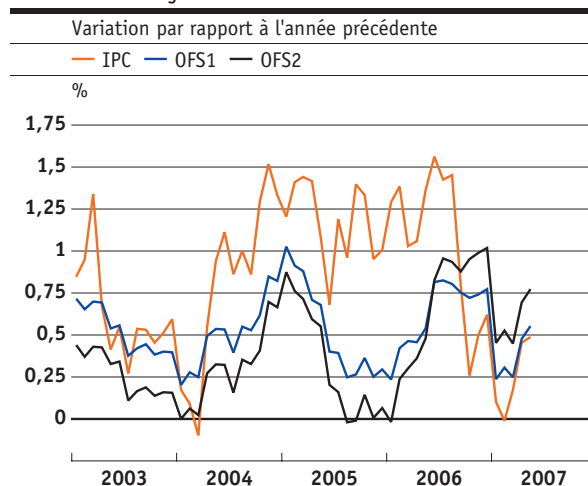
L'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée a augmenté de 0,2 point entre février et mai pour s'établir à 1%. La *dynamic factor inflation* confirme l'image d'une tendance générale de l'inflation légèrement en progression, mais, comme auparavant, modérée. Celle-ci a poursuivi le mouvement qu'elle avait entamé début 2004 et s'est établie à un peu moins de 1,3% en mai. Les deux inflations sous-jacentes calculées par l'OFS ont augmenté de 0,3 point chacune pour s'inscrire en mai à 0,6% et 0,8%. L'écart entre les inflations sous-jacentes établies par l'OFS et l'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée est dû au fait que cette dernière ne tient pas compte du recul des prix de l'habillement et des chaussures, de l'électronique de divertissement et des services de télécommunication.

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.19
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

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

Tableau 2.2

	2006	2006		2007	2007			
		3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	1,1	1,2	0,5	0,1	-0,0	0,2	0,5	0,5
Marchandises et services du pays	0,8	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Marchandises	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	-0,3
Services	1,1	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Services privés, sans loyers	0,4	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Loyers	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5
Services publics	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5
Marchandises et services de l'étranger	1,9	1,7	-1,0	-1,9	-2,3	-1,6	-0,9	-0,9
Sans produits pétroliers	0,4	0,6	0,2	-1,3	-1,4	-1,4	-0,7	-0,8
Produits pétroliers	9,3	7,7	-6,3	-4,9	-6,9	-2,6	-2,3	-1,7

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes

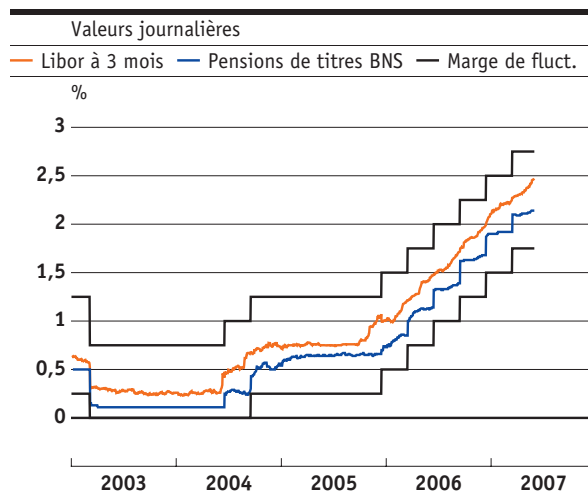
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars 2007, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 1,75%–2,75%. Elle a fait savoir qu'elle devrait probablement poursuivre sa politique de normalisation des taux d'intérêt pour assurer la stabilité des prix à moyen terme.

Taux d'intérêt en hausse sur le marché monétaire et le marché des capitaux en Suisse

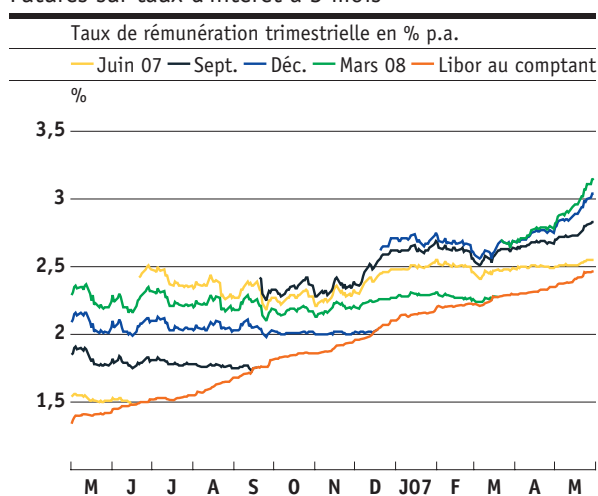
L'évolution du Libor à trois mois entre la mi-mars et la mi-juin 2007 a traduit l'attitude des opérateurs, qui escomptaient une nouvelle augmentation de la marge de fluctuation. Le Libor à trois mois a progressé continuellement, passant de 2,28% à la mi-mars, c'est-à-dire après la décision de politique monétaire, à 2,48% à la mi-juin (voir graphique 3.1). L'évolution des marchés des contrats à terme (*futures*) a également laissé présager un nouveau durcissement de la politique monétaire. Après la décision de politique monétaire prise à la mi-mars, un taux d'intérêt de 2,47% était appliqué aux contrats à terme portant sur le mois de juin 2007. Ce taux a passé à 2,55% à fin mai, traduisant une progression qui correspond à un relèvement de 25 points de base du taux d'intérêt après la dernière appréciation de la situation économique et monétaire (voir graphique 3.2). Quant aux taux d'intérêt appliqués aux contrats à terme arrivant à échéance en septembre et en décembre 2007 ainsi qu'en mars 2008, ils ont légèrement augmenté après l'appréciation de la situation économique et monétaire faite en mars pour s'inscrire à fin mai à respectivement 2,83%, 3,04% et 3,14%. Les opérateurs s'attendaient par conséquent à ce que la marge de fluctuation du Libor soit relevée encore deux fois d'ici la fin de l'année, par paliers de 25 points de base.

Les taux d'intérêt à long terme se sont eux aussi accrus depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire. Le rendement moyen des obligations à dix ans de la Confédération

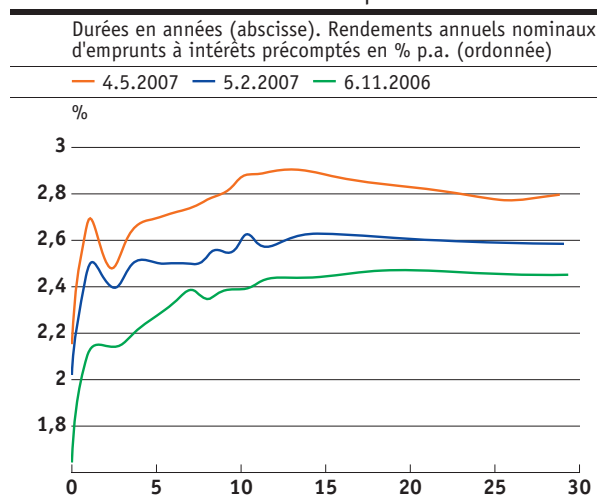
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

s'est ainsi établi à 2,91% en mai, alors qu'il était de 2,63% en mars, ce qui correspond à une progression de 28 points de base.

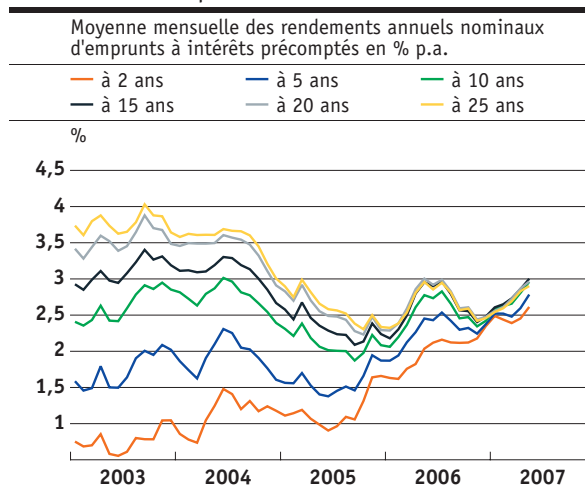
Le graphique 3.3 représente l'évolution des taux d'intérêt des emprunts fédéraux. Les taux d'intérêt appliqués aux placements d'une durée supérieure à 15 ans se sont accrus de près de 20 points de base entre début février et début mai, ce qui s'est reflété dans une courbe légèrement plus raide. Le graphique 3.4 représente l'évolution des rendements nominaux, pour diverses durées, d'emprunts à intérêts précomptés de la Confédération suisse. Pour ce qui a trait aux taux d'intérêt en termes nominaux, la structure des échéances a également été marquée par une augmentation un peu plus nette depuis le début de l'année.

A l'inverse, les taux d'intérêt des anciennes et des nouvelles hypothèques et ceux des dépôts d'épargne sont restés pratiquement inchangés depuis mars dernier. Le taux d'intérêt des anciennes hypothèques s'est inscrit à 3,05% à la mi-juin, il était un peu plus élevé pour les nouvelles hypothèques et de 0,56% pour les dépôts d'épargne. L'écart entre le taux d'intérêt des anciennes hypothèques et celui des dépôts d'épargne – un indicateur traditionnel de la possibilité de refinancement des banques – s'est établi à 249 points de base et n'a donc guère varié depuis le début de l'année; il est toujours en dessous de sa moyenne de 273 points de base calculée sur une période de dix ans.

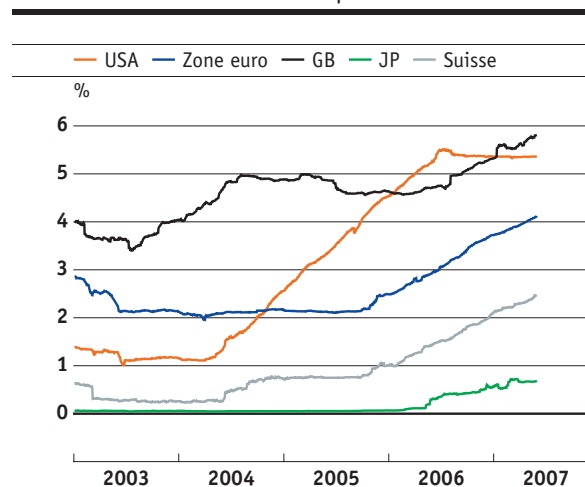
Evolution internationale hétérogène des taux d'intérêt à court terme

Le Libor à trois mois pour dépôts en euros a augmenté de 24 points de base depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire et s'est établi à 4,14% à la mi-juin. L'écart entre les taux des dépôts à court terme en euros et en francs n'a donc guère varié. Alors que les taux d'intérêt des dépôts à court terme ont augmenté en Suisse, ils sont restés quasiment inchangés aux Etats-Unis, la Réserve fédérale ayant décidé de ne pas modifier sa politique monétaire. Par conséquent, l'écart entre les rémunérations des dépôts à trois mois en dollars et en francs a continué à s'amenuiser: il était de 3,07 points à la mi-mars et de 2,88 points trois mois plus tard.

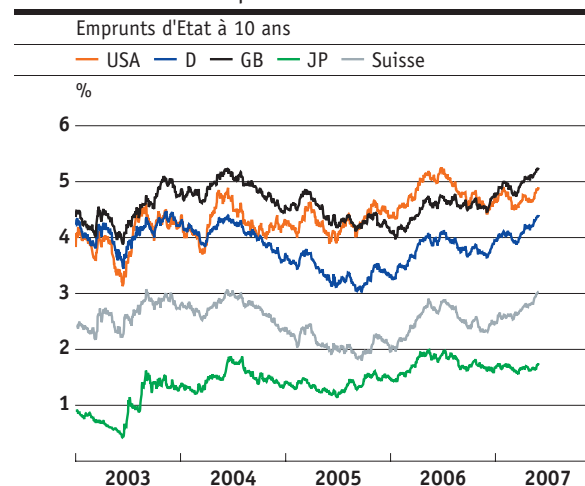
Graphique 3.4
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.5
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.6
Taux d'intérêt sur le plan international



Source pour graphiques 3.4 et 3.5: BNS

Sources pour graphique 3.6: Thomson Datastream et BNS

Evolution à la hausse des taux d'intérêt à long terme sur le plan international

Comparé aux taux d'intérêt à long terme appliqués en Suisse, le rendement des emprunts d'Etat allemands à dix ans a marqué une hausse légèrement plus forte depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire. Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté dans une mesure plus faible aux Etats-Unis. Le rendement moyen des emprunts allemands s'est inscrit à 4,29% en mai, alors qu'il était de 3,93% en mars (voir graphique 3.6). Aux Etats-Unis, le rendement moyen des bons du Trésor à dix ans a passé de 4,56% en mars à 4,74% en mai. Pour décrire l'évolution des taux d'intérêt, il y a lieu d'utiliser une moyenne mobile susceptible de lisser les fluctuations à court terme, en l'occurrence une moyenne mobile de trois mois qui se rapporte au rendement. La valeur d'un mois donné est donc calculée sur la base de la moyenne des valeurs du mois en question ainsi que des valeurs des deux mois précédents. Mesuré à la moyenne mobile de trois mois établie en février et en mai, l'écart s'est réduit non seulement entre les taux d'intérêt des emprunts à long terme en francs et en euros, mais aussi entre ceux des emprunts en francs et en dollars.

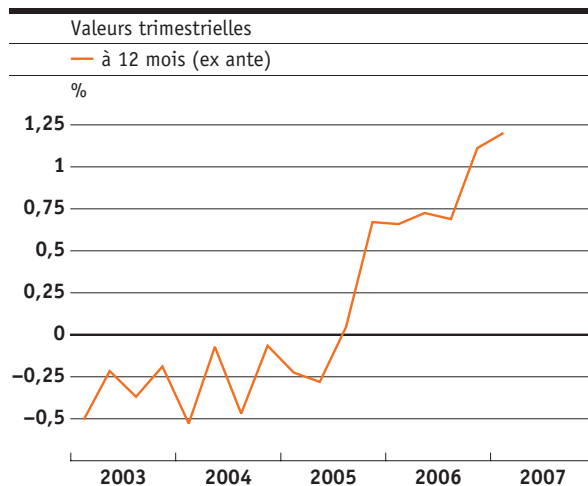
Hausse des taux courts en termes réels

Le graphique 3.7 renseigne sur l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Celui-ci correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse des prix à la consommation attendue sur cette période, hausse estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de mai 2007)⁵. Ainsi calculé, le taux d'intérêt réel s'est établi à 1,2% au premier trimestre de 2007; il n'a que légèrement dépassé le niveau observé au trimestre précédent (1,1%), car la hausse des taux d'intérêt nominaux a été en grande partie compensée par les anticipations inflationnistes. Le taux d'intérêt réel à un an reste nettement inférieur à sa moyenne historique, qui s'inscrit à 1,6%.

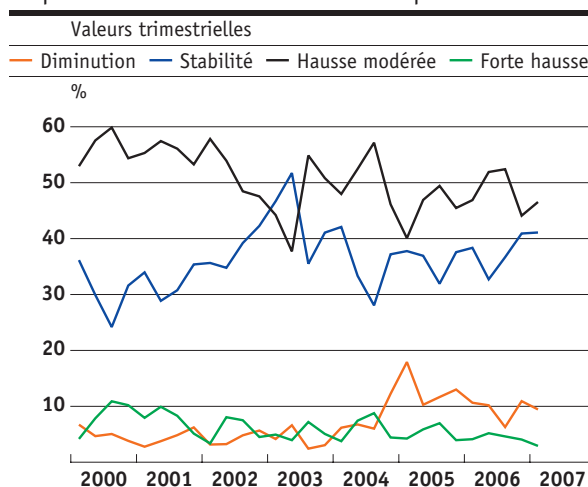
Les données que le SECO a publiées en mai sur le climat de consommation indiquent elles aussi des anticipations inflationnistes légèrement revues à la hausse. Par rapport au trimestre précédent, la part de consommateurs s'attendant à une augmentation modérée des prix au cours des douze prochains mois était plus élevée que celle de consommateurs tablant sur une baisse des prix (voir graphique 3.8).

5 Voir tableau 1.1

Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Source pour graphique 3.7: BNS

Sources pour graphique 3.8: SECO et BNS

3.2 Cours de change

Fermeté de l'euro

Entre la dernière appréciation de la situation économique et monétaire et la mi-juin, l'euro s'est apprécié d'environ 1% face au dollar des Etats-Unis. En avril, il a dépassé le niveau record qu'il avait atteint à la fin de 2004. Il a bénéficié des faibles risques d'inflation liés à l'environnement conjoncturel plus robuste dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. Par rapport au franc également, l'euro s'est hissé à un niveau jamais observé depuis son introduction; malgré la bonne situation conjoncturelle dans notre pays et l'évolution similaire des taux d'intérêt dans les deux zones monétaires entre la mi-mars et la mi-juin, il a marqué une hausse d'environ 2,5%. Ainsi, l'euro valait 1,65 franc à la mi-juin, contre 1,61 franc à la mi-mars; le dollar affichait une valeur de 1,24 franc à la mi-juin et dépassait ainsi de 2 centimes son niveau de la mi-mars.

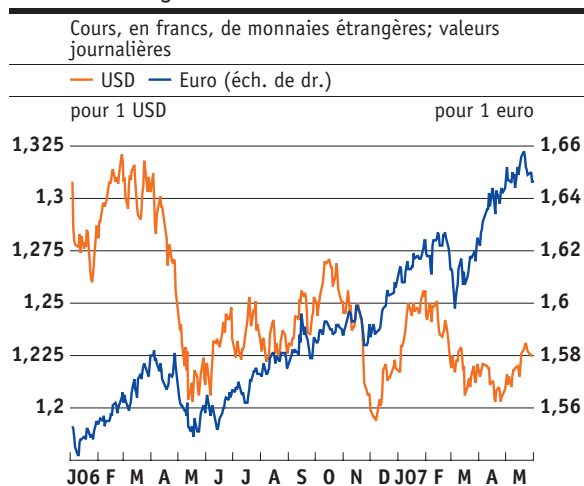
Le graphique 3.10 reproduit l'évolution de la valeur extérieure réelle du franc, en données pondérées par les exportations et corrigées des écarts entre les taux d'inflation. Depuis le début de l'année, le franc a également marqué une baisse en termes réels par rapport à l'euro. Face aux monnaies des vingt-quatre principaux partenaires commerciaux de la Suisse, il est en revanche demeuré pratiquement inchangé.

Conditions monétaires plus expansionnistes

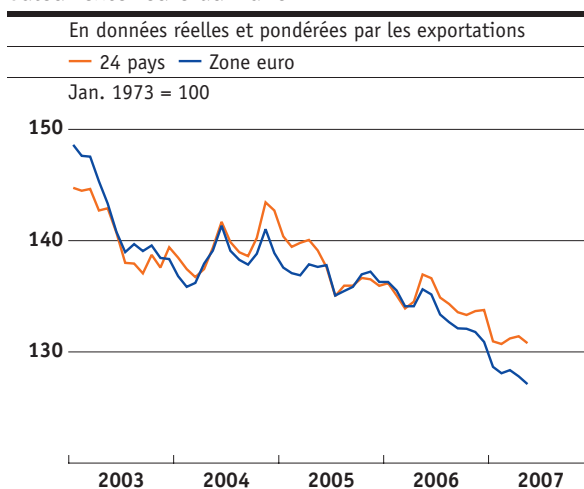
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. L'ICM est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice est dans la zone positive (dans la zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir encadré: Indice des conditions monétaires (ICM), Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27).

Avec une pondération des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc dans un rapport de 3 pour 1, l'indice n'est demeuré dans la zone positive que durant les tout premiers jours qui ont suivi l'appréciation de la situation économique et monétaire du mois de mars. Ensuite, il s'est établi dans la zone négative en raison de la faiblesse du franc. A la fin du mois de mai, il affichait -55 points de base, reflétant ainsi des conditions monétaires plus expansionnistes en Suisse (voir graphique 3.11).

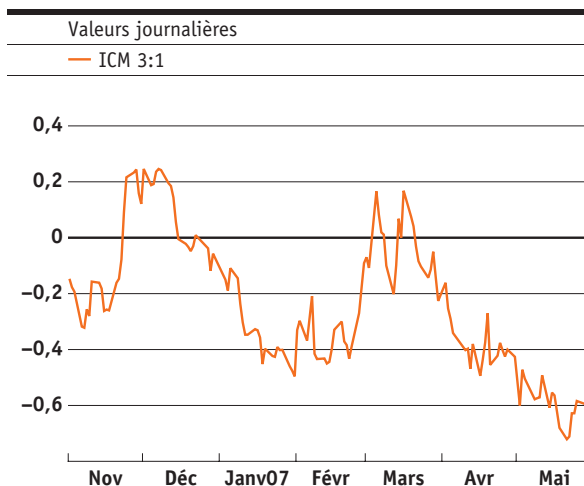
Graphique 3.9
Cours de change



Graphique 3.10
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.11
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.9, 3.10 et 3.11: BNS

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

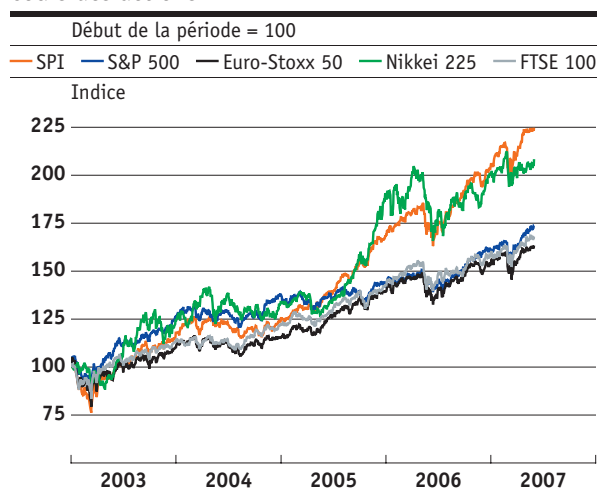
L'évolution des cours et des prix sur les marchés des actions, de l'immobilier et des matières premières permet, le cas échéant, de déceler des anticipations inflationnistes. De plus, les fluctuations de prix sur ces marchés peuvent engendrer des modifications du patrimoine et, partant, influencer sur l'épargne et les investissements des ménages et des entreprises. Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de mars 2007, l'évolution des cours des actions et des prix de l'immobilier a probablement eu des effets positifs sur le patrimoine. Il pourrait en résulter une consommation plus élevée et des pressions plus fortes sur les prix. La montée des prix des matières premières, pétrole compris, implique en outre que les attentes inflationnistes sont revues légèrement à la hausse et que les perspectives de croissance restent bonnes.

Records sur les marchés des actions

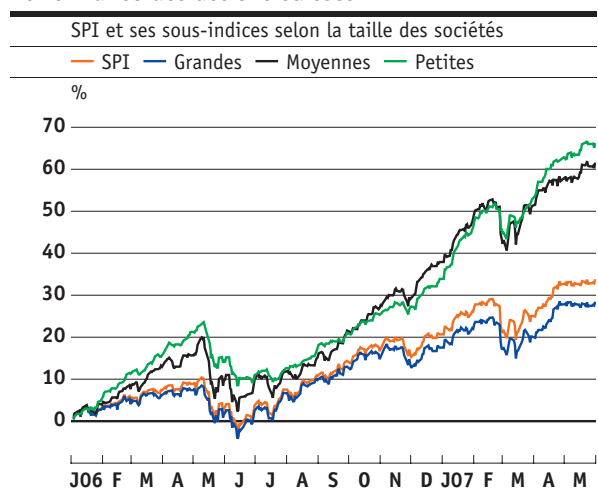
Après la correction des cours des actions intervenue à la fin du mois de février et la brève période d'incertitude et de fortes fluctuations qui l'a accompagnée, les principaux marchés des actions ont repris leur progression pour atteindre des niveaux record. A fin avril, le *Dow Jones Industrial Average Index* a ainsi franchi pour la première fois la barre des 13 000 points. Quant au S&P 500 des Etats-Unis, à l'Euro-Stoxx 50 et au Swiss Performance Index (SPI), ils ont augmenté d'environ 8% entre la mi-mars et la mi-juin. En Suisse, ce sont surtout les petites et moyennes entreprises qui ont contribué à la hausse des cours. En ce qui concerne les différents secteurs, des bénéfiques supérieurs à la moyenne ont notamment découlé de titres d'entreprises de la construction et d'entreprises industrielles, alors que les valeurs technologiques n'ont réalisé qu'une progression de 1%.

L'environnement conjoncturel globalement favorable, l'annonce de bénéfiques réjouissants et le versement de dividendes par les entreprises, le grand nombre de fusions et d'acquisitions d'entreprises dans le monde entier ainsi que la bonne tenue des marchés internationaux des actions ont influé positivement sur le marché suisse. De plus, la volatilité, qui permet de mesurer l'incertitude, s'est avérée faible. Elle a nettement diminué par rapport à fin février-début mars (voir graphique 3.15). Le rapport entre les cours et les bénéfices a connu une

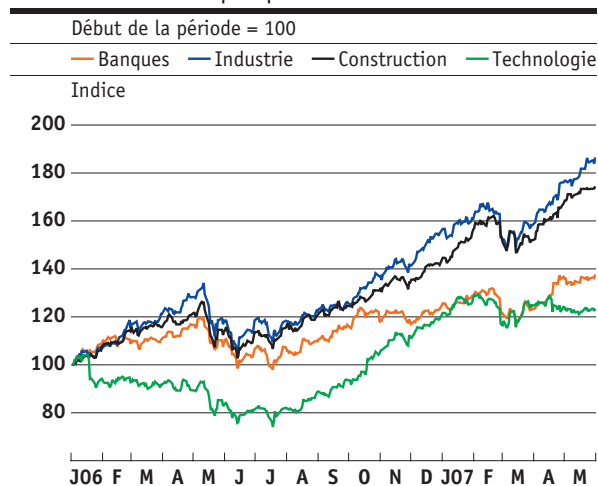
Graphique 3.12
Cours des actions



Graphique 3.13
Performance des actions suisses



Graphique 3.14
SPI - Evolution de quelques branches



Sources pour graphique 3.12: Thomson Datastream et Bloomberg

Source pour graphique 3.13: SWX Swiss Exchange

Source pour graphique 3.14: Thomson Datastream

évolution semblable et n'a présagé aucune surchauffe des marchés. Son niveau de fin mai 2007 correspondait à peu près à celui enregistré au début de 1990, mais il demeurait bien inférieur à celui observé à la fin de l'an 2000.

Evolution modérée des prix sur le marché de l'immobilier

Au premier trimestre de 2007, les prix sur le marché du logement ont marqué une progression un peu plus forte qu'au trimestre précédent. Les loyers, qui représentent la part la plus grande du marché du logement suisse et qui entrent pour environ 20% dans la composition de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) dont ils sont l'élément le plus important, ont une nouvelle fois renchéri par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, augmentant de 2,7% en termes réels, c'est-à-dire en pourcentage de l'IPC. Cette constatation s'applique dans une large mesure aux loyers d'anciens appartements. Quant aux loyers d'appartements neufs, ils ont marqué une hausse de 1,2%, progressant un peu plus fortement qu'au trimestre précédent. Cette augmentation reste toutefois bien au-dessous des taux de croissance observés en 2002 et en 2003. L'évolution du segment des maisons familiales et de celui des appartements en propriété par étage est elle aussi utile à l'analyse, même si les parts de ces segments dans l'ensemble du marché sont plus faibles. Au premier trimestre, les prix des maisons familiales et ceux des appartements en propriété par étage ont connu une majoration légèrement plus forte qu'au trimestre précédent et dépassaient de respectivement 2,3% et 2,1% leurs niveaux de la période cor-

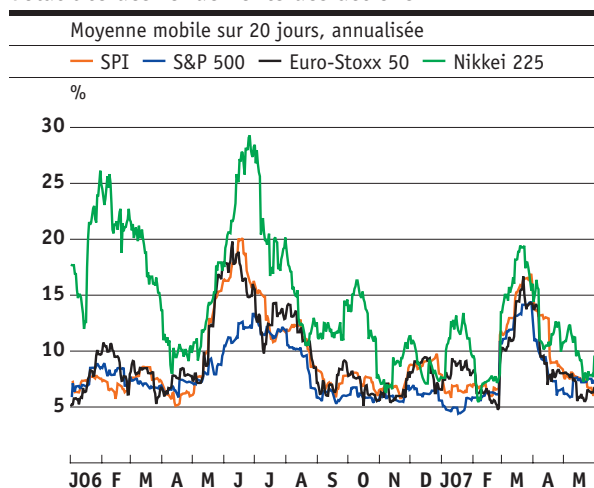
respondante de 2006. Jusqu'à présent, l'offre sur le marché des logements s'est ajustée à la demande, plus vive du fait de la conjoncture favorable. L'évolution des prix et des loyers devrait rester modérée ces prochains trimestres. Des différences existent cependant d'une région à l'autre. Dans la région genevoise notamment, les prix subissent une pression à la hausse plus forte.

Les loyers des surfaces industrielles et des bureaux ont de nouveau connu une évolution hétérogène. En termes réels, les loyers des surfaces industrielles ont augmenté en un an de 6,6%, contre 3,3% au quatrième trimestre de 2006, alors que les loyers des bureaux ont baissé pour la quatrième fois consécutive (-1,5%).

Prix des matières premières en hausse

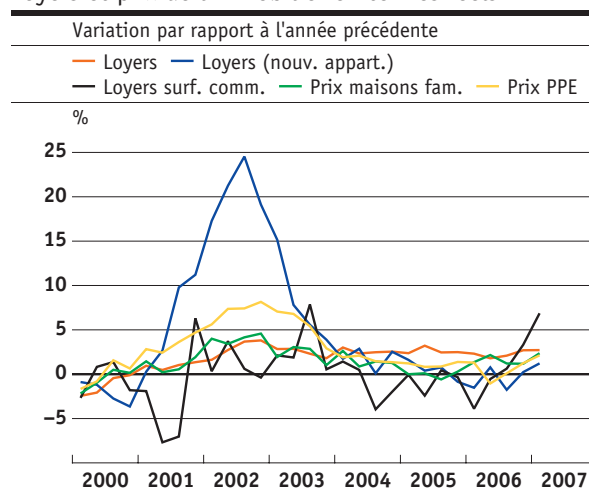
A l'instar des marchés internationaux des actions, les matières premières ont pour la plupart connu des prix en hausse depuis la mi-mars. L'indice des matières premières que calcule Goldman Sachs (*Goldman Sachs Commodity Index* GSCI) a progressé de quelque 9% entre la mi-mars et la mi-juin. Cette évolution s'explique en partie par l'augmentation des prix de l'énergie. Le prix du baril de pétrole brut, qui s'établissait à 51 dollars en janvier, a passé à 62 dollars au moment de la dernière appréciation de la situation économique et monétaire, puis à 69 dollars à la mi-juin; ce niveau reste toutefois inférieur à celui enregistré en août 2006. L'or a lui aussi renchéri quelque peu entre la mi-mars et la mi-juin. L'évolution des prix des matières premières reflète la vigueur de la conjoncture mondiale et le léger renforcement des attentes inflationnistes.

Graphique 3.15
Volatilité des rendements des actions



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 3.16
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Source: Wüest & Partner

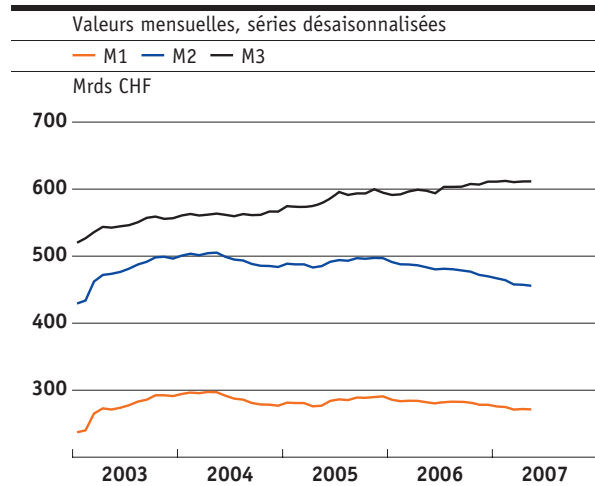
3.4 Agrégats monétaires

Nouveau recul des agrégats monétaires M1 et M2

Le durcissement de la politique monétaire s'est répercuté également sur les agrégats monétaires. Il ressort du graphique 3.17 que les masses monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont diminué depuis le début de 2006; en mai 2007, elles étaient inférieures de respectivement 4% et 5,8% à leur niveau du mois correspondant de l'année précédente. La masse monétaire M3 (M2 et dépôts à terme) a par contre marqué une expansion pendant la période considérée, affichant une croissance annuelle de 2,3% en mai. Les dépôts à terme ont continué à augmenter fortement, tandis que les dépôts d'épargne et les dépôts à vue ont encore reculé.

Un moyen permettant de porter un jugement sur les risques d'inflation qui peuvent découler d'un approvisionnement en liquidités trop généreux consiste dans la détermination d'un excédent de monnaie. Cette détermination peut se faire selon différentes méthodes. Dans le cas présent, la Banque nationale recourt à l'*ECM-money gap* (voir encadré: Croissance des agrégats monétaires et inflation, Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). La masse monétaire d'équilibre, qui sert d'indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en liquidités, est estimée à partir du

Graphique 3.17
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2005	2006	2006				2007	2007		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	41,9	43,1	43,3	43,3	42,3	43,6	44,6	44,5	43,8	44,2
Variation ³	0,4	3,0	3,0	4,2	2,6	2,2	3,1	2,9	2,6	0,7
M1²	284,2	282,2	286,4	281,6	280,1	280,6	275,7	269,5	272,0	270,1
Variation ³	-1,5	-0,7	1,3	1,1	-1,5	-3,6	-3,7	-4,7	-4,3	-4,0
M2²	491,6	481,4	491,7	483,1	476,9	473,7	465,7	456,7	458,1	454,9
Variation ³	-0,8	-2,1	0,1	-0,7	-2,9	-4,8	-5,3	-6,2	-6,0	-5,8
M3²	585,9	600,6	595,4	597,7	600,7	608,5	613,3	609,6	613,4	611,4
Variation ³	4,2	2,5	3,3	2,9	1,7	2,1	3,0	2,3	2,0	2,3

1 Définition 1995

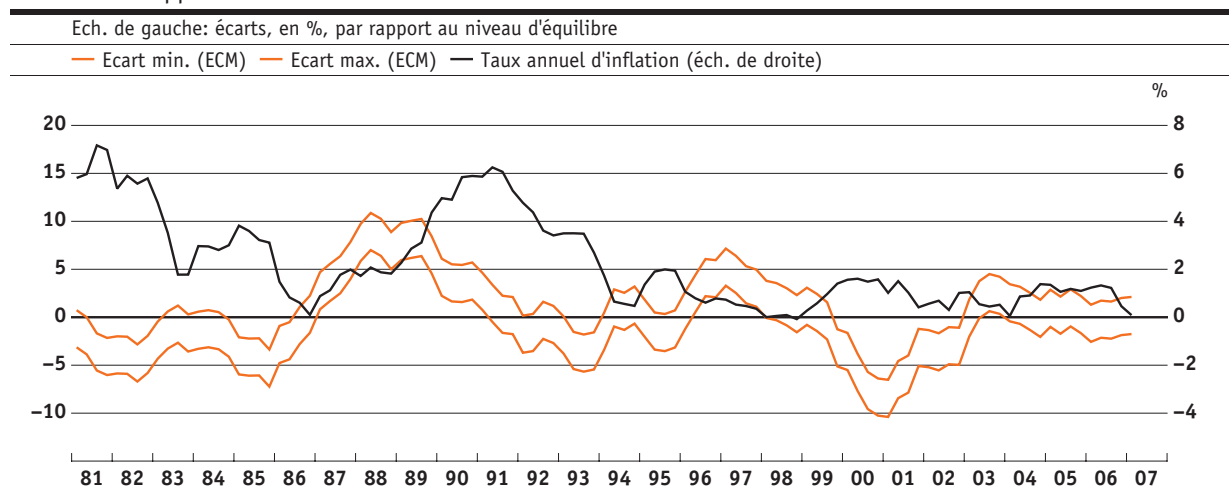
2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si le niveau de masse monétaire observé 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 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidité est établi sous la forme d'une marge dont la largeur équivaut à un écart-type. Depuis le début de 2004, cette marge évolue d'une manière presque symétrique autour de l'axe 0. Selon cet indicateur, il ne faut pas s'attendre à ce que les prix subissent des pressions du fait de la masse monétaire au cours des prochains trimestres.

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



Source: BNS

3.5 Crédits

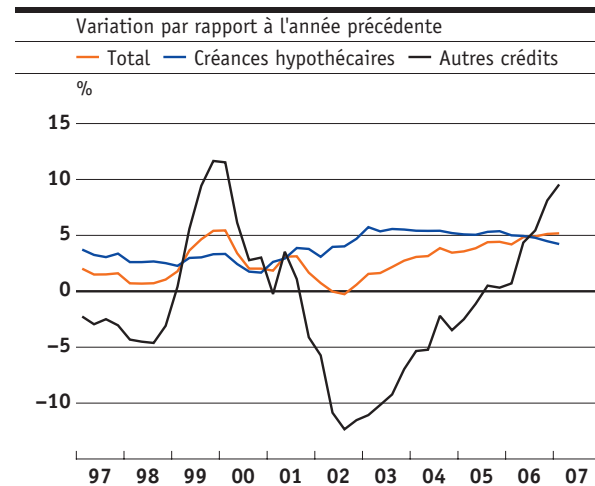
Croissance des crédits de nouveau plus vive

Les crédits ont affiché un taux de croissance annuel d'un peu plus de 5% au premier trimestre de 2007, comme au quatrième trimestre de 2006. Des taux aussi élevés ont été observés pour la dernière fois au début de l'an 2000. Il ressort du tableau 3.2 qu'une croissance particulièrement forte a été enregistrée ces derniers temps du côté des crédits aux entreprises. Les crédits aux ménages, par contre, ont subi un tassement de leur croissance depuis le milieu de 2006, après avoir connu une phase d'expansion vigoureuse.

Les crédits ventilés selon leur affectation (voir graphique 3.19) n'ont pas non plus évolué d'une manière homogène: les crédits hypothécaires, qui représentent environ 80% du total des crédits, se sont de nouveau caractérisés par une expansion moins forte qu'au trimestre précédent. Cet essoufflement s'explique en particulier par la croissance ralentie des crédits hypothécaires accordés aux ménages (4,9%). Les prêts hypothécaires aux entreprises ont quant à eux continué à n'augmenter que faiblement (0,8%). Il est probable que les taux d'intérêt en hausse ont eu un effet modérateur. Les autres crédits, qui avaient marqué un recul jusqu'au milieu de 2005, ont progressé de 9,6% au premier trimestre; ce taux dépassait celui du trimestre précédent, déjà vigoureux. Ainsi, le volume des autres crédits était comparable à celui

enregistré en 2002. Cette expansion a été due en premier lieu aux crédits gagés, la croissance des crédits non gagés demeurant à un niveau élevé. Compte tenu de l'environnement conjoncturel favorable, les banques étaient donc toujours largement disposées à octroyer des crédits, gagés ou non.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source : BNS

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2005	2006	2006				2007		2007		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	
Total	4,1	4,8	4,2	4,8	4,9	5,1	5,2	5,2	5,3	5,1	
Ménages	6,5	6,1	6,0	6,6	5,8	5,9	5,1	5,1	5,0	5,4	
Entreprises	0,9	1,6	0,2	1,0	2,4	3,4	3,9	4,1	4,0	3,0	
Créances hypothécaires	5,2	4,8	5,0	4,9	4,8	4,5	4,2	4,1	4,4	4,5	
dont ménages	6,9	5,5	5,7	5,7	5,4	5,3	4,9	4,7	5,1	5,1	
dont entreprises	3,1	1,2	1,8	1,5	1,3	0,7	0,8	0,7	0,9	1,3	
Autres crédits	-0,7	4,6	0,7	4,4	5,4	8,1	9,6	10,6	9,1	8,1	
dont gagés	2,6	2,5	3,5	4,4	0,6	1,5	7,1	9,6	3,7	5,1	
dont non gagés	-3,1	6,3	-1,4	4,3	9,3	13,4	11,5	11,5	13,5	10,2	

Source: BNS

4 Prédiction 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 leur influence maximale 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 prédiction d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la Banque nationale, 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 Banque nationale s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 indique les principales hypothèses exogènes ainsi que les hypothèses correspondantes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de mars.

Conjoncture mondiale toujours bonne malgré la hausse du prix du pétrole

Quelques points du scénario mondial actuel ont changé par rapport à celui pris en compte pour l'établissement de la prédiction de mars. Du fait des récentes augmentations du prix du pétrole, il faut s'attendre à ce que les prix à la consommation renchérissent dans le monde entier. Pour ce qui est de l'Europe, les changements n'ont pas été très importants, car la revalorisation de l'euro a en partie compensé le renchérissement dû au prix du pétrole. De plus, le relèvement de la TVA en Allemagne ne s'est pas traduit par des majorations de prix aussi fortes que prévu. Aux Etats-Unis, l'inflation s'accélère davantage du fait de la hausse du prix du pétrole, cependant que la croissance du PIB a marqué une diminution d'une ampleur surprenante au premier trimestre. Par conséquent, la prédiction portant sur les Etats-Unis a été légèrement revue à la baisse, surtout pour 2007. L'économie européenne, en revanche, évolue à un rythme plus soutenu que prévu, de sorte que la prédiction concernant la croissance du PIB a été revue à la hausse pour l'année en cours. La croissance devrait rester robuste dans ces deux zones économiques à moyen terme et s'approcher du potentiel de 3% aux Etats-Unis et de 2% dans l'UE à la fin de la période de prédiction. La relation de change entre l'euro et le dollar a encore été augmentée lors de l'établissement de la prédiction de juin et fixée à 1,35 dollar pour 1 euro; cette valeur s'applique à toute la période de prédiction.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2007	2008	2009
Prédiction de juin 2007			
PIB USA ¹	2,2	3,0	2,9
PIB UE (à 15) ¹	2,6	2,2	2,0
Cours de l'euro en dollars ²	1,34	1,35	1,35
Prix du baril de pétrole en dollars ²	65,2	68,0	68,0
Prédiction de mars 2007			
PIB USA ¹	2,8	3,1	3,0
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,2	2,1
Cours de l'euro en dollars ²	1,30	1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars ²	55,0	55,0	55,0

1 Variation en %

2 Niveau

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

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

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

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

4.2 Prévision d'inflation du 2^e trimestre de 2007 au 1^{er} trimestre de 2010

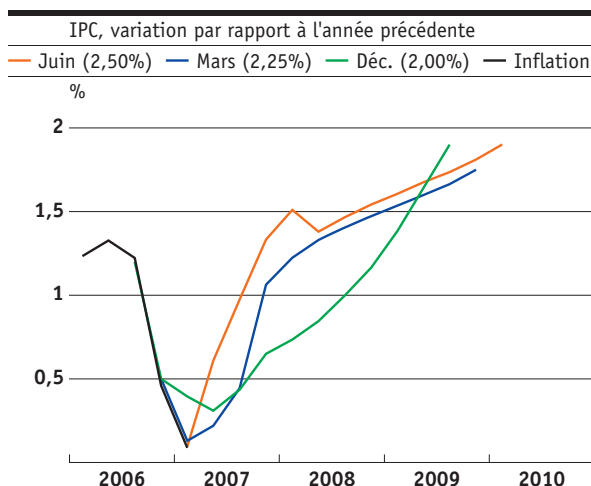
La prévision d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution future des prix en se basant sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de juin et de mars 2007 ainsi que de décembre 2006 font l'objet du graphique 4.1. La nouvelle prévision porte sur la période allant du deuxième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2010 et indique les perspectives en matière d'inflation établies sur la base d'un Libor à trois mois maintenu à 2,5% pendant toute la période. Le taux de 2,5% correspond à la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 0,25 point de base pour la porter à 2%-3% le 14 juin. Les prévisions de mars 2007 et de décembre 2006 reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 2,25% et 2%.

En Suisse, la conjoncture est vigoureuse. La situation économique connaît une évolution meilleure encore que celle attendue en mars. La bonne conjoncture dans les pays limitrophes et l'évolution des cours de change ont contribué à cette situation réjouissante qui, liée à la nouvelle

hausse du prix du pétrole, entraîne néanmoins une légère détérioration des perspectives d'inflation pour les mois à venir et ce, même après le relèvement du Libor décidé à la mi-juin. Le dernier relèvement du Libor a pour effet de stabiliser le renchérissement à partir du milieu de 2008 à un niveau légèrement supérieur à celui qui ressort de la prévision de mars. Par la suite toutefois, l'inflation pronostiquée continue à augmenter et se rapproche de la barre de 2% vers la fin de la période de prévision. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,5%, la Banque nationale table sur un renchérissement annuel moyen de 0,8% en 2007, de 1,5% l'année suivante et de 1,7% en 2009.

L'appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'incertitudes considérables. D'une part, les adaptations structurelles au sein de l'économie continuent à exercer des pressions à la baisse sur les prix; de l'autre, la hausse des coûts de production pourrait être répercutée sur les prix dans une mesure de plus en plus forte étant donné le taux élevé d'utilisation des capacités et l'évolution des cours de change. Si le dynamisme de la conjoncture demeure inchangé ou si l'évolution du franc assouplit davantage les conditions monétaires, il est probable que la Banque nationale procède à d'autres relèvements de la marge de fluctuation du Libor ces prochains mois.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2007

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 mars à mai 2007, sont résumés ci-après.

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mars et mai 2007 avec quelque 160 représentants de diverses branches et secteurs ont donné une image sereine de la conjoncture. De nombreux interlocuteurs ont estimé que leurs attentes avaient été largement dépassées au cours des premiers mois de l'année. Aucun n'a évoqué de tendance au ralentissement de la marche des affaires; il a plutôt à plusieurs reprises été question d'une accélération. Cet optimisme s'est manifesté dans toutes les branches, même dans les entreprises qui, il y a encore peu, connaissaient des difficultés.

D'une façon générale, les capacités sont amplement utilisées et la situation sur le marché autorise des hausses de prix de plus en plus fréquentes. On enregistre certes des investissements et des embauches, mais nos interlocuteurs restent circonspects; en effet, ils s'attendent tôt ou tard à une normalisation du rythme de la croissance. Ils cherchent donc souvent à maîtriser leur important volume de commandes en sous-traitant certaines parties de la production au lieu d'augmenter constamment leurs capacités. Mais les fournisseurs se heurtent eux aussi à leurs limites en matière de capacités de production. Parmi les préoccupations principales figurent toujours les fortes majorations de prix et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits en amont ainsi que les capacités, qui commencent à manquer de plus en plus souvent.

1 Production

Industrie

Les représentants de l'industrie se sont montrés très satisfaits du volume de commandes entrées depuis le début de l'année. Dans la plupart des cas, les objectifs budgétaires ont été atteints, voire dépassés. Souvent, les chiffres d'affaires se sont inscrits à un niveau nettement supérieur à celui enregistré un an auparavant, de sorte qu'il se dessine une nouvelle année record. La demande est restée largement soutenue, sans aucun signe de ralentissement. En ce moment, les principales impulsions viennent de l'UE, notamment de l'Allemagne, où la demande de biens d'équipement et celle de consommation ont progressé. Alors que la demande en provenance de l'Asie (en particulier de la Chine), mais aussi de l'Europe de l'Est a continué à se développer avec le même dynamisme, l'affaiblissement de la conjoncture aux Etats-Unis a eu des répercussions pour certains de nos interlocuteurs. Etant donné le manque de capacités, les retards dans les livraisons et la hausse des prix des matières premières et des produits en amont, il a souvent été question de surchauffe.

L'excellente conjoncture dans l'industrie s'étend à toutes les branches et à tous les fournisseurs. La branche de l'énergie, qui a profité de l'important besoin de rattrapage en matière d'investissements dans les groupes électrogènes et de la demande croissante d'énergies alternatives, s'est développée avec une vigueur particulière. Plus largement, l'industrie des machines et les entreprises produisant des biens de consommation connaissent elles aussi un essor. Outre l'horlogerie, en pleine expansion, des branches telles que le textile ou l'alimentation profitent de plus en plus de la bonne conjoncture qui règne en Suisse comme à l'étranger, après avoir parfois traversé des années difficiles.

Services

Depuis quelques temps, donc après d'autres branches, le commerce de détail ressent aussi les effets de la reprise. Les représentants de ce domaine se sont montrés satisfaits de la marche des affaires des premiers mois de l'année. La propension à consommer s'est fortement améliorée dans tous les segments, surtout dans le segment non alimentaire, et les chiffres d'affaires ont dépassé leur niveau de la période correspondante de 2006 et ce, malgré des prix d'assortiment moindres. Dans les zones frontalières, le commerce de détail a bénéficié

de l'affaiblissement du franc par rapport à l'euro, les achats s'effectuant en faveur des fournisseurs suisses.

Malgré le sérieux manque de neige, les interlocuteurs de l'hôtellerie et de la restauration ont porté un jugement positif sur la saison d'hiver passée et se sont montrés optimistes pour l'été 2007. Les températures douces du printemps ont attiré en de nombreux lieux un grand nombre d'hôtes et le taux de réservation pour la saison estivale est prometteur. Globalement, les représentants de la branche ont signalé une propension nettement plus élevée à dépenser et une durée plus longue des séjours. S'ajoute à cela le tourisme motivé par les congrès et séminaires, qui redonne surtout un coup de fouet au tourisme urbain. L'hôtellerie atteint parfois ses limites en matière de capacités.

Les entretiens menés avec les prestataires de services d'autres branches appartenant aux domaines de la consommation et de l'entreprise donnent également une image largement positive de la situation. Ainsi, les compagnies aériennes ont constaté une nette augmentation des fréquences par rapport à l'année précédente; les autres entreprises de transport de même que les entreprises de conseil, d'informatique, de logistique et les voyagistes se sont également exprimées avec une grande satisfaction quant à la marche des affaires.

Les représentants du secteur bancaire ont de nouveau évoqué une évolution réjouissante de leurs activités. Les opérations de placement, les opérations de négoce et les prêts hypothécaires prospèrent. Dans ce dernier domaine toutefois, la concurrence reste âpre et les marges étroites. Les activités avec la clientèle commerciale ont connu un développement plus modéré. Les clients disposent souvent de liquidités élevées, qu'ils utilisent pour rembourser leurs crédits.

Construction et immobilier

D'après les représentants de la construction, la conjoncture est excellente, surtout dans la construction de logements. Les capacités sont largement utilisées dans le secteur principal comme dans le second œuvre, et les entreprises ont pu augmenter les prix, notamment au niveau des ordres privés. Aucun fléchissement des activités n'a été évoqué. Certains ont toutefois mentionné une tendance à la saturation, surtout dans les logements en propriété par étage, se basant sur la hausse du nombre d'anciens logements vacants et l'ajournement de projets. Si les constructions

industrielles et artisanales ont également marqué une évolution satisfaisante, voire bonne, la situation dans le génie civil a par contre été majoritairement estimée insatisfaisante. Concernant le marché de l'immobilier, les interlocuteurs ont noté une demande étrangère toujours forte de résidences secondaires sises dans des lieux largement appréciés. Dans ce segment également, la hausse des prix s'est poursuivie.

2 Marché du travail

Beaucoup d'entreprises ont augmenté leurs effectifs ces derniers mois. Les employés de banque qualifiés et le personnel technique sont particulièrement demandés. Par contre, certains de nos interlocuteurs ont hésité à accroître leurs effectifs durablement et ont recouru à du personnel temporaire.

Les estimations relatives à la disponibilité de la main-d'œuvre varient considérablement. Les uns considèrent le manque de spécialistes comme un sérieux problème; pour les autres, le recrutement de collaborateurs qualifiés n'est certes pas aisé, mais il finit par se faire, la possibilité d'embaucher des travailleurs de l'UE facilitant grandement les choses. Dans le sillage de la reprise économique, le personnel adéquat s'est toutefois fait plus rare à ce niveau également.

Interrogés sur l'évolution des salaires, de nombreux interlocuteurs ont dit avoir ressenti une pression croissante. Etant donné l'évolution satisfaisante des affaires et les bons résultats des entreprises, celle-ci ne suscite cependant pas d'inquiétude. Plusieurs interlocuteurs ont également signalé avoir fait participer leurs collaborateurs à la bonne marche des affaires en leur accordant des bonus.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La plupart des interlocuteurs ont évoqué des résultats bons, voire très bons. Du côté des entreprises industrielles, la forte hausse des prix des matières premières et des produits en amont (notamment les aciers inoxydables) exerce une pression sur les marges. Les entreprises qui sont soumises à une vive concurrence continuent à éprouver des difficultés à répercuter les coûts plus élevés sur les prix de vente. Pour elles, la stabilité des prix de vente est donc un moyen de récompenser la fidélité de la clientèle.

La marge dont disposent les entreprises pour fixer leurs prix semble s'être élargie grâce à la bonne conjoncture et ce, dans toutes les branches, à l'exception du commerce de détail, plus exactement des grands distributeurs et de leurs fournisseurs. En effet, leurs prix sont restés sous pression et de nouvelles baisses des prix d'assortiment sont prévues.

Les représentants de l'industrie d'exportation trouvent opportun le raffermissement de l'euro face au franc. Celui-ci a plus d'une fois été mis à profit pour relever les prix en francs et parer ainsi à la hausse des prix des matières premières. Certaines des entreprises qui exportent essentiellement dans la zone dollar ont exprimé leur inquiétude quant au cours de cette monnaie.

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

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque
Berne, le 27 avril 2007

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

Je vous souhaite la bienvenue à notre 99^e assemblée générale, sans aucun doute une des manifestations les plus importantes de notre année du centenaire.

Oui, vous avez bien entendu, il s'agit effectivement de la 99^e assemblée générale et non de la centième. N'y voyez pas une erreur de calcul de notre archiviste! Si nous tenons aujourd'hui notre 99^e assemblée générale, c'est parce que le Conseil fédéral avait décidé en 1907, sur proposition du Conseil de banque, de convoquer la première Assemblée générale ordinaire non pas en 1908, comme on pourrait le supposer, mais en 1909. Le premier exercice a par conséquent porté sur une période d'un an et demi environ.

Quoi qu'il en soit, notre assemblée générale d'aujourd'hui marque le centième anniversaire de la Banque. Elle est donc à la fois ordinaire et quelque peu extraordinaire. Je me réjouis de fêter ce jour avec vous, les *shareholders* de la Banque nationale, pour reprendre un terme à la mode. Mon allocution vous sera consacrée, Mesdames et Messieurs. Je commenterai en effet l'importance et l'évolution de l'actionnariat de la BNS.

Le choix de la société anonyme

Les relations entre la Banque nationale et ses actionnaires ont toujours été très particulières. D'abord, parce qu'il est tout à fait exceptionnel qu'une banque centrale ait des actionnaires. Dans le paysage des banques centrales, les instituts revêtant la forme d'une société anonyme sont aujourd'hui des exceptions. La plupart des banques centrales sont des institutions ou des établissements publics. De plus, le fait que des particuliers puissent acquérir des actions de la banque centrale est presque unique au monde.

Après un rappel des raisons qui ont incité à donner la forme d'une société par actions à la BNS, je commenterai brièvement les évolutions au sein de notre actionnariat, examinerai plus en détail l'action de la BNS et terminerai par quelques considérations sur les questions et requêtes que les actionnaires ont formulées lors de nos assemblées générales.

La fondation de notre Institut, vous le savez, ne fut pas chose aisée, mais résulta d'un processus politique long et ardu. Elle donna lieu à des querelles qui durèrent quatorze années, soit de 1891,

le moment où le monopole d'émission des billets de banque fut transféré à la Confédération dans la Constitution, à 1905, l'année où le Conseil national et le Conseil des Etats finirent par adopter la loi sur la Banque nationale.

Les avantages d'une centralisation de l'émission des billets de banque furent rapidement évidents. Par contre, il ne fut pas facile de prendre suffisamment en considération les intérêts financiers des cantons et de surmonter le clivage entre les partisans d'une banque d'Etat et les défenseurs d'une banque privée. Surmonter ce clivage, c'était trancher la question de la forme juridique à donner à l'institut d'émission.

Au terme d'un long chassé-croisé, un compromis typiquement suisse, susceptible de réunir une majorité, fut trouvé: on opta pour une banque par actions, fondée sur une loi spéciale, et pour une règle simple en ce qui concerne la répartition des bénéfices, à savoir deux tiers aux cantons et un tiers à la Confédération.

Ce compromis signifiait permettre aux cantons, aux banques cantonales et aux anciennes banques d'émission de devenir actionnaires de la Banque nationale. Par conséquent, sur le capital social qui s'élevait alors à 50 millions de francs et était réparti en 100 000 actions nominatives, deux cinquièmes furent réservés aux cantons – avec une attribution proportionnelle à leur population résidente – et un cinquième aux anciennes banques d'émission – proportionnellement aux billets de banque qu'elles avaient émis.

Mais les particuliers devaient eux aussi pouvoir acquérir des actions de la nouvelle banque, notamment pour que celle-ci soit bien enracinée dans la population. C'est pourquoi les deux cinquièmes restants furent offerts en souscription publique, et les dispositions légales précisaient que, lors de l'attribution, la préférence devait être donnée aux petits souscripteurs.

La valeur nominale de l'action fut fixée à 500 francs pour que chacun puisse facilement participer à la souscription et que soit fondée une banque centrale reposant sur toutes les couches de la population. Le montant à payer pour obtenir une action – la moitié de la valeur nominale était à libérer – s'élevait à 250 francs, ce qui représente environ 3000 de nos francs actuels.

En juin 1906, la *Neue Zürcher Zeitung* (NZZ) écrivait dans un style grandiloquent: «Les capitalistes, mais aussi les petits épargnants veulent participer à la souscription. Il est donc sage et démo-

cratique, dans le meilleur sens du terme, que la loi accorde une préférence aux petits souscripteurs. Ainsi, l'action de la Banque nationale sera «démocratisée», et l'institut d'émission sera enraciné dans la population.»

La souscription remporta un franc succès: le montant souscrit par les particuliers atteignit plus du triple de la part qui leur était réservée. La NZZ avait pressenti cette forte demande. Le 5 juin 1906, elle commentait l'événement en ces termes: «Deux facteurs laissaient prévoir une forte participation à la souscription: la conscience de contribuer, non sans une certaine fierté, à la création d'une banque nationale fédérale, d'une part, et de recevoir un titre représentant un placement absolument sûr et bien rémunéré, au caractère de rente, d'autre part.»

Le principe d'un actionnariat aussi large que possible fut bien respecté: la plupart des quelque 12 000 particuliers ayant pris part à la souscription reçurent entre une et cinq actions. Les actions de la BNS furent négociées en bourse dès le début.

L'organisation sous la forme d'une société anonyme était considérée comme un élément de premier ordre pour assurer l'indépendance de la banque d'émission. A ce titre, elle a fondamentalement fait ses preuves. Cela était particulièrement important à l'époque de la fondation, alors que l'indépendance d'une banque centrale était encore loin d'être aussi évidente qu'aujourd'hui.

Il y a des années, un intervenant sans doute un peu facétieux avait suggéré que les actionnaires de la BNS paient un droit d'entrée à l'Assemblée générale au lieu de recevoir un dividende. Après tout, la possibilité de participer à l'Assemblée générale de la BNS est un privilège unique au monde...

Les actionnaires de la Banque nationale ne peuvent être comparés à ceux d'autres sociétés, et l'intervenant que je viens d'évoquer avait sur ce point parfaitement raison. Depuis longtemps, le capital-actions de la BNS n'est plus en adéquation avec le volume d'affaires de la Banque. Aussi n'a-t-il plus la fonction de couverture des risques étant donné la somme du bilan, qui s'est beaucoup accrue, et le niveau atteint par les provisions. Le rôle premier de l'actionnariat consiste, aujourd'hui comme autrefois, à assurer l'autonomie de la Banque nationale. On peut donc dire à juste titre que les actionnaires de la BNS sont les garants de l'indépendance de la banque centrale.

Les évolutions au sein de l'actionnariat

Quelle a été l'évolution de l'actionnariat au cours des cent ans de la BNS?

Dans notre Rapport de gestion, l'actionnariat est réparti en quatre catégories, à savoir les particuliers, les cantons, les banques cantonales et les autres collectivités et établissements de droit public. En outre, nous précisons le nombre d'actions dispo, c'est-à-dire les titres qui ont déjà été vendus en bourse, mais n'ont pas encore été inscrits au nom du nouvel actionnaire dans le Registre des actions.

A ses débuts, la Banque nationale comptait plus de 12 300 actionnaires. Depuis, ce nombre a diminué graduellement pour s'établir aujourd'hui à environ 2300.

Dans cette période, la catégorie des cantons est celle qui est restée la plus stable, comme on pouvait s'y attendre. Elle a toujours détenu une part proche de 40% du total des actions. En moyenne, un canton possède environ 1600 actions. Depuis de nombreuses années, les deux principaux actionnaires de cette catégorie sont les cantons de Berne et de Zurich, qui détiennent respectivement 6,6% et 5,2% des actions.

Le nombre de banques cantonales et d'anciennes banques d'émission détenant des actions de la BNS a fléchi, passant de près de 40 à 24. En moyenne, un actionnaire de cette catégorie possède aujourd'hui quelque 600 actions, contre un peu plus de 500 en 1907. Les banques cantonales entrent pour 15% dans notre actionnariat. Les banques cantonales de Berne et de Zurich sont les deux principaux actionnaires de cette catégorie.

Les autres collectivités et établissements de droit public – il s'agit de villes, de communes, de legs, de fondations, de fonds de prévoyance, d'institutions communales et de certaines assurances et caisses de pensions – constituent une catégorie distincte depuis 1952. Leur nombre a fluctué entre 30 et 60, et leur part s'élève actuellement à environ 1%.

La catégorie des particuliers est celle qui a enregistré les plus fortes modifications. En effet, la Banque nationale comptait, parmi ses actionnaires, plus de 12 200 particuliers en 1907 et environ 2200 à fin 2006. Le total des actions détenues par des particuliers a reculé, passant de 45 000 environ au début à quelque 32 000 à fin 2006. Par conséquent, la part des particuliers dans l'actionnariat est actuellement de 32%, contre 45% au début. Un actionnaire de cette catégorie détient en moyenne 15 titres aujourd'hui, contre trois en 1907.

Dans la structure de notre actionariat, les actions dispo sont indiquées séparément depuis 1987. Leur nombre n'a cessé de croître du fait notamment que, depuis l'entrée en vigueur du nouveau droit de la société anonyme, le cercle de nos actionnaires ne peut plus être restreint (depuis, des étrangers peuvent eux aussi être actionnaires de la Banque). En outre, les transactions portant sur notre titre ont eu tendance à augmenter. L'évolution des actions dispo est la principale raison de la diminution du nombre des particuliers inscrits à notre Registre des actions.

La ventilation géographique des actions inscrites au nom de particuliers de nationalité suisse montre que 77% étaient détenues en Suisse alémanique, 21% en Suisse romande et 2% au Tessin. Ces pourcentages correspondent approximativement à ceux de la population établie dans ces trois régions.

En résumé, je dirais que le nombre de nos actionnaires a reculé au cours des cent dernières années et que l'on peut observer une concentration plus forte et une internationalisation dans l'actionariat. Dans l'ensemble cependant, la structure de l'actionariat est restée relativement stable, en particulier pour ce qui a trait aux actionnaires de droit public. Mais nous comptons aussi plusieurs particuliers parmi nos actionnaires de longue date.

L'action de la BNS, un instrument de placement

«Qui veut bien dormir achète des obligations et qui veut bien manger acquiert des actions», dit un adage boursier.

Le dividende qui peut être versé à nos actionnaires est, vous le savez, limité par la loi à 6%, et cette limite était même de 4% avant 1921. Le titre offre donc un dividende fixe, indépendant de la marche des affaires de la Banque, et une sécurité supérieure à la moyenne. Aussi l'action de la BNS n'est-elle pas un titre de participation comme les autres. Elle n'entre certainement pas dans la catégorie des titres à risque ni dans celle des actions de croissance. – Il existe incontestablement des titres plus dynamiques et des placements plus rémunérateurs.

Un investissement en actions de la BNS s'explique donc, en partie au moins, par un certain attachement. Comme le relevait un ancien ministre des finances, il faut particulièrement aimer cette action, car le dividende est limité et il ne se produira certainement jamais une prise de contrôle permettant d'espérer une quelconque plus-value.

En tant que placement, l'action de la BNS est comparable plutôt à une obligation de la Confédération qu'à un véritable titre de participation. Depuis des années, son cours fluctue de telle façon que son rendement correspond au rendement moyen des obligations fédérales. La fin des années nonante constitue une exception; dans cette phase, le cours de l'action a fortement fluctué parce que le stock d'or avait aiguisé certains appétits. Depuis, le cours a de nouveau évolué avec une relative stabilité. J'attribuerais sa récente hausse à la tendance générale des bourses et – peut-être – à un «effet centenaire».

Il n'y a donc pas que les détenteurs d'obligations qui puissent dormir d'un profond sommeil. L'évolution du cours de l'action BNS devrait vous permettre à tous, chers actionnaires, de bien dormir (mais, je l'espère, pas pendant notre Assemblée générale!). Quoi qu'il en soit, nous avons veillé à ce que vous puissiez bien manger aujourd'hui, comme de «vrais» actionnaires, à l'issue de notre Assemblée générale.

Les requêtes des actionnaires

Dans la dernière partie de mon allocution, je voudrais passer en revue les principaux sujets que nos actionnaires ont traités ces cent dernières années. Parmi les thèmes les plus marquants, plusieurs étaient propres à leur époque, d'autres récurrents.

Les querelles de l'époque de la fondation de la Banque ont eu des répercussions jusque dans les années cinquante. Une question a particulièrement donné matière à discussion: qui, du secteur public ou du secteur privé, devrait émettre la monnaie? Les partisans d'une monnaie franche ont souvent relancé le débat, qui a pris parfois une tournure assez vive. Ces dernières décennies et, surtout, ces dernières années, ils ont cependant adopté un ton plus conciliant à l'égard de la Banque nationale et lui ont même adressé expressément des éloges pour sa politique axée sur la sauvegarde de la stabilité des prix.

Les droits des actionnaires, sensiblement moins étendus que dans une société privée, ont souvent donné lieu, dans le passé comme dans la période récente, à d'intenses discussions à nos assemblées générales. Le montant du dividende et la règle régissant la répartition du bénéfice figurent également au nombre des thèmes récurrents. La limitation du nombre de voix des actionnaires qui n'appartiennent pas aux collectivités et établissements de droit public a elle aussi fait souvent l'objet d'interventions.

Parmi les sujets d'importance macroéconomique qui ont incité divers actionnaires à prendre la parole, je citerai, pour la période récente, les ventes d'or et la distribution extraordinaire de bénéfices à la Confédération. A ce propos, l'inquiétude que d'aucuns se faisaient pour l'indépendance de la Banque a amené un actionnaire à lancer l'avertissement suivant: «Lorsque les convoitises dépassent les capacités de l'économie, on fait appel à la manne de la Banque nationale.»

Mais nos actionnaires ont aussi abordé d'autres thèmes, tels que le niveau et la composition des réserves de devises, l'amélioration du rendement des placements (notamment par l'acquisition d'actions), le cours du franc sur les marchés des changes, l'importance de la lutte contre l'inflation, le niveau des taux d'intérêt et ses répercussions en particulier sur le taux hypothécaire et les loyers, ou encore, de façon générale, les risques découlant d'excès sur le marché de l'immobilier. Dans certaines phases, les inquiétudes au sujet du maintien des activités industrielles en Suisse ont dominé nos discussions. Tous ces thèmes ont été repris et développés par la Banque nationale, sous des formes diverses.

Des appels pour que l'éthique soit davantage présente dans l'économie ont aussi été lancés quelquefois. Des actionnaires ont également attiré l'attention sur les dangers de la mondialisation et de la déréglementation des marchés. Certains craignaient que le développement de la monnaie électronique ne rende bientôt superflu le numéraire et la Banque nationale elle-même, tandis que d'autres redoutaient les répercussions négatives de l'introduction de l'euro. Mon bref panorama montre la très grande variété des thèmes entrant dans les réflexions de nos actionnaires.

Que notre Assemblée générale ait ainsi tenu parfois d'une «landsgemeinde monétaire» n'enlève rien à la valeur de cette institution de la démocratie primitive. Quelques actionnaires sont intervenus, année après année, avec une régularité d'horloge. Plusieurs d'entre eux ont ainsi acquis une certaine notoriété, d'autres ont même passé pour peu sérieux. Leurs interventions étaient souvent amusantes, parfois provocantes, mais constituaient aussi, dans maints cas, de véritables défis.

La discussion générale, qui donne aux actionnaires la possibilité de s'exprimer, est pour nous très enrichissante. La direction de la Banque l'a d'ailleurs toujours souligné. La discussion générale permet en effet de présenter notre politique au public et de la commenter.

Remerciements

Fêter un anniversaire, c'est aussi l'occasion de formuler des remerciements. Je ne saurais par conséquent clore mon exposé sans vous adresser, chers actionnaires, de très chaleureux remerciements. La Banque nationale a gagné une solide confiance au sein de la population suisse. Vous contribuez, chers actionnaires, à renforcer encore cette confiance par votre engagement financier, par votre présence et par vos interventions. Nombre d'entre vous sont actionnaires de la BNS depuis des années, voire depuis des décennies. Je tiens à vous remercier vivement de cette fidélité et de l'intérêt que vous portez aux affaires et à la politique de notre institut. Puisse la Banque nationale rester, ces cent prochaines années encore, aussi largement enracinée dans notre population!

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

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale
Berne, le 27 avril 2007

Monsieur le président du Conseil de banque,
Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Mesdames et Messieurs les invités,

Voici cent ans, la Banque nationale ouvrait ses guichets et exécutait ses premières transactions. Année après année, le président de la Direction générale a eu le privilège de vous présenter l'état de la situation économique et de vous exposer le cours de la politique de la Banque. Je suis d'autant plus heureux, aujourd'hui, de poursuivre cette tradition que l'année 2006 a été particulièrement favorable pour notre économie: la croissance s'est accélérée pour atteindre un niveau supérieur à sa tendance de long terme, l'emploi a augmenté, entraînant une baisse graduelle du chômage, et la hausse des prix est restée modeste, nettement inférieure au taux de 2% que nous assimilons à la stabilité des prix. De plus, pour l'année en cours, les perspectives en matière de croissance, d'emploi et de stabilité monétaire demeurent très positives.

Un commerce extérieur dynamique

La bonne tenue de l'économie suisse a surpris plus d'un observateur habitué aux maigres résultats des années nonante et échaudé par les événements du début des années 2000. Elle s'explique pourtant logiquement, car elle découle d'un ensemble de facteurs particulièrement favorables.

En premier lieu, je citerai la remarquable capacité du secteur privé de s'adapter aux défis posés par la mondialisation des marchés. Grâce aux efforts de restructuration dans le secteur d'exportation, notre commerce extérieur a connu une évolution très réjouissante. Au cours des dix dernières années, nos exportations ont progressé de plus de 80%, cinq fois plus vite que le produit intérieur brut. Le surplus traditionnel de nos échanges de services est maintenant complété par un excédent dans les échanges de biens. Les fortes progressions enregistrées dans les exportations de biens à haute valeur ajoutée comme l'électronique, l'horlogerie, la chimie et les produits pharmaceutiques montrent le succès de stratégies orientées vers la qualité et un contenu technologique élevé. A cela s'ajoute la progression des exportations de services, particulièrement celle des services financiers et touristiques. Au total, le solde de notre balance des biens et services est passé de 17 à 37 milliards de francs en dix ans, soit de 4,6% à 8,3% du PIB. Manifestement, la mondialisation, loin de menacer

notre expansion extérieure, a entraîné un élargissement des marchés dont nos entreprises ont su profiter pleinement.

La prospérité de notre commerce extérieur est due pour beaucoup à la bonne tenue de l'économie mondiale, dont les résultats ont été tout à fait réjouissants ces dernières années. Des signes de faiblesse ont pu être observés ces derniers temps aux Etats-Unis, mais le dynamisme inchangé de la conjoncture asiatique et le redressement de la croissance en Europe laissent augurer d'un environnement international favorable en 2007.

En plus des impulsions positives provenant de l'économie mondiale, nos exportations ont joui également de conditions particulières sur le marché des changes. L'introduction de l'euro a stabilisé la scène monétaire européenne et a mis le franc suisse à l'abri des perturbations spéculatives que nous avons vécues par le passé. Notre monnaie connaît aujourd'hui une volatilité bien inférieure à celle des années nonante, ce qui ne peut être que bénéfique aux échanges extérieurs. De plus, si le dollar a perdu du terrain ces dernières années, l'euro a retrouvé un niveau comparable à celui qui était le sien en 1999. Comme l'inflation suisse a été nettement inférieure à celle de nos principaux partenaires commerciaux, l'indice du cours de change réel du franc, pondéré par nos exportations vers 24 pays, a fléchi de près de 10% durant les cinq dernières années. Le degré de compétitivité de nos exportateurs s'en est ainsi trouvé renforcé d'autant.

Il serait toutefois hâtif de croire que la tendance à l'affaiblissement du franc se maintiendra indéfiniment. A bien des égards, la situation actuelle est paradoxale, car les monnaies des pays présentant la plus faible inflation – le franc et le yen – ont cédé du terrain par rapport à celles de pays où les perspectives en matière de prix sont moins favorables. A l'évidence, les marchés réagissent à court terme, en fonction des différentiels d'intérêt du moment – ou des changements attendus de ces différentiels –, sans apprécier pleinement les éléments fondamentaux des économies en présence ou sans craindre des ajustements brusques de cours. Cette attitude spéculative est forcément risquée. L'histoire nous a montré que des retournements de situation sur les marchés des changes interviennent souvent par surprise, que des phases de force et de faiblesse du franc peuvent alterner, que le franc a tendance à réagir à l'excès en période d'incertitude. La prudence s'impose donc. Elle demande que nos exportateurs restent maîtres de leurs risques de

change, même en phase de faible volatilité. Il ne viendrait à l'idée de personne de renoncer à sa police d'assurance contre l'incendie parce que sa maison a été épargnée ces dernières années!

Une demande intérieure bien orientée

Le dynamisme de notre commerce extérieur ne pouvait manquer d'avoir un effet d'entraînement sur l'investissement et la consommation domestique, mais surtout sur l'emploi.

L'impact sur les investissements en équipements et sur l'emploi résulte d'abord d'une utilisation toujours plus intense des capacités de production. Ainsi, dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production n'a cessé d'augmenter depuis 2002 pour atteindre un niveau historiquement élevé. Les entreprises, encore hésitantes en 2005 sur la solidité de la reprise, ont apprécié les choses plus favorablement l'année dernière, ce qui les a encouragées à augmenter substantiellement leurs plans d'investissements en équipements. Parallèlement, elles ont créé des places de travail à un rythme plus soutenu, notamment des postes à temps plein. Il en a résulté une baisse plus rapide du chômage et un recours accru à la main-d'œuvre étrangère.

2006 a donc très clairement été une année de consolidation du cycle économique après les hésitations antérieures. Les perspectives actuelles s'inscrivent dans la suite de ce mouvement, car les carnets de commandes sont bien remplis et l'indice de confiance des chefs d'entreprises demeure orienté positivement. Le taux de chômage devrait donc continuer de baisser au cours des prochains mois.

Un secteur qui dépend moins de la conjoncture extérieure que de l'environnement financier est celui de la construction. La construction de logements a grandement bénéficié des taux d'intérêt bas de ces dernières années. En 2006, 41 000 nouveaux logements ont été mis sur le marché, soit près du double de ce que l'on pouvait observer au début des années 2000. L'évolution démographique et l'augmentation des revenus, associées aux conditions favorables de financement, ont assuré une bonne demande, mais des signes de saturation ont commencé malgré tout à se faire jour. On note ainsi une baisse progressive du taux de croissance des crédits hypothécaires. Tout porte à croire que la construction de logements perdra encore de son dynamisme cette année. En revanche, la construction industrielle et commerciale devrait poursuivre son amélioration.

La progression de l'emploi et des revenus a eu des répercussions positives sur les dépenses des ménages. Avec une croissance de l'ordre de 2%, la consommation est devenue un soutien de la conjoncture, contrairement à la situation des années précédentes. On peut s'attendre à ce que la poursuite du recul du chômage au cours des prochains mois consolide cet état de fait.

Dans l'ensemble, l'économie suisse a enregistré en 2006 une croissance de l'ordre de 3% en termes réels, le meilleur résultat depuis l'année 2000. Elle a bénéficié des bonnes conditions de demande sur le plan externe comme sur le plan interne, mais elle a aussi pu compter sur une flexibilité accrue de la production indigène grâce à l'ouverture du marché du travail aux ressortissants des pays voisins, et cela sans mettre en danger l'emploi national. Au cours des douze derniers mois, près de 60 000 places de travail ont été créées, un chiffre inégalé depuis 2001, alors que le nombre de chômeurs baissait de 22 000.

Les efforts de restructuration des entreprises, les progrès de la productivité et la flexibilisation du marché du travail ont créé un environnement permettant une croissance plus vigoureuse. Le chemin difficile des réformes et de l'ouverture a ainsi conduit à de premiers succès. Il convient de s'y maintenir afin d'assurer une augmentation soutenue et durable de notre potentiel productif, un facteur qui nous aidera à assainir nos assurances sociales et à affronter les défis que pose le vieillissement de notre population.

Poursuite de la normalisation de la politique monétaire

Dans ce contexte d'amélioration de la situation économique, la Banque nationale a poursuivi l'an dernier la politique de normalisation graduelle des taux d'intérêt qu'elle applique depuis juin 2004. Lors de chacun de nos examens trimestriels de la situation économique et monétaire, nous sommes arrivés à la conclusion que la préservation de la stabilité des prix à moyen terme exigeait un nouvel ajustement du taux Libor. Le taux d'intérêt à trois mois est ainsi monté de 1,25 point de pourcentage depuis janvier 2006.

Avec une inflation moyenne de 1,1%, 2006 a été une nouvelle année de stabilité des prix, la treizième consécutive d'ailleurs. La situation actuelle reste confortable puisque les anticipations inflationnistes sont modérées et le recul du prix du pétrole intervenu l'an dernier influence favorable-

ment les indices. Nous restons toutefois vigilants, car notre économie se trouve maintenant en situation de quasi plein-emploi de ses ressources productives et le franc s'est déprécié sur le marché des changes, ce qui tend à renchérir nos importations. Nous procéderons à de nouveaux relèvements des taux dans toute la mesure nécessaire à la préservation de la stabilité des prix à moyen terme.

Les risques

Le dynamisme actuel de l'économie mondiale semble présager une bonne conjoncture pour 2007. Certes, des signes de faiblesse sont apparus aux Etats-Unis, mais cette situation ne devrait être que passagère. En Europe, la vigueur de la reprise en 2006 a surpris. Un ralentissement est maintenant attendu, mais pas un fléchissement marqué. Sur le plan de la conjoncture, l'appréciation des risques paraît donc relativement favorable pour 2007.

Le prix des hydrocarbures demeure évidemment une source d'inquiétude. La poursuite de la croissance de l'économie mondiale ainsi que l'expérience vécue ces dernières années montrent que le marché du pétrole peut s'emballer rapidement, étant donné les faibles capacités excédentaires de production et de raffinage. Il n'est donc pas possible d'écarter totalement l'éventualité que l'accalmie actuelle ne soit que passagère.

Nous observons une situation inhabituelle de faible volatilité sur les marchés financiers et de faible prime de risque sur les placements. Ces deux facteurs pourraient se retourner brusquement. Nous devons donc rester sur nos gardes, car des mouvements abrupts des variables financières, des cours de bourse comme des cours de change, ont un effet immédiat sur notre économie en raison de sa large ouverture aux transactions extérieures et de sa spécialisation relative dans la production de services financiers.

Une situation confortable en regard de l'histoire

Une économie suisse proche du plein-emploi, la stabilité des prix assurée depuis plusieurs années, un ordre économique ouvert et libéral permettant d'engager pleinement les instruments de politique monétaire: la Banque nationale opère aujourd'hui dans un environnement confortable. En cette année du centenaire de la création de notre Banque, il convient de se rappeler que nos prédécesseurs ont souvent connu des situations beaucoup plus difficiles.

Ainsi, une fois réglés les problèmes posés par la mise en place du monopole des billets de banque, la jeune Banque nationale fut rapidement confrontée, en 1914, aux problèmes du financement des dépenses militaires entraînées par la Première Guerre mondiale et, dès la fin des hostilités, aux difficultés de la normalisation. Les troubles sociaux de 1918 et le niveau élevé de l'inflation à l'issue de la guerre furent douloureusement ressentis comme une faillite de la gestion monétaire. Cet échec marqua durablement les esprits au sein de la Banque et explique pour une large part l'orthodoxie des politiques appliquées dans les décennies suivantes.

C'est ainsi que, la paix revenue, la Banque nationale s'efforça de restaurer les règles de l'étalon-or. La parité-or d'avant-guerre fut rétablie en 1924. Mais, après quelques années relativement prospères, la situation économique se dégrada de nouveau pour déboucher sur la crise des années trente. En 1931, la dévaluation de la livre puis, en 1933, celle du dollar furent les premiers épisodes de l'effondrement de l'étalon-or. En 1936, à la suite de la dévaluation du franc français, les autorités fédérales durent se résoudre, à leur tour, à abaisser la parité du franc.

Le défi de la gestion d'une économie de guerre surgit à nouveau quelques années plus tard. Le chapitre de la Seconde Guerre mondiale, avec ses doutes, ses angoisses et ses erreurs de jugement, a largement été analysé ces dernières années par les historiens. Une réflexion a également été menée au sein de la Banque nationale afin de mieux comprendre cette période difficile de notre histoire.

L'après-guerre fut marqué par une volonté farouche de tourner la page, d'éviter que se répètent les errements qui avaient mené au protectionnisme économique d'avant-guerre et de reconstruire les économies en ruines. Une phase intense de réorganisation de l'ordre monétaire international s'ouvrit. La Suisse, encore isolée économiquement et politiquement, s'y associa sans être membre des institutions de Bretton Woods. La libéralisation graduelle des paiements et du commerce débouchèrent rapidement sur une période de prospérité, mais aussi sur un fonctionnement déséquilibré du système monétaire international. L'inflation, les mouvements spéculatifs de fonds furent continuellement à l'ordre du jour dans les années 1960 et la scène monétaire fut troublée par de multiples dévaluations, particulièrement en Europe.

La suspension de la convertibilité-or du dollar, en 1971, annonça l'effondrement du système des

taux de changes fixes mis en place après la guerre. Face à un afflux massif de fonds spéculatifs, la Banque nationale dut renoncer à stabiliser le franc en 1973. Le passage au flottement durable du franc fut certainement le revirement de stratégie monétaire le plus important de ces cent premières années de notre histoire.

Depuis lors, la Banque nationale a dû apprendre à opérer avec des changes flottants et à conduire une politique monétaire indépendante, non sans difficulté d'ailleurs, car l'environnement international a souvent été fort instable avec, pour conséquence, des phases de forte surévaluation du franc. Dans les années 1980, une plus grande discipline monétaire se fit jour et la lutte contre l'inflation se généralisa progressivement. L'ordre monétaire mondial ne retrouva toutefois un certain calme que vers la fin des années nonante, alors que le projet d'intégration monétaire en Europe prenait forme et que les politiques monétaires s'orientaient vers la défense de la stabilité des prix.

En jetant ce regard rapide sur les cent premières années de notre histoire, nous constatons combien les circonstances ont pu varier d'une période à l'autre. Il convient donc de rendre hommage à tous ceux qui, avant nous et dans des conditions souvent difficiles, se sont engagés pour que la Banque nationale puisse remplir sa mission. Ce sont eux qui, par leur gestion prudente des affaires du pays, ont réussi à nous mettre à l'abri des nombreuses crises monétaires qui ont frappé tant d'autres Etats européens. Ce sont aussi eux qui, par leur détermination, ont permis à la Banque nationale de mener une politique monétaire résolument orientée vers la stabilité.

Notre génération profite largement de cet héritage. Le courage et les sacrifices de ceux qui nous ont précédés nous permettent de disposer aujourd'hui d'une économie prospère et d'une monnaie saine.

Mais notre reconnaissance s'adresse aussi aux autorités et à la population. Nous sommes sensibles à la confiance qui est manifestée à notre endroit par le Conseil fédéral et le Parlement. La Constitution fédérale, en garantissant notre indépendance, nous donne les moyens d'agir pleinement dans l'intérêt de la stabilité monétaire. Les autorités politiques peuvent compter sur le fait que nous n'utilisons notre liberté d'action que dans le but de remplir les missions qui nous ont été confiées par le législateur.

Nous nous rendons compte également que, malgré nos efforts de communication, nos décisions sont bien souvent difficiles à comprendre pour la population. Aussi mesurons-nous à sa juste valeur la confiance que cette dernière nous accorde. Cette confiance nous encourage à accomplir le mandat que l'art. 99 de la Constitution fédérale nous attribue: celui de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays.

Enfin, Mesdames et Messieurs les actionnaires, nos remerciements s'adressent aussi à vous. En tant que représentants des cantons, des banques cantonales, des collectivités et des établissements suisses de droit public ou en tant qu'actionnaires particuliers, vous soutenez fidèlement la Banque nationale depuis sa création en 1907. Vous avez été à ses côtés dans toutes les phases, souvent tourmentées, de son histoire. Nous vous sommes reconnaissants de votre appui.

Votre présence est le garant de notre indépendance, un facteur essentiel au succès de nos efforts en vue de préserver la stabilité monétaire du pays.

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 (www.snb.ch), sous Publications/ Publications économiques.

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.

Why «Basel II» may need a leverage ratio restriction

Jürg M. Blum
Working Paper 2007-4

Le nouvel accord international sur les fonds propres des banques (Bâle II) a pour objectif de mieux adapter les exigences réglementaires concernant les fonds propres au risque effectif des banques. La sensibilité accrue au risque doit être atteinte en tenant compte davantage, dans le calcul des fonds propres, de procédures internes des banques visant à mesurer le risque. Malgré cette amélioration, certains milieux sont partisans d'imposer une exigence de fonds propres supplémentaire sous la forme d'un ratio d'endettement (*leverage ratio*), c'est-à-dire d'un rapport minimal, indépendant du risque, entre les fonds propres et l'actif du bilan. Les banques s'opposent avec véhémence à l'introduction d'un tel ratio, arguant qu'il réduirait à néant les avantages du nouvel accord sur les fonds propres. Pour répondre à cette controverse, cette étude démontre pourquoi un ratio d'endettement pourrait être une condition nécessaire d'un accord de Bâle II efficace.

Comme les autorités de surveillance ne disposent que d'informations limitées sur les risques des banques, elles doivent se fonder sur les relevés que celles-ci fournissent à propos de leurs propres risques. Pour leur part, les banques sont conscientes que l'annonce d'un risque élevé entraînerait une norme de fonds propres élevée. Elles peuvent donc être tentées d'indiquer un risque trop bas. Pour aboutir à une annonce de risque correcte, les autorités de surveillance doivent pouvoir punir les banques qui annoncent des risques non conformes

à la vérité. Si elles n'ont, toutefois, que des possibilités limitées de découvrir les banques fautives et de les punir, celles-ci seront encore tentées d'indiquer un risque trop bas. Dans ce cas, le recours supplémentaire à un ratio d'endettement contribuerait à une annonce de risque conforme à la vérité en réduisant les avantages que procurerait une annonce inexacte. Premièrement, le ratio d'endettement fixe une limite supérieure à la valeur de l'option de vente que constitue la responsabilité limitée des banques. Comme les banques ont constitué davantage de fonds propres, elles assument elles-mêmes une plus grande part du risque de perte. Deuxièmement, les autorités de surveillance disposent de possibilités élargies de sanctions en cas de fautes des banques. En raison de la responsabilité limitée, le montant des fonds propres bancaires restreint la peine qui peut être infligée. Par conséquent, la fixation d'une limite inférieure des fonds propres garantit un montant minimal des peines infligées aux banques le cas échéant. L'effet est le même dans les deux cas: les bénéfices estimés des banques fautives sont réduits. Si le ratio d'endettement est assez élevé, les banques auront intérêt à remettre une annonce de risque conforme à la vérité. Meilleure est la possibilité des autorités de surveillance d'identifier les banques fautives et de les punir, plus bas est le ratio d'endettement nécessaire. Si ces possibilités sont très efficaces, le ratio d'endettement sera même superflu. Dans l'autre cas extrême, c'est-à-dire si les autorités de surveillance ne sont pas en mesure de discerner le comportement malhonnête des banques ou de les punir, la réglementation optimale des fonds propres se réduira à un simple ratio d'endettement sans normes supplémentaires sensibles au risque.

Maintaining low inflation: money, interest rates, and policy stance

Samuel Reynard
Working Paper 2007-5

Cet exposé montre, sur la base de données venant de Suisse, des Etats-Unis et de la zone euro, dans quelle mesure les agrégats monétaires permettent d'apprécier le degré d'expansion ou de restriction de la politique monétaire. Cette analyse monétaire contraste avec l'analyse de politique monétaire en vogue, qui renonce à tenir compte des masses monétaires.

Il est indiqué tout d'abord que les mesures destinées à l'appréciation du cours de la politique monétaire et basées sur les taux d'intérêt à court terme, c'est-à-dire sur la différence entre le taux d'intérêt à trois mois et le taux d'intérêt qui découle de la règle de Taylor, ne donnent pas d'informations utiles sur l'inflation future. L'évolution des taux d'intérêt à court terme par rapport à celle du taux d'intérêt «neutre» ne fournit pas d'indications utiles sur les taux d'inflation futurs.

En revanche, l'évolution des agrégats monétaires donne des renseignements qualitatifs et quantitatifs sur l'évolution future des prix et de la production. Ce faisant, il faut tenir compte de deux facteurs. Premièrement, les agrégats monétaires doivent être ajustés par le taux d'intérêt d'équilibre. Les ménages et entreprises augmentent leur détention de monnaie en termes réels lors d'une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, et vice-versa. Deuxièmement, il faut tenir compte du fait important que, contrairement aux masses monétaires, les niveaux des prix n'ont jamais fléchi dans les économies examinées. Ces variations de prix asymétriques rendent plus difficile l'utilisation des taux de croissance des masses monétaires pour estimer les risques d'inflation. Par conséquent, la politique monétaire à court terme nécessite une analyse des niveaux de masse monétaire et de prix.

On affirme souvent que la relation à long terme entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation est attribuable uniquement à la demande de monnaie et que cette relation n'a aucune utilité pour l'horizon intéressant les banques centrales. L'argument en vogue est que des variations des agrégats monétaires dues à des chocs de la demande de monnaie ou à des réactions de la politique monétaire à d'autres chocs économiques affaibliraient

la relation à court terme entre la masse monétaire et l'inflation. Un autre argument est qu'un objectif d'inflation atteint avec succès supprimerait la relation entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation. Contrairement à ces allégations, l'exposé démontre qu'une variation correspondante des prix et de la production suit toute évolution monétaire importante. Il pose cependant comme condition que la relation entre la masse monétaire et les prix tienne compte des variations de la vitesse de circulation de la monnaie, ainsi que de l'évolution asymétrique des prix. En outre, on n'observe aucune variation importante des prix qui n'est pas précédée par une évolution monétaire correspondante. Par conséquent, une stratégie axée avec succès sur un objectif d'inflation entraînerait une augmentation de la masse monétaire – déduction faite de la production potentielle – identique à la hausse des prix. En résumé, on peut utiliser l'évolution monétaire pour expliquer les tendances inflationnistes et leurs fluctuations. De plus, les agrégats monétaires fournissent des informations anticipées sur l'évolution de l'inflation.

Ces relations monétaires sont ensuite utilisées pour évaluer l'efficacité des prévisions faites à l'aide des courbes de Phillips et interpréter les changements récents de comportement de l'inflation. Les agrégats monétaires signalent l'inflation future d'une manière plus précoce et plus sûre que des mesures basées sur l'activité économique. En outre, l'affaiblissement de la relation entre la production et l'inflation constaté depuis les années nonante peut s'expliquer par une fréquence plus forte des phases de politique monétaire restrictive, par quoi il faut entendre des masses monétaires faibles par rapport au niveau des prix, et par une rigidité à la baisse des prix. Il en est résulté une faible activité économique alors que les taux d'inflation sont demeurés relativement stables et faibles. Les désavantages de ne pas considérer les agrégats monétaires lors de la poursuite d'un objectif d'inflation faible apparaissent donc clairement. Comme on observe des hausses de prix lorsque la politique monétaire est accommodante mais qu'aucune baisse n'est observée si elle est restrictive, alors que la production est influencée symétriquement et avec retard par les évolutions monétaires, poursuivre un objectif de faible inflation sans tenir compte des agrégats monétaires fait courir le risque d'être trop restrictif en moyenne.

Loss aversion in aggregate macroeconomic time series

Rina Rosenblatt-Wisch
Working Paper 2007-6

En général, les modèles de croissance s'efforcent de trouver des réponses aux questions concernant la croissance à long terme: par quoi le taux de croissance du revenu par habitant est-il déterminé? Comment le taux d'épargne influe-t-il sur la croissance à long terme? Comment est-il possible que nous observions une croissance accrue pendant de longues périodes, ce qui exerce un effet sur l'évolution sociale et politique d'un pays en règle générale? Pourquoi le produit national croît-il, et dans quelle mesure, et pourquoi y a-t-il des phases d'expansion et de récession?

Pour répondre à ces questions, l'économie est décrite la plupart du temps comme un modèle dans lequel les ménages maximisent leur utilité et les entreprises leur bénéfice. Dans certains cas, ces deux types d'acteurs peuvent être résumés par la méthode dite du planificateur social. Celui-ci maximise l'utilité d'un agent représentatif sur la base de son horizon de vie. Dans les modèles classiques, l'agent représentatif a, la plupart du temps, une fonction d'utilité qui se définit notamment par des valeurs de consommation absolues à utilité marginale décroissante. Toutefois, cette définition classique de l'homo oeconomicus a été remise en question, économétriquement et par expérience, par des idées relevant de la psychologie. La théorie des perspectives de Kahneman et Tversky postule qu'une personne ne pense pas ou ne prend pas de décisions en termes de niveaux absolus, mais tire son utilité de gains et de pertes relatifs à un point de référence. En outre, le mal causé par une perte est deux fois plus fort que le bien occasionné par un gain de même taille. Cette aversion à la perte a été prouvée lors de nombreuses expériences et se fonde avant tout sur des comportements individuels et des décisions prises dans l'incertitude.

Il faut se demander si le concept d'aversion à la perte s'applique aussi à des séries agrégées. L'évidence empirique d'aversion à la perte pourrait avoir des implications sur les modélisations macroéconomiques, notamment lors de suppositions relatives au comportement de l'agent représentatif. Cette étude présente donc un modèle de croissance avec un agent représentatif qui tire son utilité de variations de consommation (croissance positive et négative de la consommation au lieu de niveaux absolus). De plus, l'agent représentatif se caractérise par son aversion à la perte. Les pertes de consommation pèsent davantage que l'utilité qu'il tire d'augmentations correspondantes. Pour valider ce modèle, on a examiné à l'aide de tests si l'aversion à la perte pouvait être mesurée en utilisant des séries chronologiques macroéconomiques, telles les données de consommation. Les données se rapportent aux Etats-Unis et couvrent la période du début de 1955 à la fin de 2004.

Les estimations montrent qu'une aversion à la perte apparaît effectivement dans les séries agrégées. Tous les résultats indiquent clairement que les pertes pèsent davantage sur l'utilité de l'agent que les gains de même taille lui procurent de l'utilité. Dans certains ensembles de paramètres, on s'approche même du coefficient de 2,25, résultant des expériences de Tversky et Kahneman. Le mal causé par une perte est donc considéré comme environ deux fois plus fort que la satisfaction générée par un gain de même taille. Ces résultats établissent un pont entre les découvertes de Kahneman et Tversky et la théorie macroéconomique de la croissance.

Banking sector reform and interest rates in transition economies: bank-level evidence from Kyrgyzstan

**Martin Brown, Maria Rueda Maurer,
Tamara Pak et Nurlanbek Tynaev
Working Paper 2007-7**

Lors de la dernière décennie, la plupart des pays d'Europe orientale et de l'ancienne Union soviétique ont entamé des réformes visant à accroître la taille, la stabilité et l'efficacité de leur secteur financier. La surveillance bancaire a été renforcée, afin de rétablir la confiance dans le secteur bancaire. De plus, ces Etats ont libéralisé leur secteur financier pour stimuler la concurrence et accroître l'efficacité de l'intermédiation financière. Cette étude examine les résultats des réformes du secteur financier au Kirghizstan, un des pays en transformation.

Elle analyse l'évolution des taux d'intérêt relatifs aux dépôts et aux crédits durant la période qui va de 1998 à 2005. Afin de distinguer les effets de la réforme du secteur bancaire de ceux des mesures de stabilisation macroéconomique – tel l'abaissement des taux d'intérêt dans le pays – les taux d'intérêt bancaires sont comparés aux taux du marché dans le pays et à l'étranger ainsi qu'aux indicateurs des coûts de transaction, du risque de crédit, des coûts de capitaux et de la structure des propriétaires.

Les résultats montrent que la confiance croissante mise dans le secteur bancaire a contribué considérablement à la baisse des taux d'intérêt relatifs aux dépôts et aux crédits. En revanche, la diminution des risques de crédit, des coûts de transaction et des coûts de capital n'a pas abaissé les taux d'intérêt relatifs aux crédits dans une mesure déterminante. D'après les résultats d'une enquête, aussi bien les épargnants que les débiteurs ont profité de la libéralisation du secteur financier kirghize. Si la présence d'établissements en mains étrangères semble avoir raffermi la confiance dans le secteur bancaire, ce qui a fait descendre les taux d'intérêt des dépôts à un bas niveau, les résultats montrent que les banques étrangères prélèvent des taux d'intérêt beaucoup plus bas sur les crédits que les établissements du pays. Finalement, on constate que l'intensité de la concurrence est faible dans le secteur bancaire kirghize et qu'elle n'a pas augmenté malgré la restructuration de ce domaine. C'est pourquoi les taux d'intérêt bancaires ne reflètent pas complètement la baisse des taux du marché que les mesures de stabilisations ont entraînée.

Marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois

Le 14 juin 2007, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a portée à 2%–3%. Elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation jusqu'à nouvel avis.

Révision de l'ordonnance de la Banque nationale

La version révisée de l'ordonnance relative à la loi sur la Banque nationale (ordonnance de la Banque nationale, OBN) est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2007. Cette ordonnance avait été arrêtée par la Direction générale en mars 2004 et était entrée en vigueur le 1^{er} mai 2004, en même temps que la loi sur la Banque nationale. Elle contient des dispositions d'exécution dans trois domaines de la LBN, à savoir les statistiques, les réserves minimales et la surveillance des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres. L'ordonnance de la Banque nationale a globalement fait ses preuves. Au cours des trois ans qui ont suivi son édicition, un besoin d'adaptation s'est cependant fait sentir dans les trois domaines.

Dans le chapitre sur les *statistiques*, l'annexe qui énumère les enquêtes menées par la Banque nationale a été remaniée et réduite aux éléments indispensables selon l'art. 5, al. 1, LBN. L'objectif de cette modification est d'éviter de fréquentes révisions partielles de l'ordonnance. Dans le chapitre sur les *réserves minimales*, l'article régissant les sanctions a été retouché: le calcul de la pénalité sous forme d'intérêts a été précisé et un montant minimal de 500 francs a été fixé. Dans le chapitre consacré à la *surveillance des systèmes*, les dispositions relatives aux exigences minimales, à leur respect et à leur contrôle ont été adaptées. Désormais, les exploitants d'installations d'importance systémique doivent soumettre leurs procédures et concepts techniques au contrôle d'un organe externe non pas au moins une fois par an, mais seulement à intervalles réguliers. En outre, un assouplissement a été apporté à la prescription selon laquelle les exploitants de systèmes doivent périodiquement faire vérifier par des experts l'applicabilité et l'efficacité des bases contractuelles lorsque le droit étranger est susceptible d'être mis en pratique. Enfin, les exploitants de systèmes ne sont plus dans l'obligation de soumettre à la BNS, pour approbation, d'éventuelles modifications des bases contractuelles qui concernent des parties d'importance systémique, mais doivent seulement l'en informer.

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.
Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît
en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande
(ISSN 1423-3789).

Prix

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

Internet

www.snb.ch

