

# Les grandes lignes de l'évolution économique

# 1 Etranger

## 1.1 Evolution de la conjoncture

Après deux années difficiles, marquées par des problèmes économiques et des tensions géopolitiques, l'économie mondiale a bénéficié d'une amélioration en 2003. De fortes impulsions sont venues des Etats-Unis; stimulée par des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes, l'économie américaine a pris très nettement de la vigueur en cours d'année. En outre, l'essor dans les pays émergents d'Asie, en Chine notamment, a eu des effets positifs sur la conjoncture mondiale. Le dynamisme de ces pays a gagné le Japon, qui a pu ainsi sortir d'une longue phase de stagnation. En Europe, la conjoncture a été plus lente à redémarrer, mais une reprise est intervenue, dans cette région également, au second semestre.

**Réchauffement de la conjoncture**

Au début de 2003, les perspectives n'étaient pas favorables et n'incitaient guère à tabler sur un redressement rapide de la conjoncture. Vers la fin de 2002 déjà, le spectre d'une guerre en Irak avait commencé à se profiler, poussant le prix du pétrole à la hausse. De plus, l'apparition, au premier trimestre, du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) a fortement pesé sur l'activité économique, en particulier dans les pays d'Asie de l'Est, et paralysé le tourisme international. Ces évolutions ont renforcé les tendances à la récession dans de nombreux pays. Les cours des actions ont encore fléchi, passant en mars à de nouveaux planchers.

**Perspectives défavorables au début de 2003**

La conjoncture s'est sensiblement améliorée après la fin de la guerre en Irak, début mai, et l'enraiment de l'épidémie de SRAS. Le commerce mondial a progressé, les pays émergents d'Asie contribuant pour beaucoup à l'expansion du volume des échanges. Sur les marchés des actions, les cours se sont redressés.

**Redressement en cours d'année**

La politique monétaire expansionniste des pays industrialisés a soutenu la reprise de la conjoncture. Les perspectives de renchérissement restant favorables, les banques centrales ont encore abaissé leurs taux directeurs au premier semestre. Leurs taux d'intérêt ont ainsi passé à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis des décennies. La politique budgétaire a contribué elle aussi à stimuler la conjoncture dans la plupart des pays industrialisés. De vastes programmes de réductions d'impôts ont été appliqués, en particulier aux Etats-Unis. La politique budgétaire expansionniste s'est traduite également par un accroissement considérable des déficits publics.

**Politiques budgétaire et monétaire expansionnistes**

Aux Etats-Unis, la reprise a gagné en vigueur au cours de l'année. Le bas niveau des taux d'intérêt, l'allègement de la fiscalité et le fort besoin de rattrapage dans les investissements des entreprises ont renforcé la demande intérieure. Des impulsions ont découlé également de l'amélioration de la conjoncture à l'étranger et de l'affaiblissement sensible du dollar sur les marchés des changes. En moyenne de l'année, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,1%, après 2,2% en 2002. L'accélération de la croissance est allée de pair avec une hausse substantielle de la productivité. Par conséquent, la situation ne s'est détendue que lentement sur le marché du travail, et le taux de chômage n'a pas diminué avant la seconde moitié de l'année.

**Expansion aux Etats-Unis**

**Nouvel accroissement du déficit courant des Etats-Unis**

La demande intérieure étant vive, le déficit de la balance des transactions courantes a continué à se creuser pour atteindre 5% du produit intérieur brut, soit un demi-point de plus qu'en 2002.

**Amélioration de la conjoncture au Royaume-Uni**

L'économie britannique a elle aussi gagné en dynamisme. Deux éléments surtout, la consommation privée et la demande étrangère, ont soutenu la conjoncture dans une première phase. Plus tard dans l'année, les investissements ont contribué à la croissance. Le produit intérieur brut réel a progressé de 2,3%, soit à un rythme plus rapide qu'en 2002. Le chômage a légèrement diminué.

**Faible croissance dans la zone euro**

Dans la zone euro, la conjoncture n'a redémarré que lentement. Des effets négatifs ont découlé notamment de la revalorisation de l'euro face au dollar, revalorisation qui a freiné la croissance des exportations. La demande intérieure est restée peu soutenue. Le recul ininterrompu des investissements y a contribué. En moyenne annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,4% seulement, après une progression de 0,9% en 2002. Aussi le taux de chômage a-t-il marqué une nouvelle hausse.

**Evolution contrastée dans la zone euro**

L'évolution a varié sensiblement d'un pays à l'autre de la zone euro. En moyenne annuelle, le produit intérieur brut réel a stagné en Allemagne et n'a augmenté que légèrement en France. Les Pays-Bas et le Portugal ont même basculé dans une récession. En revanche, la plupart des autres pays de la zone euro – Grèce, Irlande et Espagne en tête – ont enregistré des taux de croissance supérieurs à la moyenne.

**Reprise d'une ampleur inattendue au Japon**

Au Japon, la conjoncture a redémarré fortement au deuxième trimestre de 2003. Les investissements en biens d'équipement se sont accrus dans le sillage de la demande, très vive, des pays du Sud-Est asiatique et de la Chine. La situation toujours difficile du marché de l'emploi a cependant pesé sur la consommation privée.

**Repli du renchérissement dans la plupart des pays de l'OCDE**

Au cours de l'année, le renchérissement a diminué dans la plupart des pays industrialisés. Les prix de l'énergie se sont accrus, mais cette évolution a été compensée, dans maints pays, par de faibles hausses des prix dans d'autres groupes de biens et par la dépréciation du dollar. Le renchérissement s'est replié nettement, au cours de l'année, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. En moyenne annuelle cependant, il a augmenté dans ces deux pays pour s'inscrire à respectivement 2,3% et 2,8%. Dans la zone euro, le renchérissement a quelque peu faibli, passant en moyenne annuelle à 2,1%. Au Japon, les tendances à la déflation ont persisté.

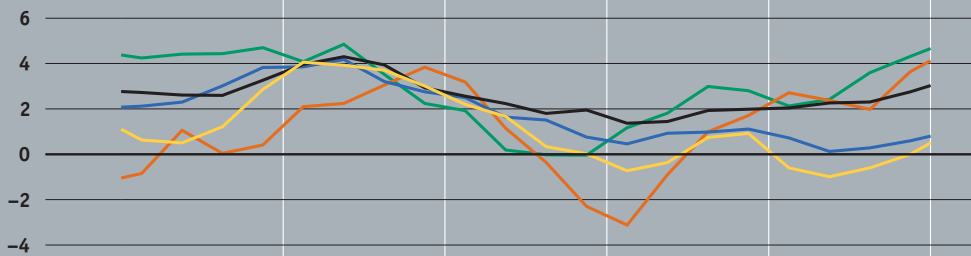
**Forte croissance en Asie ...**

L'Asie est la région du monde qui a enregistré la plus forte croissance en 2003. Dans la plupart des pays, la reprise a reposé sur une large assise. Les exportations, mais aussi la demande intérieure ont vivement progressé. L'épidémie de SRAS n'a entravé que brièvement la croissance. En Corée du Sud et aux Philippines, des incertitudes politiques ont cependant pesé sur la reprise économique.

### Produit intérieur brut

- Etats-Unis
- Japon
- Zone euro
- Royaume-Uni
- Suisse

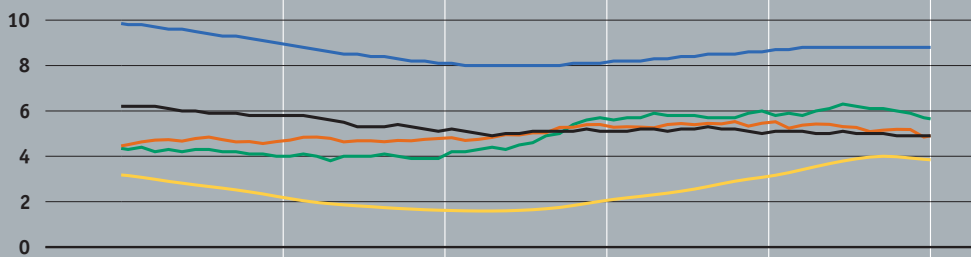
Variation en pour-cent par rapport à l'année précédente.  
Source: OCDE



### Chômage

- Etats-Unis
- Japon
- Zone euro
- Royaume-Uni
- Suisse

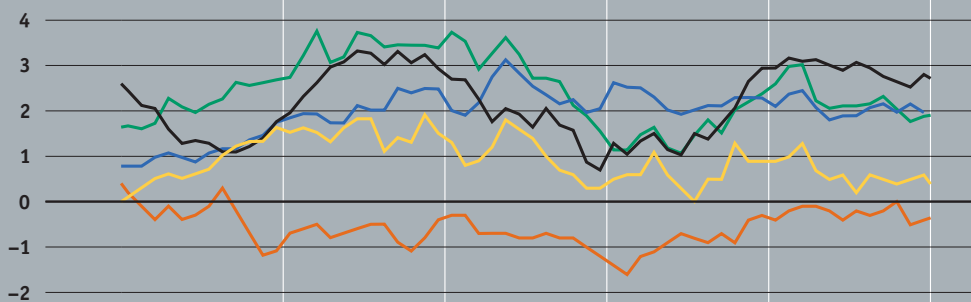
En pour-cent (données cvs).  
Source: OCDE



### Renchérissement

- Etats-Unis
- Japon
- Zone euro
- Royaume-Uni
- Suisse

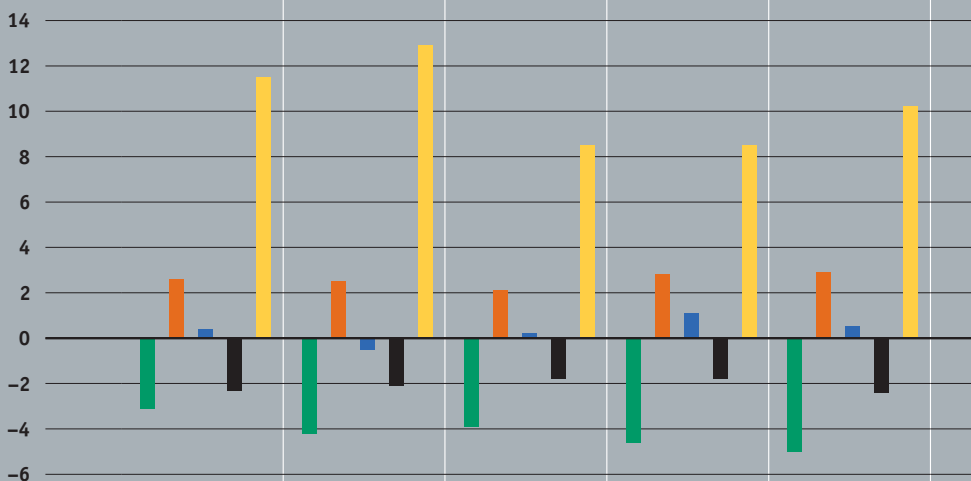
En pour-cent.  
Source: OCDE



### Balance des transactions courantes

- Etats-Unis
- Japon
- Zone euro
- Royaume-Uni
- Suisse

Solde en pour-cent du PIB.  
Source: OCDE



## Aperçu de l'évolution de la conjoncture

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Produit intérieur brut réel</b> (variation en % par rapport à l'année précédente)					
Etats-Unis	4,1	3,8	0,3	2,2	3,1
Japon	0,1	2,8	0,4	-0,3	2,7
Zone euro	2,8	3,5	1,7	0,9	0,4
Allemagne	1,9	3,1	1,0	0,2	-0,1
France	3,2	4,2	2,1	1,3	0,2
Italie	1,7	3,3	1,7	0,4	0,4
Royaume-Uni	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3
Suisse	1,5	3,2	0,9	0,2	-0,5

### Chômage (en %)

Etats-Unis	4,2	4,0	4,8	5,8	6,1
Japon	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3
Zone euro	9,4	8,4	8,0	8,4	8,8
Allemagne	8,0	7,3	7,4	8,1	8,9
France	10,7	9,4	8,7	9,0	9,6
Italie	11,5	10,7	9,6	9,1	8,9
Royaume-Uni	6,0	5,5	5,1	5,2	5,0
Suisse	2,9	2,5	2,5	3,1	3,9

### Renchérissement (prix à la consommation; en %)

Etats-Unis	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3
Japon	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3
Zone euro <sup>1</sup>	1,1	2,2	2,4	2,3	2,1
Allemagne <sup>1</sup>	0,6	1,4	1,9	1,3	1,1
France <sup>1</sup>	0,6	1,8	1,8	1,9	2,1
Italie <sup>1</sup>	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8
Royaume-Uni <sup>2</sup>	2,3	2,1	2,1	2,2	2,8
Suisse	0,8	1,6	1,0	0,6	0,6

### Solde de la balance des transactions courantes (en % du produit intérieur brut)

Etats-Unis	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-5,0
Japon	2,6	2,5	2,1	2,8	2,9
Zone euro	0,4	-0,5	0,2	1,1	0,4
Allemagne	-1,2	-1,4	0,2	2,7	2,1
France	2,9	1,3	1,6	2,0	0,9
Italie	0,7	-0,6	-0,1	-0,6	-1,2
Royaume-Uni	-2,3	-2,1	-1,8	-1,8	-2,7
Suisse	11,5	12,9	8,5	8,5	10,2

1 Renchérissement mesuré à l'indice harmonisé des prix à la consommation

2 Renchérissement sans les coûts hypothécaires

Pour 2003, les données sont en partie estimées.

Sources: OCDE et statistiques nationales

L'économie chinoise s'est montrée particulièrement dynamique. La demande des Etats-Unis et des autres pays asiatiques a dopé les exportations. A la suite de la forte progression des recettes tirées des exportations et d'afflux massifs de capitaux, les réserves monétaires se sont accrues considérablement. Ces évolutions et le maintien par les autorités chinoises d'une relation de change fixe entre la monnaie nationale et le dollar ont déclenché, sur le plan international, une controverse au sujet de la politique chinoise en matière de cours de change. Au sein du pays, la vive croissance a engendré des tensions. Les crédits ont marqué une très forte expansion, ce qui a poussé les prix de l'immobilier à la hausse, surtout dans les villes.

... en Chine notamment

En Russie également, la croissance économique a été vigoureuse. Le secteur pétrolier, qui a bénéficié de l'augmentation du prix du pétrole sur le marché mondial, y a contribué pour beaucoup. Grâce aux abondantes recettes tirées des exportations, les réserves monétaires ont progressé, et les comptes de l'Etat ont dégagé un excédent substantiel. Le pays a pu ainsi réduire sensiblement sa dette extérieure. L'inflation est restée à deux chiffres, du fait notamment du relèvement de prix contrôlés par l'Etat.

Boom pétrolier en Russie

Les pays d'Europe centrale et orientale ont pour la plupart enregistré une croissance économique robuste. La conjoncture a été soutenue principalement par la consommation privée, mais les exportations ont contribué elles aussi à l'expansion. En consolidant leurs structures d'économie de marché, ces pays ont attiré de nombreux investissements directs, en 2003 comme l'année précédente. Leur renchérissement a généralement diminué.

Conjoncture favorable en Europe centrale et orientale

L'économie turque, qui avait basculé dans une crise en 2001, a continué à se redresser. La demande intérieure a fortement progressé. L'inflation a pu être ramenée de 45% à 25% environ, et la confiance est revenue sur les marchés financiers. La monnaie nationale s'est ensuite sensiblement revalorisée, et les taux d'intérêt ont fléchi.

Amélioration de la situation économique en Turquie

La situation de nombreuses économies d'Amérique latine s'est améliorée en 2003. En Argentine, le produit intérieur brut a augmenté, après une crise profonde, et l'inflation a diminué. En septembre, le pays a conclu un accord de confirmation triennal avec le Fonds monétaire international (FMI); cet accord, qui n'a pas fait l'unanimité, doit aider l'Argentine à honorer ses engagements. Toutefois, aucun accord en vue d'une restructuration de la dette n'a pu être trouvé avec les créanciers étrangers du secteur privé. Au Brésil, le gouvernement a mené de solides politiques budgétaire et monétaire et commencé à mettre en œuvre d'importantes réformes structurelles. Ainsi, la prime de risque sur les emprunts d'Etat a diminué, et la monnaie s'est raffermie. La politique monétaire restrictive, nécessaire à la lutte contre l'inflation, a cependant affaibli la demande intérieure. Des impulsions ont découlé principalement des exportations. L'amélioration de la conjoncture a incité le FMI à approuver, à la fin de l'année, une augmentation des crédits accordés au Brésil et un prolongement, à titre préventif, de l'accord de confirmation passé avec ce pays. L'Uruguay est parvenu lui aussi à restructurer les emprunts d'Etat. Au Venezuela, la situation économique est restée difficile en raison des incertitudes politiques.

Horizon plus serein en Amérique latine

## 1.2 Politique monétaire

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Les banques centrales de la plupart des pays industrialisés ont maintenu le cap expansionniste qu'elles avaient donné à leur politique monétaire à partir de 2001. Le renchérissement modéré et les perspectives favorables dans ce domaine leur ont laissé une marge de manœuvre pour soutenir la reprise de la conjoncture.

Réductions des taux directeurs aux Etats-Unis et au Canada ...

Début juin, la banque centrale américaine a ramené de 1,25% à 1% le taux d'intérêt qu'elle vise pour l'argent au jour le jour; ainsi, ce taux était inférieur de 5,5 points au niveau qu'il avait atteint en 2000. Après avoir resserré les rênes monétaires au printemps, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur au troisième trimestre.

... ainsi qu'en Europe

Les taux d'intérêt à court terme sont restés nettement plus élevés dans la plupart des pays industrialisés européens qu'aux Etats-Unis. D'une année à l'autre, les écarts entre taux européens et américains se sont néanmoins resserrés. La Banque centrale européenne a ramené de 2,75% à 2,5%, début mars, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement, puis a encore réduit ce taux d'un demi-point, début juin. Les banques centrales de Norvège, de Suède et du Danemark ont également assoupli graduellement leur politique monétaire.

Reviement de tendance au Royaume-Uni

La Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur d'un quart de point, tant en février qu'en juillet. Début novembre, elle l'a toutefois porté de 3,5% à 3,75% pour contrer la menace d'une surchauffe de la conjoncture.

Politique de taux d'intérêt à 0% au Japon

Comme l'année précédente, la Banque du Japon a accru les liquidités bancaires en vue de stimuler la conjoncture et de contrecarrer les tendances à la déflation. Le taux de l'argent au jour le jour, qui avait été ramené à un niveau proche de 0% en 2001, est resté inchangé.

Relèvement des taux en Australie

Contrairement à la plupart des autres pays industrialisés, la banque centrale d'Australie a durci sa politique monétaire vers la fin de l'année, étant donné la menace d'une surchauffe de la conjoncture.

Suède: rejet de l'adhésion à la zone euro

Le 14 septembre, la Suède a rejeté l'introduction de l'euro en votation populaire. Ainsi, comme le Royaume-Uni et le Danemark, elle est membre de l'UE, mais reste hors de la zone euro.

## 1.3 Finances publiques

Sensible dégradation des finances publiques ...

En 2003, les déficits publics et la dette publique se sont sensiblement accrus dans la plupart des pays industrialisés, du fait surtout de la faiblesse de la conjoncture. Celle-ci a engendré une diminution des recettes fiscales et une hausse des dépenses liées au chômage. Aux Etats-Unis, les programmes de baisses d'impôts et les dépenses militaires, élevées à cause de la guerre en Irak, ont contribué à la détérioration.

... aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ...

Aux Etats-Unis, le déficit s'est creusé pour atteindre, selon des estimations de l'OCDE, 4,9% du produit intérieur brut nominal, contre 3,4% l'année précédente. Au Royaume-Uni, il a doublé pour s'établir à 2,9% du produit intérieur brut nominal. Ces deux pays avaient encore dégagé des excédents de recettes jusqu'en 2000 pour le premier et jusqu'en 2001 pour le second. En données brutes, la dette publique a augmenté, passant de 61% à 64% du produit intérieur brut aux Etats-Unis et de 52% à 54% au Royaume-Uni.

1999

2000

2001

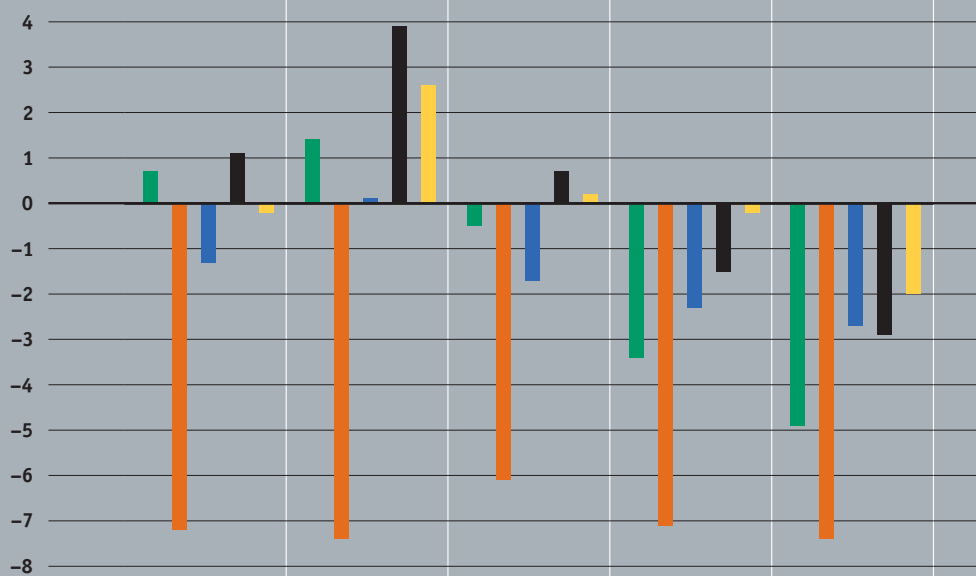
2002

2003

## Clôture des comptes des collectivités publiques

Etats-Unis  
Japon  
Zone euro  
Royaume-Uni  
Suisse

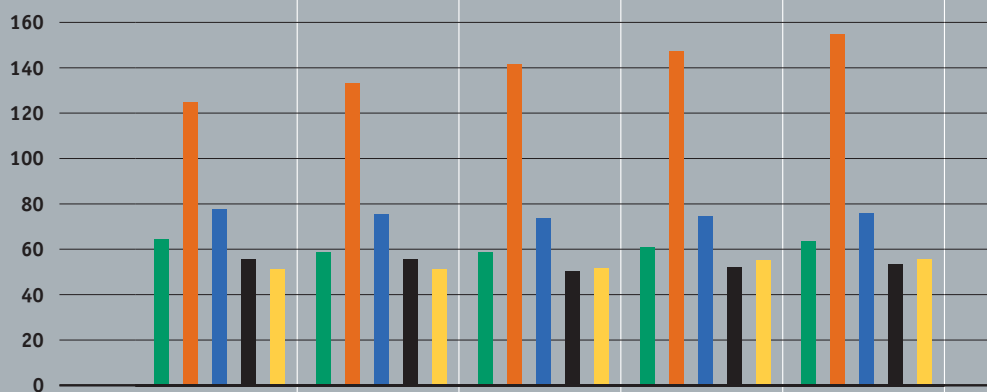
Excédent ou déficit  
des comptes des  
collectivités publiques,  
en pour-cent du PIB.  
Sources: OCDE et AFF



## Dette publique

Etats-Unis  
Japon  
Zone euro  
Royaume-Uni  
Suisse

Dette des collectivités  
publiques (données brutes),  
en pour-cent du PIB.  
Sources: OCDE et AFF



... ainsi que dans la zone euro ...

D'une année à l'autre, le déficit public de l'ensemble de la zone euro a augmenté de 0,4 point pour s'inscrire à 2,7% du produit intérieur brut. Cette détérioration est due principalement aux grands pays. Tant l'Allemagne que la France ont enregistré des déficits supérieurs à 4%, donc dépassant pour la deuxième année consécutive le plafond de 3% fixé dans le traité de Maastricht. Les recommandations que la Commission européenne entendait adresser à ces deux pays pour qu'ils réduisent leur déficit – de telles recommandations sont prévues en cas de dépassements répétés du plafond – ont été cependant atténuées par le Conseil des ministres des finances, de sorte que l'Allemagne et la France ne devront probablement pas revenir sous la barre des 3% avant 2005. En Italie, le déficit s'est maintenu à 2,7%, soit à son niveau des deux années précédentes. En revanche, d'autres pays de la zone euro sont parvenus à équilibrer leurs comptes (Espagne) ou à dégager de légers excédents de recettes (Danemark et Belgique). La dette publique de la zone euro s'est alourdie, passant de 75% à 76% du produit intérieur brut. En Italie, la dette publique s'élevait à 117% du produit intérieur brut. La Grèce et la Belgique avaient des taux de 103% et de 102%, tandis que l'Irlande et le Luxembourg affichaient les taux les plus bas, soit respectivement 33% et 5%.

... et au Japon

Au Japon, le déficit public a atteint 7,4% du produit intérieur brut. Quant à la dette publique, elle a augmenté en données brutes de 7 points pour s'établir à 155%. Ainsi, la tendance observée dans les années nonante s'est maintenue.

## 1.4 Marchés des changes

Nouvelle dépréciation du dollar

Poursuivant le glissement qu'il avait commencé à marquer en 2002, le dollar a faibli sensiblement face aux principales monnaies. Sa baisse s'explique en partie sans doute par un accroissement des déséquilibres macroéconomiques, en particulier par l'aggravation du déficit de la balance des transactions courantes des Etats-Unis. La monnaie américaine a ainsi cédé 17% face à l'euro, 15,7% vis-à-vis du dollar canadien, 12,1% par rapport au franc et 11,6% à l'égard du yen. Elle a faibli également de 9,3% face à la livre sterling. En décembre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 10,9% au niveau enregistré un an auparavant.

Fermeté de l'euro

L'euro s'est sensiblement revalorisé. En décembre, il valait 1,23 dollar et dépassait ainsi de 20,5% son niveau du même mois de 2002. Face à la livre sterling, la monnaie européenne s'est raffermie de 9,3%; elle se traitait à 0,70 livre sterling en décembre. L'euro s'est apprécié également vis-à-vis du franc. Il se négociait à 1,55 franc au milieu de 2003, contre 1,47 franc en début d'année. Au second semestre, il est resté proche de 1,55 franc. Entre décembre 2002 et le même mois de 2003, la monnaie européenne s'est ainsi revalorisée de 5,9% par rapport au franc. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a augmenté de 11,5% en un an et était en outre supérieur au niveau observé lors de l'introduction de la monnaie unique, en janvier 1999.

Léger raffermissement du yen

Le yen n'a pas évolué de manière homogène. Il s'est revalorisé de 13,1% face au dollar. Les interventions considérables de la Banque du Japon sur les marchés des changes n'ont pu empêcher cette hausse. En revanche, la monnaie nipponne est restée stable, sur un an, vis-à-vis du franc, et a cédé 6,2% par rapport à l'euro. Dans l'ensemble, le yen est par conséquent sorti de la phase de faiblesse qui l'a caractérisé pendant deux ans. En décembre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 2% le niveau du mois correspondant de 2002.

1999

2000

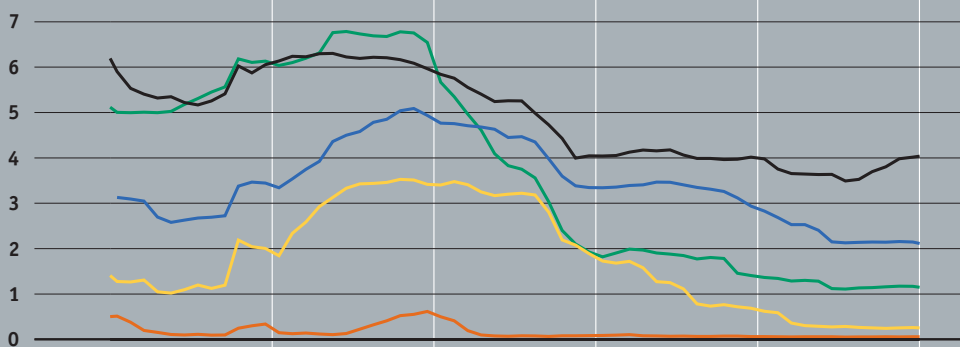
2001

2002

2003

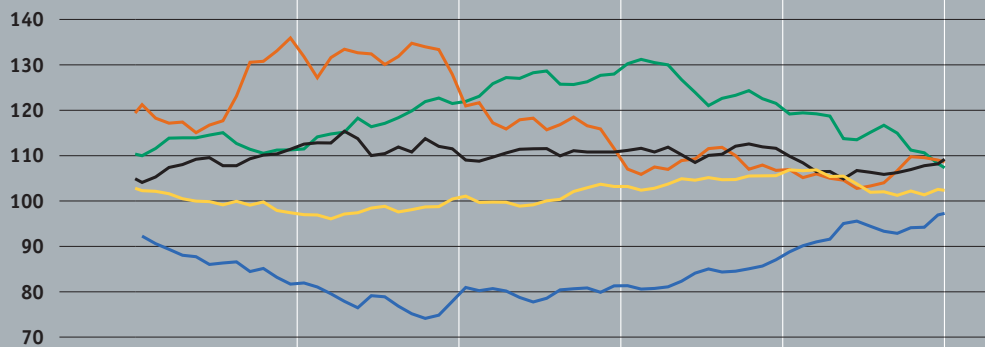
### Taux d'intérêt à court terme

— Dollar des Etats-Unis  
— Yen japonais  
— Euro  
— Livre sterling  
— Franc suisse  
 Dépôts à trois mois sur l'euro-marché.  
 En pour-cent.  
 Source: BRI



### Cours de change réels, pondérés par le commerce extérieur

— Dollar des Etats-Unis  
— Yen japonais  
— Euro  
— Livre sterling  
— Franc suisse  
 Indice: 1990 = 100.  
 Source: BRI



1999

2000

2001

2002

2003

## 1.5 Marchés financiers

**Rendements: revirement de tendance au milieu de l'année**

Dans les pays industrialisés, les rendements des emprunts d'Etat à long terme se sont légèrement repliés au premier semestre. Un renversement de tendance s'est produit en juin. Jusqu'en septembre, les rendements ont augmenté, passant de 3,3% à 4,3% aux Etats-Unis, de 3,7% à 4,2% dans la zone euro et de 0,5% à 1,5% au Japon. Ils se sont ensuite stabilisés au quatrième trimestre.

**Diminution de la prime de risque sur les emprunts des entreprises de moins bonne qualité**

En 2003, les écarts de rendements ont peu diminué entre les emprunts de débiteurs de premier ordre du secteur privé et ceux d'Etat, mais se sont nettement réduits entre les emprunts des entreprises de moins bonne qualité et ceux des entreprises de bonne qualité. Aux Etats-Unis, le rendement des emprunts de faible qualité, qui atteignait encore 16% en février, n'était plus que de 8% en décembre, soit son niveau le plus bas des deux dernières années. L'écart de rendements entre les emprunts des entreprises de faible qualité et de haute qualité a par conséquent fléchi fortement; il était de 3 points en décembre, contre 10 points en février. La substantielle réduction de la prime de risque s'explique par l'amélioration de la conjoncture, qui a redonné plus de confiance aux investisseurs.

**Hausse des cours des actions**

Après un nouveau recul au premier trimestre, les cours des actions se sont redressés pendant le reste de l'année sur toutes les grandes places boursières. A fin décembre, l'indice des actions Standard & Poor's 500 dépassait de 26% le niveau observé un an auparavant. Les indices européens ont eux aussi augmenté. L'indice EuroSTOXX 50 a progressé de 16%, le DAX allemand, de 37%, et le Financial Times SE 100 britannique, de 14%. Au Japon, le Nikkei 225 a regagné 24%.

**Augmentation du recours aux marchés financiers**

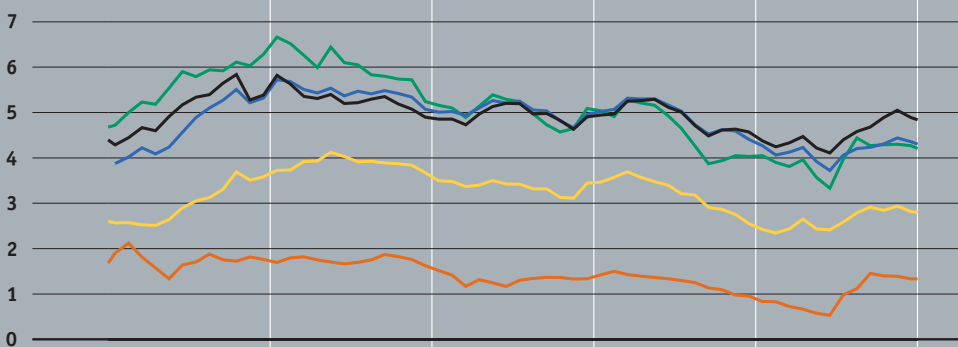
Le volume net des capitaux levés sur les marchés financiers internationaux a atteint 1462 milliards de dollars en 2003. D'une année à l'autre, il s'est accru de 43%. Du côté des emprunts à moyen et long terme, le recours net a augmenté, passant à 1387 milliards de dollars. Sa hausse a découlé principalement d'une vive expansion des émissions, lesquelles ont porté sur 2883 milliards de dollars. Une fois encore, les instruments du marché monétaire n'ont joué qu'un faible rôle. Dans les émissions, la part de l'euro a progressé de 7 points pour s'établir à 45%, alors que celle du dollar a reculé de 7 points, passant à 40%. La part du yen a elle aussi faibli, mais de 1 point. Elle était de 3% en 2003. Quant aux parts de la livre sterling et du franc, elles sont restées inchangées à respectivement 6% et 2%.

**Pays émergents: premiers emprunts assortis de clauses d'action collective**

Suivant une recommandation du Groupe des Dix, le Mexique a émis, au début de 2003, un emprunt assorti de clauses d'action collective et régi par le droit new-yorkais. Les clauses d'action collective permettent à une majorité qualifiée de créanciers de modifier, en cas de crise, les conditions prévues dans un contrat d'emprunt. L'émission mexicaine a été bien accueillie par le marché. D'autres pays ont emboîté le pas au Mexique et lancé des emprunts similaires.

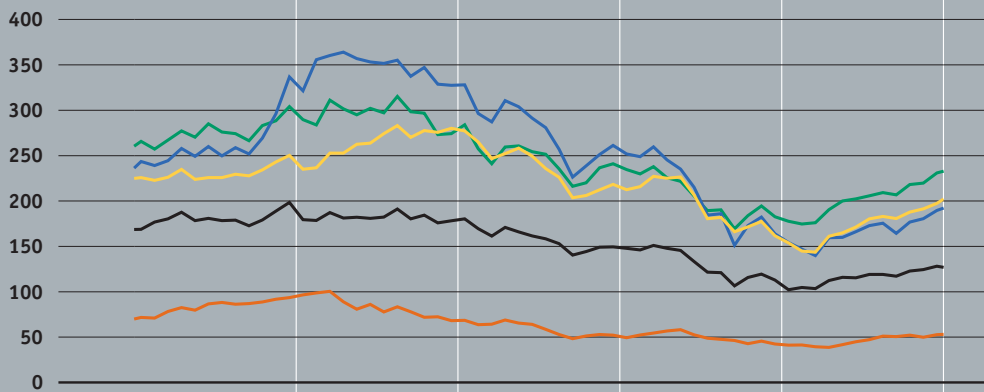
### Taux d'intérêt à long terme

— Etats-Unis  
— Japon  
— Zone euro  
— Royaume-Uni  
— Suisse  
 Rendement des emprunts  
 d'Etat à dix ans.  
 En pour-cent.  
 Source: BRI



### Cours des actions

— Etats-Unis: Standard & Poor's 500  
— Japon: Nikkei 225  
— Zone euro: EuroSTOXX 50  
— Royaume-Uni: FT SE 100  
— Suisse: SPI  
 Indice: janvier 1994 = 100.  
 Source: BRI



## 1.6 Banques et autres établissements financiers

### Amélioration de la situation des banques américaines

Les bénéfices des banques établies aux Etats-Unis ont augmenté d'une année à l'autre. Les résultats ont été bons en particulier dans les opérations grand public, et la situation s'est améliorée du côté des activités de banque d'affaires. Grâce à la reprise économique, les banques ont dû constituer moins de provisions sur leurs crédits, ce qui a influé positivement sur leurs bénéfices.

### Réduction des coûts dans les banques européennes

En Europe également, les banques ont dégagé des résultats en progression. Elles ont notamment réduit leurs coûts par des diminutions d'effectifs et des fermetures de succursales. Des recentrages stratégiques sur des métiers de base ont conduit à des ventes et achats ciblés d'unités d'affaires.

### Amélioration de la rentabilité des banques allemandes

Après avoir fléchi en 2002, la rentabilité du secteur bancaire allemand s'est légèrement redressée. La faible rentabilité des banques allemandes en comparaison internationale est due à la morosité de la conjoncture, mais aussi à des problèmes structurels, qui se traduisent notamment par des marges d'intérêts insuffisantes et des coûts fixes élevés.

### Situation toujours difficile des banques japonaises

Au Japon, le secteur bancaire est resté confronté à des créances douteuses et à une faible rentabilité. L'Etat a repris la majorité des actions du cinquième plus grand groupe bancaire du pays, les fonds propres de cet établissement étant tombés au-dessous du minimum exigé. En outre, une importante banque régionale, qui risquait de devenir insolvable, a été étatisée. La Banque du Japon a poursuivi son programme de soutien au secteur bancaire. Ce programme prévoit en particulier la reprise d'actions détenues par des banques.

### Problèmes dans les grands établissements américains de refinancement des prêts hypothécaires

Les deux grands établissements américains de refinancement des prêts hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac, se sont retrouvés sous les feux des projecteurs. En 2002 déjà, Fannie Mae avait attiré l'attention du fait de l'écart entre les échéances de ses actifs et passifs («duration gap»). En 2003, Freddie Mac a reconnu des irrégularités dans sa comptabilité. Les bénéfices des exercices 2000 à 2002 ont été minorés de 4,5 milliards de dollars au total. Les réserves ainsi constituées devaient permettre de présenter une évolution aussi stable que possible des bénéfices. A la suite de cette affaire, des dispositions légales ont été prévues pour renforcer la surveillance des établissements de refinancement des prêts hypothécaires.

## 2 Suisse

### 2.1 Evolution de la conjoncture

Au début de 2003, la conjoncture a évolué de manière défavorable, en Suisse comme dans la plupart des pays industrialisés. L'incertitude quant au déclenchement d'une guerre en Irak, les pressions à la hausse sur le cours du franc et le syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) ont pesé sur l'économie et réduit la propension à investir. Le chômage a continué à croître, et le climat s'est détérioré tant du côté des producteurs que de celui des consommateurs. Après la fin de la guerre en Irak, les signes d'une stabilisation de la conjoncture se sont multipliés, et l'horizon économique s'est éclairci au second semestre. Le produit intérieur brut réel, en repli au premier semestre, a progressé dans la seconde moitié de l'année grâce à une accélération des exportations et des investissements. En moyenne annuelle, il a diminué de 0,5%.

**Amélioration au second semestre**

En 2003, la consommation – publique et privée – et la construction de logements ont soutenu la conjoncture. Les exportations ont stagné, et les investissements en biens d'équipement ont fléchi. Conjuguées à une réduction des stocks, ces évolutions ont entraîné une diminution de la demande globale. L'industrie, les services destinés aux entreprises et le tourisme ont tout particulièrement pâti de la faiblesse de la conjoncture. En revanche, le secteur financier, passablement malmené en 2002 par la chute des cours des actions, a pu se redresser en 2003.

**Baisse de la demande globale à la suite d'une réduction des stocks**

L'industrie a subi, au premier semestre, les effets d'un tassement de la demande, tant intérieure qu'étrangère. La marche des affaires s'est dégradée, et le taux d'utilisation des capacités techniques a diminué. Au milieu de l'année, les entrées de commandes ont commencé à progresser, et les perspectives se sont éclaircies. Le retournement de tendance a été particulièrement marqué dans l'industrie d'exportation. La production industrielle a enregistré une légère hausse vers la fin de l'année. En moyenne annuelle, elle a stagné, après une chute de près de 6% en 2002.

**Stagnation de la production industrielle**

Malgré un accroissement du chômage, la consommation des ménages a augmenté de 0,9%, soit autant que l'année précédente. Sa progression a été cependant inférieure à celle du revenu disponible des ménages, d'où une hausse du taux d'épargne. Les dépenses peu sensibles à l'évolution de la conjoncture – alimentation, logement, santé – se sont une nouvelle fois accrues, alors que les achats de biens de consommation durables et de produits de luxe ont fléchi. L'indice de confiance des consommateurs est resté à un niveau bas. Dans le tourisme, la demande intérieure a continué à stagner, et le nombre des nuitées des hôtes du pays a une fois encore diminué légèrement.

**Consommation robuste des ménages**

## Produit intérieur brut réel

Variation en % par rapport à l'année précédente

	1999	2000	2001	2002	2003
Consommation privée	2,2	2,5	2,0	0,7	0,9
Consommation publique	0,3	2,4	4,0	0,8	0,9
Investissements	1,2	4,4	-3,1	-4,8	0,1
Biens d'équipement	5,0	5,6	-3,0	-10,1	-0,7
Constructions	-3,7	2,7	-3,4	2,2	0,9
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>
Exportations de biens et de services	6,5	12,2	0,2	-0,5	-0,4
<b>Demande globale</b>	<b>2,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>
Importations de biens et de services	4,3	9,5	2,2	-3,1	-0,1
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>

Sources: OFS et seco

### Stabilisation des investissements en biens d'équipement

Dans une première phase, les investissements en biens d'équipement ont reculé, poursuivant ainsi une tendance qui les caractérisait depuis 2001. Ils se sont redressés, au cours de la seconde moitié de l'année, dans le sillage de l'amélioration de la conjoncture, mais aussi en raison d'un besoin croissant de remplacement. En moyenne annuelle, les investissements en biens d'équipement ont diminué de 0,7%, après un fléchissement de 10,1% en 2002.

### Conjoncture contrastée dans la construction

Les investissements en constructions ont progressé de 0,9%, contre 2,2% l'année précédente. Des impulsions ont découlé uniquement de la construction de logements, qui a bénéficié de conditions de financement avantageuses et d'un taux très bas de logements vacants. L'activité a en effet continué à régresser dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. De plus, aucun soutien n'est venu du génie civil du fait des mesures d'économies prises par les collectivités publiques.

### Redémarrage des exportations de biens au second semestre

L'amélioration de la conjoncture sur le plan international et la baisse du cours du franc en termes réels ont influé positivement sur les exportations de biens, qui se sont ainsi redressées au second semestre. En moyenne annuelle cependant, les exportations de biens ont reculé de 1,1%, après une légère augmentation en 2002. Cantonné dans un premier temps aux livraisons de matières premières et de produits semi-finis, le redressement s'est étendu vers la fin de l'année aux ventes de biens d'équipement et de biens de consommation.

### Demande croissante des pays d'Asie et d'Europe centrale

D'importantes impulsions ont découlé de la demande croissante des pays asiatiques, en particulier de la Chine et du Japon, ainsi que des pays en transformation d'Europe centrale. Les exportations vers les Etats-Unis et les économies émergentes d'Asie ont fléchi en début d'année, puis se sont redressées progressivement. En valeur, les ventes à l'UE – cette zone absorbe environ 60% des exportations suisses – ont stagné. D'une année à l'autre, les prix à l'exportation (valeurs moyennes) sont restés stables, après un recul de 2,7% en 2002.

### Hausse des exportations de services

Les exportations de services, qui avaient chuté au total de 8% au cours des deux années précédentes, ont progressé de 1,2%. Le tourisme a pâti du fléchissement du nombre des hôtes étrangers. En revanche, les exportations de services des banques et des assurances ont retrouvé le chemin de la croissance.

1999

2000

2001

2002

2003

### Produit intérieur brut

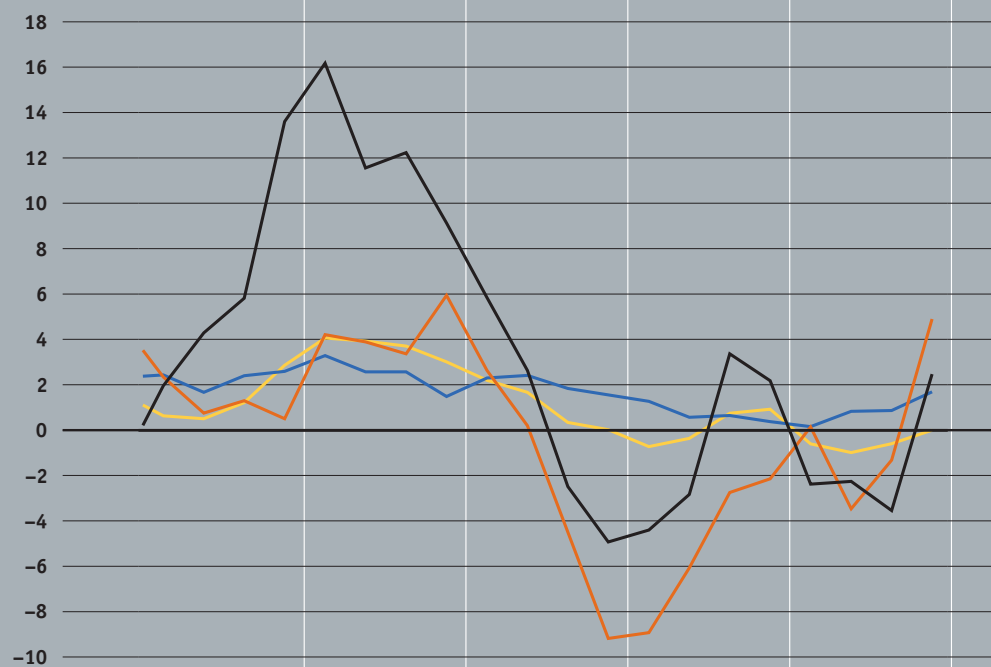
Produit intérieur brut réel

Consommation privée

Investissements

Exportations

En termes réels.  
Variation en pour-cent par  
rapport à l'année précédente.  
Source: seco



## Reprise des importations

Les importations de biens et services ont marqué une reprise au cours de l'année. Le revirement a été particulièrement sensible du côté des biens d'équipement et des services. En moyenne annuelle, les importations de biens et services ont stagné, après avoir enregistré un repli de 3,1% en 2002. Dans le domaine des biens, les prix moyens à l'importation ont baissé de 0,5%. Les termes de l'échange se sont par conséquent améliorés légèrement pour la Suisse.

## Recul de l'emploi

Après une stagnation en 2002, l'emploi a diminué en moyenne de 0,7%. Son recul le plus fort, soit 3,3%, a été observé dans l'industrie manufacturière, les suppressions de postes ayant été particulièrement nombreuses dans les branches des machines, des instruments de précision et de l'horlogerie. En outre, l'emploi a reculé de 0,3% dans la construction, alors qu'il a stagné dans les services. Il a fléchi de 3% dans les banques, mais beaucoup plus légèrement dans les assurances. En revanche, il a augmenté de 2,7% dans le secteur public.

## Emploi et chômage

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Emplois à plein temps</b> <sup>1</sup> variation en %	-0,3	1,2	1,9	-0,8	-2,2
<b>Emplois à plein temps et à temps partiel</b> <sup>1</sup> variation en %	1,6	2,4	1,6	0,1	-0,7
<b>Taux de chômage</b> en %	2,7	1,8	1,7	2,6	3,7
<b>Chômeurs</b> en milliers	98,6	72,0	67,2	100,5	145,7
<b>Personnes occupées selon un horaire réduit</b> en milliers	2,9	0,7	2,4	9,1	8,9
<b>Indice de l'emploi Manpower</b> <sup>2</sup> variation en %	26,0	25,1	-11,8	-43,4	-33,7

1 Selon la statistique de l'emploi

2 Volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux

Sources: OFS, seco et Manpower

## Offres d'emploi en recul

La faiblesse de la demande de personnel s'est traduite par un fort recul des offres d'emploi. En décembre 2003, l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, était inférieur de 17,6% au niveau observé un an auparavant. L'indice Jobpilot – il recense les annonces d'offres d'emploi sur Internet – a lui aussi fléchi.

## Décélération du chômage partiel

Après une vive hausse en 2002, le nombre des personnes travaillant selon un horaire réduit n'a que légèrement augmenté. Les perspectives conjoncturelles moroses au début de 2003 ont en effet incité les entreprises à licencier plutôt qu'à recourir au chômage partiel.

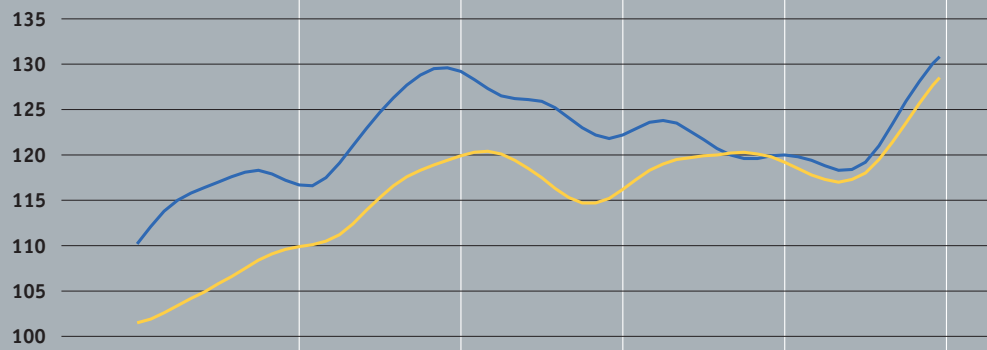
## Recrudescence du chômage

Le taux de chômage s'est accru une fois encore sensiblement, mais sa hausse a marqué un ralentissement au second semestre. En données corrigées des variations saisonnières, la Suisse comptait 155 500 chômeurs en décembre 2003, contre 129 700 un an auparavant. En douze mois, le taux de chômage a augmenté, passant de 3,2% à 3,9%. Dans la même période, le taux des demandeurs d'emploi a crû de 1,1 point pour atteindre 5,6%. Il tient compte non seulement des chômeurs inscrits, mais aussi des personnes ayant un gain intermédiaire ou suivant un programme d'emploi temporaire, de reconversion ou de perfectionnement.

### Commerce extérieur

Importations  
Exportations

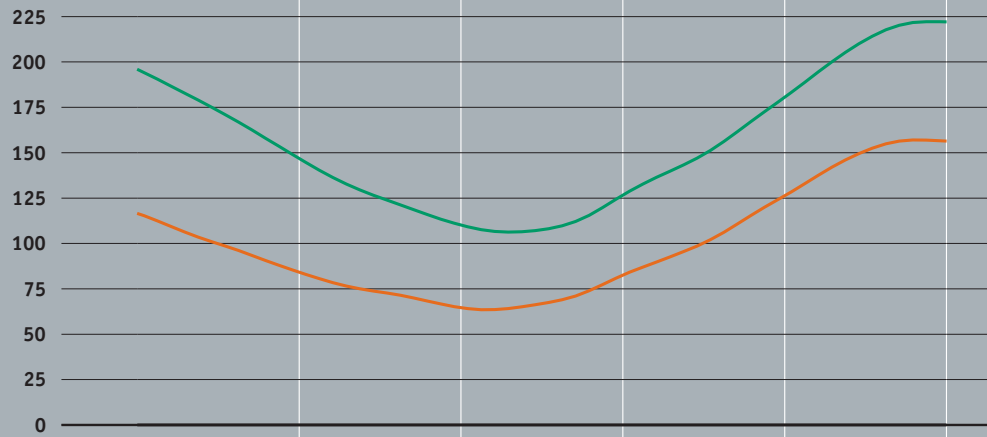
En volume; séries cvs et lissées.  
Indice: 1997 = 100.  
Source: AFD



### Marché du travail

Chômeurs  
Demandeurs d'emploi

En milliers, données cvs.  
Source: seco



## Disparités régionales

En moyenne annuelle, le taux de chômage s'élevait à 4,7% en Suisse romande et à 4,3% au Tessin. En Suisse alémanique, il était de 3,5%, soit un taux inférieur à la moyenne suisse (3,7%); sa hausse au cours de l'année a été cependant plus forte que dans les deux autres régions du pays. En outre, le chômage était particulièrement élevé dans les grandes villes; ainsi, il atteignait 6,5% dans le canton de Genève, 4,5% dans celui de Zurich et 4,3% dans celui de Bâle-Ville.

## Rencherissement inchangé

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le rencherissement s'est inscrit à 0,6% en moyenne annuelle, soit à son niveau de l'année précédente. Les tensions inflationnistes en provenance de l'étranger ont légèrement augmenté, alors que le rencherissement intérieur a faibli. Ce dernier s'est établi à 0,8% en moyenne annuelle. Les pressions à la hausse sur les prix se sont relâchées tant du côté des marchandises que de celui des loyers et des autres services d'origine privée. D'une année à l'autre, le rencherissement s'est accéléré uniquement dans les services du secteur public.

### Indice suisse des prix à la consommation

Variation en % par rapport à l'année précédente

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Total</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Marchandises et services suisses	0,7	0,7	1,7	1,4	0,8
Marchandises	0,3	1,6	1,5	1,1	0,6
Services	0,9	0,4	1,8	1,5	0,9
Services d'origine privée, sans les loyers	1,6	0,3	1,5	1,9	1,0
Loyers	0,7	1,5	2,8	1,0	0,3
Services publics	0,0	-1,4	0,5	1,5	2,9
Biens étrangers	1,0	4,1	-1,2	-1,7	0,1
Sans les produits pétroliers	0,5	0,9	-0,4	-0,8	-0,5
Produits pétroliers	5,7	31,3	-4,7	-6,8	3,3

Sources: OFS et BNS

1999

2000

2001

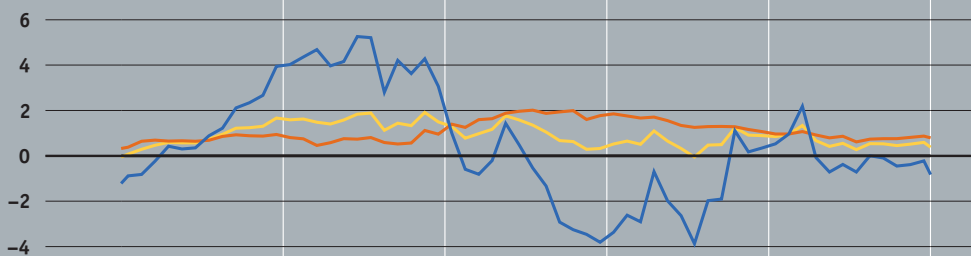
2002

2003

### Prix à la consommation

- Prix à la consommation
- Biens suisses
- Biens importés

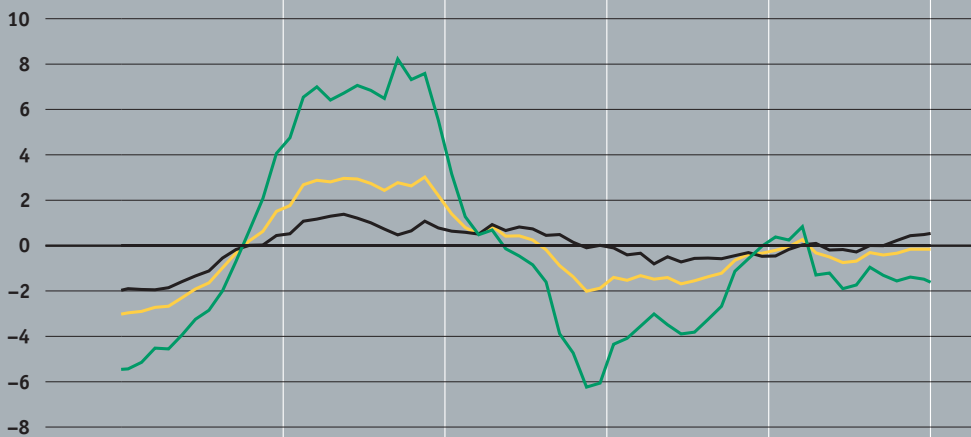
Variation en pour-cent par rapport à l'année précédente.  
Source: OFS



### Prix à la production et à l'importation

- Prix à la production et à l'importation
- Prix à la production
- Prix à l'importation

Variation en pour-cent par rapport à l'année précédente.  
Source: OFS



1999

2000

2001

2002

2003

**Hausse des prix des produits pétroliers**

Après avoir diminué les deux années précédentes, les prix des biens importés ont légèrement augmenté en 2003. En moyenne annuelle, leur hausse a été de 0,1%. Elle est due principalement aux produits pétroliers, qui ont renchéri de 3,3%. Les prix des autres biens d'origine étrangère ont en revanche freiné le renchérissement. Leur repli (-0,5%) a été cependant inférieur à celui de l'année précédente.

**Baisse des prix de l'offre totale**

Au niveau des prix à la production et à l'importation, les effets modérateurs ont continué à jouer, mais pas autant qu'en 2002. Les prix de l'offre totale ont en moyenne baissé de 0,4%, contre 1,2% l'année précédente. Les prix des biens importés se sont repliés de 0,9%, alors que ceux des biens d'origine suisse sont restés stables.

**Excédent accru de la balance des transactions courantes**

La balance des transactions courantes a dégagé un excédent de 44 milliards de francs en 2003, après 36,3 milliards l'année précédente. Pour l'essentiel, cette évolution s'explique par l'accroissement des revenus nets de capitaux. En pourcentage du produit intérieur brut, l'excédent de la balance des transactions courantes a par conséquent progressé, passant de 8,5% en 2002 à 10,2% l'année suivante.

**Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs**

	1999	2000	2001	2002	2003
Biens	-0,3	-4,2	-4,6	5,2	4,6
Commerce spécial	1,0	-2,1	1,7	7,3	6,9
Energie électrique	0,6	0,5	1,1	1,0	1,0
Autres postes	-1,9	-2,6	-7,4	-3,1	-3,3
Services	21,6	25,6	22,1	22,1	23,2
dont tourisme	1,6	2,4	2,1	1,9	2,2
dont assurances privées	2,7	2,3	1,7	3,6	4,5
dont transports	1,4	1,7	2,0	1,0	0,7
dont commissions bancaires	11,1	13,3	11,8	10,4	10,4
Revenus de facteurs	30,5	37,0	25,1	15,6	21,6
Revenus du travail	-6,5	-7,8	-8,6	-9,2	-10,4
Revenus de capitaux	37,0	44,8	33,7	24,8	32,0
Transferts courants	-6,2	-4,9	-6,7	-6,5	-5,3
<b>Total</b>	<b>45,7</b>	<b>53,5</b>	<b>35,8</b>	<b>36,3</b>	<b>44,0</b>

En valeur, tant les importations que les exportations de marchandises ont augmenté légèrement. Le solde actif de la balance commerciale (commerce spécial) s'est établi à 6,9 milliards de francs, contre 7,3 milliards en 2002. Pour l'ensemble des échanges de biens (le commerce spécial, mais aussi les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités ainsi que l'énergie électrique), l'excédent a été de 4,6 milliards de francs. La balance des services a dégagé un solde actif de 23,2 milliards de francs, soit un montant supérieur de 1,1 milliard à celui de l'année précédente. Les exportations de services des compagnies d'assurances, qui ont sensiblement progressé, expliquent en majeure partie cette évolution. D'une année à l'autre, les commissions encaissées par les banques sont restées inchangées. L'excédent des revenus de facteurs s'est accru de 6 milliards, passant à 21,6 milliards de francs. Son augmentation a découlé des revenus nets tirés des investissements directs, revenus qui ont marqué une nette hausse, après avoir fléchi en 2002. Quant aux transferts courants, ils se sont soldés par un déficit de 5,3 milliards de francs, contre 6,5 milliards l'année précédente.

## 2.2 Finances publiques

### Déficit fédéral

En 2003, le compte financier de la Confédération a enregistré un déficit pour la troisième année consécutive. L'excédent de dépenses a atteint 2,8 milliards de francs, soit 0,7 % du produit intérieur brut. Il dépasse sensiblement le déficit de 246 millions de francs qui était prévu au budget. L'écart est dû à des rentrées fiscales en forte diminution. Au moment de l'établissement du budget, la Confédération avait en effet tablé sur une croissance économique réelle de plus de 1 %, une prévision qui s'est révélée trop optimiste. Les recettes tirées en particulier de l'impôt fédéral direct et de la taxe sur la valeur ajoutée n'ont de loin pas correspondu aux attentes. Les dépenses ont porté sur 50 milliards de francs, soit un montant inférieur aux chiffres du budget. Elles incluent notamment 1,1 milliard de francs en faveur du Fonds pour les grands projets ferroviaires (NLFA et Rail 2000), dont les dépenses ont atteint au total 2 milliards de francs en 2003. Les crédits supplémentaires sont restés nettement inférieurs à la moyenne des années 1990 à 2002.

### Budget 2004

Pour 2004, le budget de la Confédération prévoit un déficit de 3,5 milliards de francs. Par rapport au budget pour 2003, les dépenses restent stables, en termes réels, mais la Confédération s'attend à des rentrées fiscales en baisse.

### Programme d'allégement budgétaire 2003

En juillet 2003, le Conseil fédéral a adopté le message concernant le programme d'allégement budgétaire 2003, qui doit permettre aux finances fédérales de respecter le frein à l'endettement. Le programme d'allégement prévoit l'élimination du déficit structurel d'ici à 2007. Par rapport au plan financier en vigueur, les économies s'élèvent à 1 milliard de francs en 2004 et à 2,1 milliards en 2005. A partir de 2006, le budget doit être allégé durablement de 3 milliards de francs par an, essentiellement par des réductions de dépenses.

### Alourdissement des déficits cantonaux et communaux

Du fait de la faiblesse de la conjoncture, les comptes des cantons et des communes se sont eux aussi détériorés en 2003. Selon les chiffres disponibles, les déficits des cantons et des communes ont atteint respectivement 2,5 milliards et 700 millions de francs. Pour 2003, les déficits cumulés de la Confédération, des cantons et des communes représentent 1,6 % du produit intérieur brut.

### Hausse de la quote-part d'endettement

La quote-part d'endettement (dettes de la Confédération, des cantons et des communes en pourcentage du produit intérieur brut) a augmenté, passant à 55,8 %. La dette revenait pour 51,9 % à la Confédération, pour 31,4 % aux cantons et pour 16,7 % aux communes.

### Réforme de la péréquation financière

A la session d'automne 2003, les Chambres fédérales ont achevé l'examen de la réforme de la péréquation financière et de la répartition des tâches entre la Confédération et les cantons (RPT). Elles ont approuvé tant les bases constitutionnelles que la loi fédérale sur la péréquation financière et la compensation des charges. La votation populaire obligatoire sur les dispositions constitutionnelles devrait avoir lieu dans la seconde moitié de 2004. Elle mettra un terme à la première phase de la RPT. Dans une seconde phase, il s'agira de transposer la RPT dans de nombreux textes légaux. La RPT vise à désenchevêtrer les tâches et les flux financiers entre la Confédération et les cantons, à préciser les compétences de chacun et à répartir plus équitablement les charges. Le but est de permettre à la Confédération et aux cantons de mieux assumer leurs responsabilités politiques et budgétaires, mais aussi de réduire les disparités entre cantons financièrement forts et cantons financièrement faibles.

1999

2000

2001

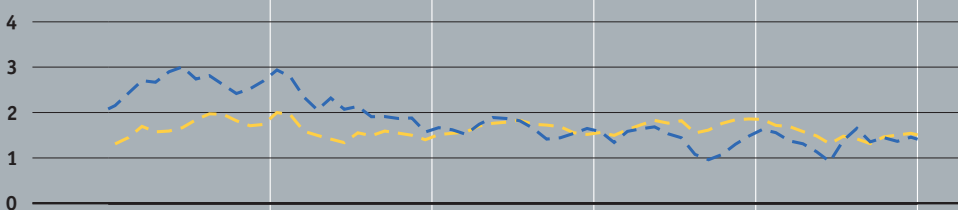
2002

2003

### Écarts entre taux d'intérêt à long terme

--- Zone euro - Suisse  
--- États-Unis - Suisse

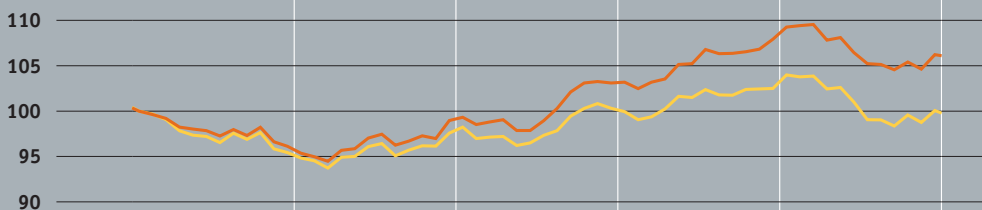
En points.  
Source: BRI



### Cours du franc, pondéré par les exportations

— En termes réels  
— En termes nominaux

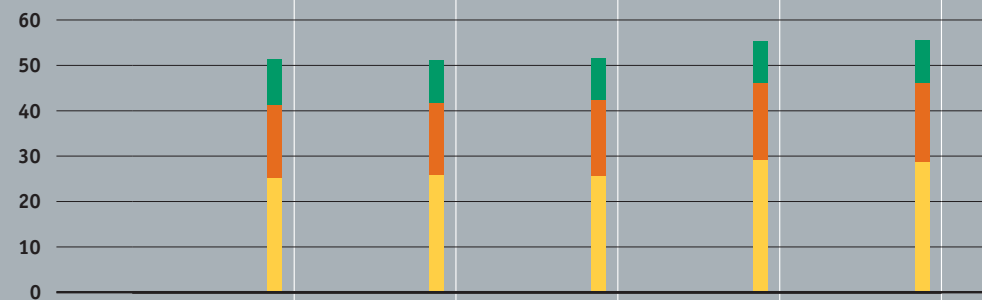
Indice: janvier 1999 = 100.



### Dette publique

— Confédération  
— Cantons  
— Communes

En pour-cent du PIB.  
Source: AFF



1999

2000

2001

2002

2003

## 2.3 Marché des capitaux et crédits bancaires

### Hausse des taux d'intérêt à long terme

Pendant les cinq premiers mois de l'année, les taux d'intérêt à long terme se sont maintenus à leur niveau de décembre 2002, abstraction faite d'un bref pic en avril. A partir de juin, ils ont marqué une tendance à la hausse. Le rendement moyen des obligations à dix ans de la Confédération, qui était de 2,4% à fin mai, a ainsi augmenté pour s'établir à 2,8% en décembre. Cette hausse s'explique par la reprise attendue de la conjoncture et, partant, par la perspective d'un resserrement tôt ou tard de la politique monétaire. Quant aux taux d'intérêt à court terme, ils sont restés à un bas niveau après la réduction, en mars, du taux de référence de la Banque nationale. L'écart entre le rendement des obligations fédérales à dix ans et celui des créances comptables à court terme a continué à croître; il atteignait près de 2,7 points en décembre 2003, contre 2,1 points un an auparavant.

### Diminution de la prime de risque sur les emprunts des débiteurs du secteur privé

Avec la perspective d'un redressement de la conjoncture, l'écart de rendements entre les emprunts du secteur privé et ceux de l'Etat a diminué nettement. En décembre, le rendement des obligations à trois ans des banques était supérieur d'environ 16 points de base à celui des titres de même durée de la Confédération. Un an auparavant, cet écart était encore de près de 50 points de base. Entre les emprunts de l'industrie et ceux de la Confédération, l'écart de rendements a fléchi encore plus sensiblement, passant de 152 à 61 points de base.

### Redressement des marchés des actions

Après deux années de baisse, le Swiss Performance Index (SPI) a regagné 22% en 2003. Il s'établissait à 3962 points à fin décembre, contre 3246 points douze mois auparavant. Au début de l'année, l'indice avait pourtant encore reculé pour s'inscrire à 2603 points, son niveau plancher, à la mi-mars. Dans la phase qui a suivi, il a progressé de manière presque ininterrompue. Les cours des actions des grandes entreprises ont augmenté de 20%, soit moins fortement que ceux des petites et des moyennes entreprises, lesquels se sont accrus de respectivement 32% et 35%. Les valeurs de toutes les branches de l'économie ont marqué des hausses, mais dans des proportions inégales. Celles des banques, du commerce de détail, de l'électrotechnique, des machines et de l'énergie ont été les grandes gagnantes. Les augmentations ont été beaucoup plus modestes pour les valeurs des autres branches.

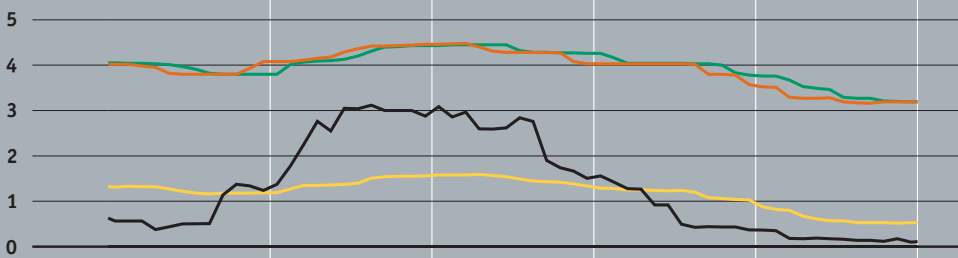
### Accroissement du recours net au marché des capitaux

D'une année à l'autre, le recours au marché suisse des capitaux s'est sensiblement accru. Le prélèvement net par les émissions publiques d'actions et d'obligations a atteint 23 milliards de francs, contre 17 milliards en 2002. Les émissions suisses ont joué un rôle déterminant dans cette progression. En effet, les débiteurs suisses ont levé des capitaux pour un montant net de 7,6 milliards de francs, après 3,7 milliards l'année précédente. De plus, les émissions d'actions ont porté sur un montant net de 1,3 milliard de francs, alors que des remboursements nets, pour 1,7 milliard, avaient été enregistrés en 2002. Du côté des débiteurs étrangers, le recours net au marché des capitaux a diminué de 5%, passant à environ 14 milliards de francs.

### Taux d'intérêt représentatifs dans les banques

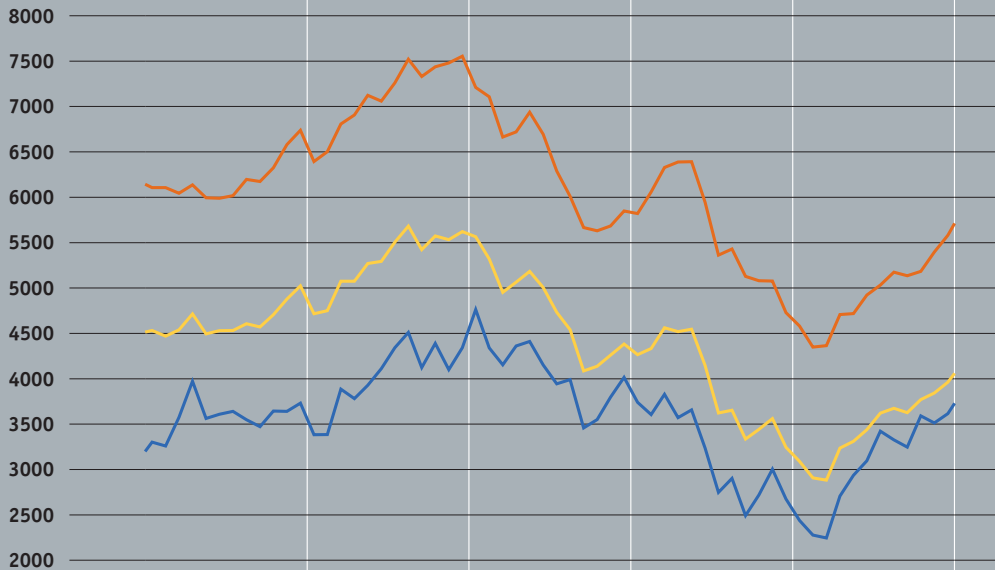
- Anciennes hypothèques, banques cantonales
- Nouvelles hypothèques, banques cantonales
- Dépôts d'épargne, banques cantonales
- Dépôts à trois mois, grandes banques

En pour-cent.



### Cours des actions

- Total
  - Banques
  - Industrie
- Swiss Performance Index.  
Source: SWX



Les crédits accordés par les banques à la clientèle suisse ont augmenté de 2,5% en 2003. Ces crédits étaient constitués de placements hypothécaires (créances hypothécaires et créances sur la clientèle garanties par hypothèque), à hauteur de 82%, et d'autres créances sur la clientèle, à hauteur de 18%. Les placements hypothécaires se sont accrus de 5,3%, poursuivant ainsi leur progression. Par contre, les autres créances sur la clientèle ont reculé de 7,5%, après un fléchissement de 11,1% en 2002. Elles ont diminué dans toutes les principales catégories d'établissements, à l'exception des banques Raiffeisen et des établissements en mains étrangères. Les crédits accordés à l'artisanat, à l'industrie et aux établissements financiers ont fléchi tout particulièrement. Du fait de cette évolution, les banques ont une nouvelle fois renforcé la part de leurs créances gagées. Au passif des bilans bancaires, les engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et de placements ont augmenté de 12%, tandis que les engagements envers les banques se sont accrus de 15%. A fin décembre, les obligations de caisse étaient inférieures de 16% au niveau observé un an auparavant. Ainsi, elles ne formaient plus que 10% environ des fonds d'épargne classiques.

## 2.4 Banques et autres établissements financiers

Malgré la stagnation de l'économie, les résultats des banques suisses ont progressé d'une année à l'autre. Les opérations d'intérêts ont été particulièrement rentables pour l'ensemble du secteur bancaire. En outre, une reprise s'est amorcée dans les activités de banque d'affaires et de gestion de fortune, activités qui avaient subi une forte chute en 2002.

Après deux années de turbulences, le secteur des assurances a lui aussi bénéficié d'une amélioration. Il a pu accroître sa rentabilité et consolider sa dotation en fonds propres. La situation financière des caisses de pensions s'est redressée grâce à la meilleure tenue des marchés financiers. Le bas niveau des taux d'intérêt a cependant conduit le Conseil fédéral à ramener à 2,25% le taux d'intérêt minimal à appliquer, en 2004, sur les avoirs de la prévoyance professionnelle.

Dans les banques et les assurances, l'amélioration de la situation n'a pas découlé uniquement de la hausse des cours des actions et d'un environnement favorable en matière de taux d'intérêt. De vigoureuses mesures de restructuration y ont contribué également. La récente chute du marché des actions et la morosité de la conjoncture ont contraint de nombreux établissements à réduire leurs coûts et à se recentrer sur leur métier de base.

La Suisse est parvenue à un accord avec l'UE sur l'imposition des revenus de l'épargne. Le secret bancaire demeure préservé. Selon cet accord, la Suisse prélèvera, probablement à partir de 2005, une retenue à la source de 15% sur les intérêts versés à des personnes physiques ayant leur domicile fiscal dans un Etat membre de l'UE. La retenue à la source sera progressivement relevée et atteindra 35% à partir de 2011. Le produit de l'impôt reviendra pour 75% aux pays d'origine des contribuables. En outre, la Suisse s'est engagée à accorder l'assistance administrative en cas d'escroquerie fiscale, mais non de soustraction d'impôt.

A la suite de plusieurs affaires qui ont éclaté à l'étranger, l'Association suisse des banquiers a édicté des directives en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière. Reconnues par la Commission fédérale des banques comme règles minimales contraignantes, ces directives s'appliquent depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2003 aux banques domiciliées en Suisse. Elles visent à accroître la transparence de l'analyse financière et à éviter des conflits d'intérêts grâce à des mesures sur le plan de l'organisation.

**Amélioration de la situation  
des banques ...**

**... et des assurances**

**Mesures énergiques  
de restructuration et  
de consolidation**

**Accord avec l'UE sur la  
fiscalité de l'épargne**

**Directives sur l'indépendance  
de l'analyse financière**