

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2008 26^e année

Contenu

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
42	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
46	SNB Working Papers: résumés
50	Chronique monétaire

Aperçu

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

La conjoncture internationale s'est assombrie au cours du premier semestre 2008. En Europe et au Japon, le PIB a fléchi au deuxième trimestre. Aux Etats-Unis, la croissance a été soutenue essentiellement par la consommation privée. Dans toutes les régions du globe, on a observé une importante détérioration de la confiance des consommateurs et des producteurs. Quant aux pays émergents d'Asie du Sud-Est, ils ont poursuivi leur forte expansion. Pourtant, les premiers signes d'un ralentissement conjoncturel y sont également perceptibles. Par rapport à juin, la BNS a revu à la baisse ses hypothèses pour la croissance du PIB en 2008 et en 2009 dans toutes ces régions.

En Suisse, au deuxième trimestre, le PIB a évolué, conformément aux attentes, légèrement en dessous du potentiel de croissance. Le ralentissement qui s'était amorcé au premier trimestre s'est ainsi confirmé. En raison des répercussions de la crise financière internationale, la création de valeur a de nouveau marqué un net recul dans les banques suisses. A l'inverse, l'évolution positive dans l'industrie manufacturière et dans les branches axées sur les biens de consommation ont joué le rôle de soutien. La BNS table sur le fait que la croissance de l'économie va continuer à décélérer au deuxième semestre. Pour l'ensemble de 2008, elle compte à nouveau avec une hausse du PIB réel comprise entre 1,5% et 2%.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 42)

Les quelque 170 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre juin et août 2008 ont de nouveau signalé, dans l'ensemble, que la marche des affaires était bonne et le taux d'utilisation des capacités de production élevé. Sur la période considérée, un ralentissement du dynamisme de la demande a cependant été observé, notamment dans l'industrie manufacturière et dans la construction. Les branches axées sur la consommation s'attendent également à un tassement de la demande au cours des prochains mois. L'emploi devrait croître à un rythme moindre.

SNB Working Papers (page 46)

Résumés de cinq articles: Raphael Auer et Thomas Chaney, *Cost pass through in a competitive model of pricing-to-market*, SNB Working Paper 2008-6; Martin Brown, Armin Falk et Ernst Fehr, *Competition and relational contracts: The role of unemployment as a disciplinary device*, SNB Working Paper 2008-7; Raphael Auer, *The colonial and geographic origins of comparative development*, SNB Working Paper 2008-8; Andreas M. Fischer et Angelo Ranaldo, *Does FOMC news increase global FX trading?*, SNB Working Paper 2008-9; Charlotte Christiansen et Angelo Ranaldo, *Extreme coexcesses in new EU member states' stock markets*, SNB Working Paper 2008-10.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre 2008

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-septembre 2008.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Evolution du PIB et perspectives
17	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
20	2.3 Emploi et marché du travail
21	2.4 Utilisation des capacités de production
23	2.5 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
29	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
33	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
37	4 Prévision d'inflation de la BNS
37	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
39	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
37	La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise d'un large public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il explique l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique et monétaire et précise les conclusions qu'elle en tire 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 septembre 2008. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation de la BNS» tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-septembre 2008.

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

Décision de politique monétaire

Le 18 septembre 2008, la Banque nationale suisse a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Elle continue à approvisionner en liquidités le marché monétaire en francs suisses d'une manière généreuse et flexible.

Le ralentissement de l'activité économique, qui s'est d'abord manifesté aux Etats-Unis, s'étend maintenant à l'Europe et, dans une moindre mesure, aux pays émergents. Le cours du pétrole, malgré une correction marquée, reste élevé. Il continue à freiner la conjoncture mondiale et à exercer une pression inflationniste. La situation sur les marchés financiers est préoccupante.

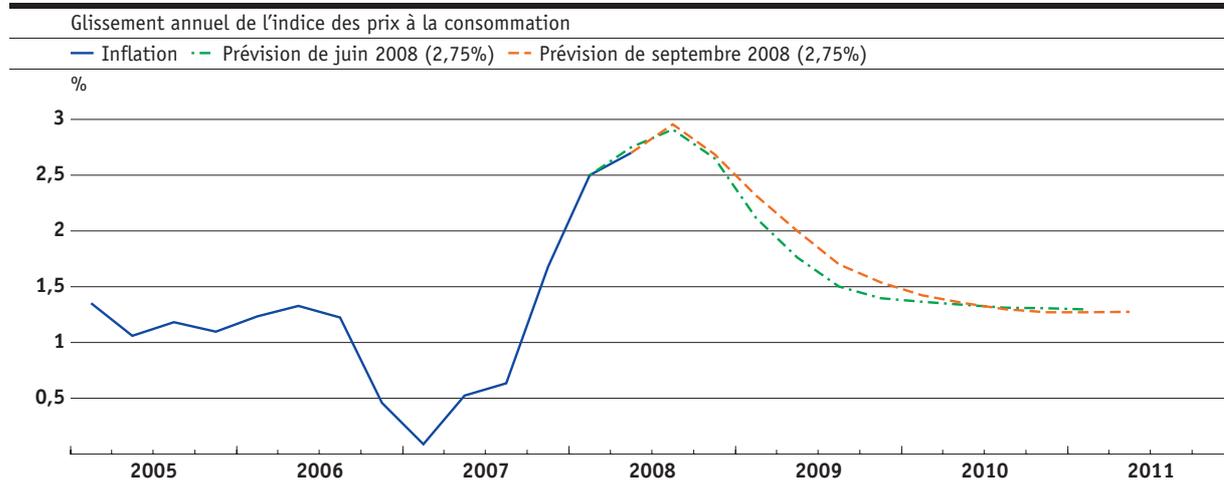
L'économie suisse évolue conformément aux attentes de la Banque nationale. Sa croissance a fléchi durant la première moitié de l'année en cours alors qu'elle atteignait 3,3% en 2007. Elle est restée relativement robuste en dépit de la dégradation de la conjoncture mondiale, mais le ralentissement devrait se poursuivre au cours des prochains

mois. La Banque nationale maintient sa prévision d'une croissance du PIB réel située entre 1,5% et 2% pour 2008.

La prévision d'inflation n'a guère changé par rapport à celle publiée en juin dernier, si ce n'est que le renchérissement reculera un peu moins rapidement l'an prochain qu'on pouvait encore le penser il y a trois mois. Dans l'hypothèse d'un taux Libor maintenu constant à 2,75%, la hausse des prix devrait atteindre 2,7% en 2008 et se replier à 1,9% en 2009 et à 1,3% en 2010, en raison du tassement conjoncturel et de la stabilisation du prix du pétrole. Comme les risques liés à l'évolution de la conjoncture mondiale, des marchés financiers et du prix de l'énergie sont importants, cette prévision est entachée de grandes incertitudes.

Les perspectives de ralentissement du renchérissement à moyen terme permettent à la Banque nationale de garder inchangé le cours de sa politique monétaire. La prudence s'impose toutefois en raison des risques actuels. La Banque nationale observera donc attentivement l'évolution de la conjoncture internationale, des marchés financiers et du prix du pétrole, afin d'être à même de réagir rapidement en cas de besoin.

Prévisions d'inflation de juin 2008, avec Libor à 2,75%, et de septembre 2008, avec Libor à 2,75%



Prévision d'inflation de septembre 2008 avec Libor à 2,75%

	2008	2009	2010
Inflation annuelle moyenne en %	2,7	1,9	1,3

1 Environnement international

La conjoncture internationale s'est assombrie au cours du premier semestre de 2008. Au deuxième trimestre, les grands pays industrialisés ont toutefois affiché des taux de croissance contrastés sous l'influence de facteurs particuliers. Tandis que la croissance aux Etats-Unis a été soutenue par les crédits d'impôt et la faiblesse du dollar, le PIB a fléchi dans la zone euro et au Japon, notamment en contre-réaction à la forte croissance enregistrée au trimestre précédent. Dans toutes les régions du globe, on a cependant observé une baisse de la confiance des consommateurs et des producteurs, ainsi qu'une dégradation de la situation sur le marché du travail et au niveau des exportations. Dans les pays émergents d'Asie du Sud-Est aussi, les premiers signes d'un ralentissement conjoncturel ont été perceptibles. Poussés par la hausse du prix de l'énergie et des matières premières, les prix à la consommation ont poursuivi leur ascension. Dans de nombreux pays, le taux d'inflation a atteint un niveau que l'on avait enregistré pour la dernière fois au début des années 90. Le récent recul des prix de l'énergie et des matières premières laisse toutefois présager une détente imminente.

Un an après les premières turbulences ayant agité les marchés financiers, la crise continue de sévir. Sur la plupart des marchés du crédit, il faut compter avec des primes de risque élevées, et les conditions de crédit se sont de nouveau détériorées pour la plupart des acteurs économiques. En outre, les banques sont devenues plus vulnérables,

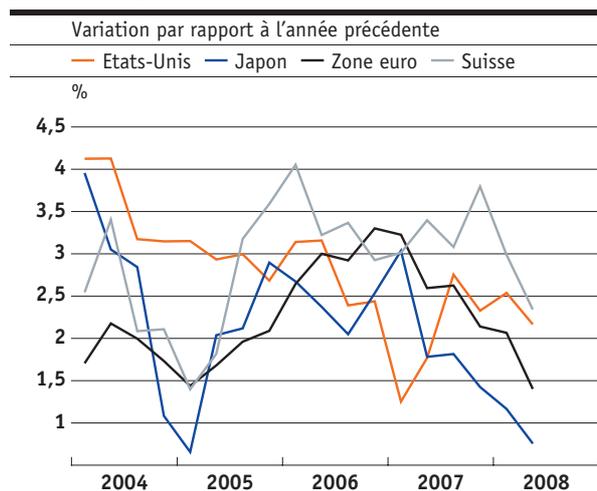
notamment aux Etats-Unis. Cette situation laisse augurer une conjoncture fragile dans un proche avenir. Les corrections intervenues sur les marchés immobiliers devraient continuer de peser sur la croissance. Les prévisions consensuelles portant sur la croissance du PIB ont été revues à la baisse, surtout pour l'année 2009.

Croissance étonnamment robuste aux Etats-Unis

Au deuxième trimestre, le PIB des Etats-Unis a enregistré une hausse de 3,3% contre 0,9% durant la période précédente. L'évolution robuste – et inattendue – de la valeur ajoutée s'explique avant tout par la forte dynamique des exportations et par la résistance de la consommation privée. Les crédits d'impôt accordés aux ménages depuis la fin avril ont sensiblement soutenu les dépenses de consommation, notamment celles en faveur des biens non durables. Contre toute attente, le secteur de la construction de bâtiments industriels et commerciaux a nettement repris de la vigueur. La tendance de fond de la conjoncture est toutefois restée faible: de mars à août, le taux de chômage a poursuivi sa progression, passant de 5,1% à 6,1%.

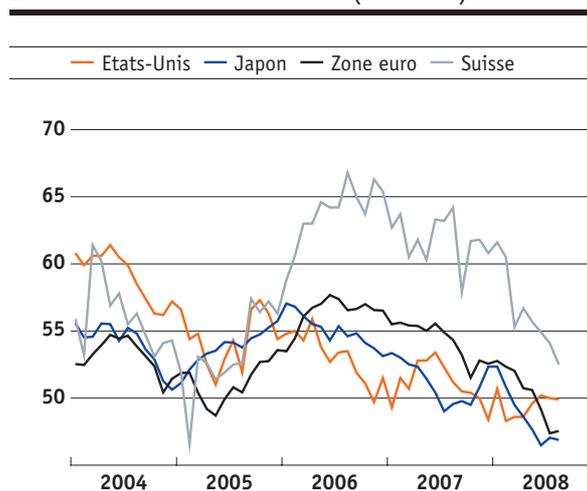
La croissance du PIB devrait être très contenue au cours des prochains trimestres. Le niveau historiquement bas de l'indice du climat de consommation – qui reflète la détérioration de la situation sur le marché du travail, le resserrement des conditions de crédit et la persistance des prix très élevés de l'essence – indique un fléchissement de la consommation privée. Les crédits d'impôt ne

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



Sources: BNS, SECO et Thomson Datastream

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

devraient guère générer de nouvelles impulsions, étant donné que près des trois quarts de la somme budgétée ont déjà été remboursés. Sur le marché de l'immobilier, la situation reste précaire, mais des indicateurs avancés, tels que le nombre de ventes de maisons et le nombre de permis de construire, semblent se stabiliser peu à peu. En dépit de signes annonciateurs d'un ralentissement de la demande étrangère, les exportations devraient continuer d'apporter une contribution positive à la croissance. Qui plus est, par rapport à la récession de 2001, aucune impulsion négative marquée provenant des investissements en biens d'équipement et en stocks n'est à craindre, car les entreprises n'ont augmenté leur stock de capital qu'avec retenue au cours de la dernière embellie. Grâce à la forte croissance enregistrée au deuxième trimestre, la BNS table sur une croissance du PIB de 1,8% pour 2008 (contre 1,4% en juin). En revanche, les prévisions pour 2009 ont été revues à la baisse, et sont passées de 1,6% à 1,3%.

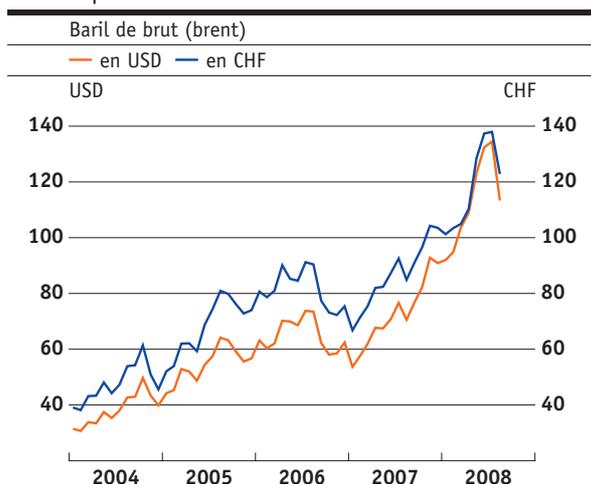
Récession économique dans la zone euro

La performance économique de la zone euro s'est réduite de 0,8% au deuxième trimestre après avoir augmenté de 2,7% au premier trimestre. Il s'agit de la plus forte baisse enregistrée depuis le début de l'enquête réalisée par Eurostat en 1995. Le PIB a régressé dans les trois plus grandes économies de la zone euro – l'Allemagne, la France et l'Italie – tandis que la valeur ajoutée n'a que légèrement crû en Espagne et a stagné aux Pays-Bas. Le repli du PIB est en partie dû à des effets uniques,

tels que l'anticipation des commandes de construction et d'investissement en Allemagne. En outre, l'économie a été davantage affectée par la hausse des prix de l'énergie, qui a réduit le pouvoir d'achat des consommateurs et limité la consommation privée. Par ailleurs, la demande étrangère a elle aussi perdu de sa vigueur, notamment en raison d'un euro fort. Le taux d'utilisation des facteurs de production a poursuivi son recul, mais est resté supérieur à la moyenne. Selon les enquêtes réalisées, les employeurs ont été moins disposés à recruter du personnel. Le taux de chômage devrait avoir ainsi franchi le creux de la vague.

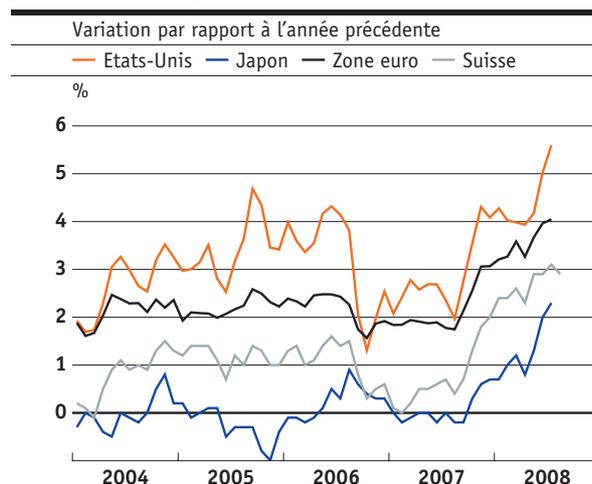
La zone euro traverse actuellement une phase de faiblesse. Au cours des derniers mois, la confiance des producteurs et des consommateurs s'est effondrée. Les attentes des entreprises quant aux exportations et aux carnets de commande, en particulier, se sont dégradées. Conjugée à une évolution des bénéfices moins favorable et à des conditions de financement plus restrictives, cette situation laisse présager un affaiblissement des investissements et des exportations. Le recul de la demande au niveau des exportations devrait essentiellement émaner des pays industrialisés. Les risques de fléchissement qui accompagnent le ralentissement des marchés immobiliers dans certains pays (l'Espagne, l'Irlande et le Royaume-Uni) ont en outre augmenté. La BNS table sur une croissance du PIB de 1,3% pour 2008 et de 0,9% pour 2009, soit respectivement 0,5 et 0,6 point de moins par rapport aux prévisions du mois de juin.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: BNS et Reuters

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: OFS et Thomson Datastream

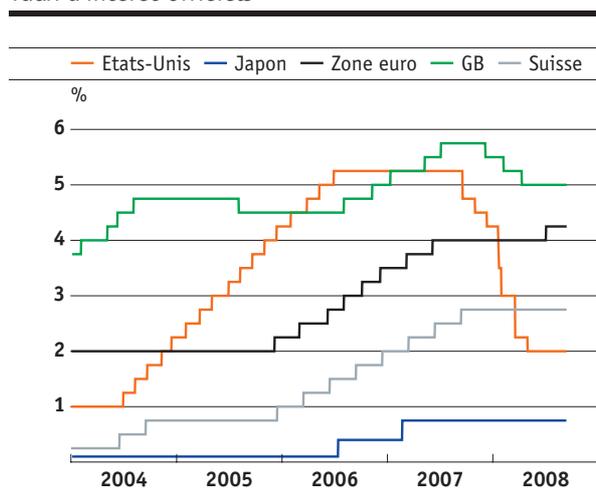
Perte de vitesse de l'économie asiatique

Au Japon, le PIB réel s'est contracté sur un large front au deuxième trimestre (-3%). Ce recul est en partie une contre-réaction à la forte croissance générée au premier trimestre et favorisée par le fait qu'il y a eu un jour ouvrable supplémentaire dû à l'année bissextile; mais il reflète aussi une dynamique conjoncturelle affaiblie. Sous l'effet conjugué de l'érosion du pouvoir d'achat due à la hausse des prix de l'énergie et de la faible évolution des salaires, la consommation privée a particulièrement souffert ces derniers temps, ce qui se traduit par un recul significatif de l'indice du climat de consommation. La morosité de la demande de consommation pèse aussi sur les entreprises, qui affichent des bénéfices en baisse en raison de l'augmentation des coûts des matières premières et du fléchissement de la croissance des exportations. Les investissements ont donc stagné durant le premier semestre. Eu égard aux conditions de financement favorables, il est néanmoins peu probable que les investissements subissent une réduction drastique le reste de l'année. Grâce à la forte demande en provenance des marchés émergents enregistrée jusqu'au milieu de l'année, les entreprises à vocation exportatrice ont fait preuve d'un optimisme, optimisme toutefois contenu. Etant donné la fragilité de la demande intérieure, il ne faut cependant s'attendre qu'à une faible croissance économique au second semestre. La BNS prévoit une croissance du PIB de 1% pour 2008 et de 1,2% pour 2009. Au mois de juin, ces deux taux atteignaient encore 1,5%.

En Chine, la croissance forte et largement soutenue s'est poursuivie au deuxième trimestre. Le PIB a progressé de 10,1% par rapport au deuxième trimestre de 2007 après avoir atteint 10,6% au trimestre précédent. Les investissements ont continué de jouer le rôle de moteur. Les investissements en constructions, notamment, qui représentent environ un quart des investissements totaux, se sont encore accrus. La croissance de la consommation privée est restée solide, favorisée par la progression continue de l'emploi et des revenus ainsi que par des incitations de l'Etat. Les indicateurs de la demande tels que les chiffres d'affaires du commerce de détail et les chiffres du commerce extérieur sont restés robustes jusqu'au mois de juillet. La production industrielle s'est cependant ralentie en juillet, probablement suite aux réglementations instaurées dans la région de Pékin en relation avec les Jeux olympiques. Actuellement, un paquet fiscal de grande envergure, d'un montant d'environ 370 milliards de yuans – soit presque 1,5% du PIB chinois – est en cours de discussion. Le train de mesures vise avant tout des modifications d'ordre structurel ainsi qu'un rééquilibrage du modèle de croissance; mais il permettrait aussi de soutenir la conjoncture en cas de fort ralentissement de la croissance des exportations. Un fléchissement progressif est attendu au cours des prochains trimestres.

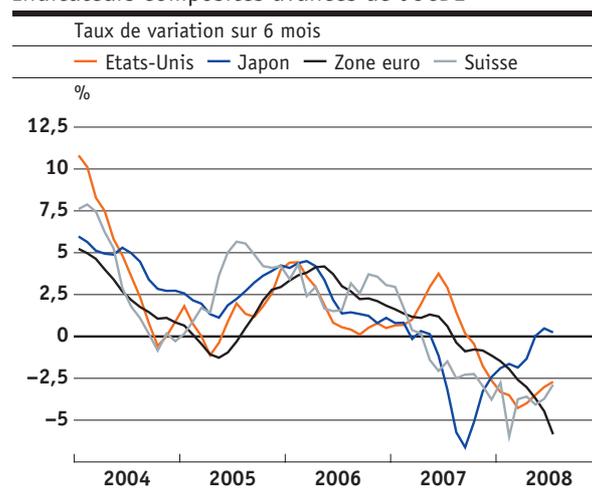
En Corée, à Taiwan, à Hong Kong et à Singapour, le PIB a encore progressé de 4,4% en moyenne au deuxième trimestre par rapport à la même période de l'année précédente, contre 6,2% au premier trimestre. La hausse des prix de l'énergie et de

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Datastream

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

l'alimentation, en particulier, a freiné la demande intérieure. Si les exportations sont restées très dynamiques jusqu'au milieu de l'année grâce aux nombreuses exportations vers la Chine, l'affaiblissement de la demande dans les pays industrialisés, conjugué à la récession naissante dans le secteur de l'électronique, laissent toutefois entrevoir un ralentissement pour le second semestre.

Nette augmentation du renchérissement

Le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation a nettement augmenté à l'échelle mondiale. L'inflation a surtout été attisée par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, mais l'inflation sous-jacente s'est elle aussi légèrement accrue dans de nombreux pays. Le récent repli des prix du pétrole devrait freiner le renchérissement au cours des prochains mois. Toutefois, les risques d'inflation sont toujours orientés à la hausse, eu égard à la montée des anticipations inflationnistes et à d'éventuels effets de second tour.

Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a gagné du terrain; de 3,9% en avril, il est passé à 5,6% en juillet, son plus haut niveau depuis 17 ans. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, a augmenté durant la même période, passant de 2,3% à 2,5%. Dans la zone euro, le renchérissement total s'est accru entre avril (3,3%) et juillet (4%), atteignant ainsi une nouvelle fois un niveau record depuis 16 ans. Outre les prix de l'énergie, ceux de l'alimentation et des services ont également contribué à l'accélération du renchérissement. L'inflation sous-jacente a gagné un dixième de point pour s'établir à 1,7%. Par ailleurs, la pression sur les salaires mesurée aux coûts du travail ainsi que le renchérissement des prix à la production ont continué d'augmenter. Grâce à la correction des prix du pétrole, le renchérissement a marqué un léger recul en août, où il affichait 3,8%. Au Japon, le renchérissement annuel a crû de 1,5 point jusqu'en juillet pour s'inscrire à 2,3%. L'inflation sous-jacente, quant à elle, est restée à un niveau proche de zéro. En Corée,

à Taiwan, à Hong Kong et à Singapour, le renchérissement a poursuivi son ascension et a atteint 6% en moyenne. En Chine, en revanche, il a enregistré une baisse de 2,2 points en raison du recul du renchérissement de l'alimentation et s'établissait à 6,3%. Le fléchissement des prix de l'alimentation devrait surcompenser la poussée de renchérissement qui accompagnera la libéralisation annoncée et progressive des prix de l'énergie.

Une politique monétaire essentiellement placée sous le signe de l'attente

Bien qu'un an se soit écoulé depuis le début de la crise, la situation sur les marchés financiers internationaux est restée tendue. Aux Etats-Unis notamment, elle s'est de nouveau dégradée au cours du troisième trimestre. Début septembre, le gouvernement américain a dû nationaliser les deux établissements de refinancement hypothécaire Fanny Mae et Freddie Mac. Quelques jours plus tard seulement, deux grandes banques d'affaires américaines ont été victimes de la crise financière. Lehman Brothers s'est effondrée tandis que Merrill Lynch a été reprise par Bank of America. Les turbulences financières, associées à l'affaiblissement du marché du travail et à l'inflation croissante, ont contraint la Réserve fédérale des Etats-Unis à rester en position d'attente. La Fed a laissé son taux directeur inchangé à 2% jusqu'à fin août, après l'avoir réduit de 225 points de base entre janvier et avril. En juillet, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé de 25 points de base le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, pour le fixer à 4,25%, son principal souci étant d'éviter les effets de second tour et de limiter les risques croissants d'inflation. La banque centrale du Japon a de plus en plus mis l'accent sur les risques de ralentissement conjoncturel et a laissé son taux de l'argent au jour le jour inchangé à 0,5%. Quant à la banque centrale de Chine, elle a continué à resserrer sa politique monétaire, relevant son taux des réserves minimales de 100 points de base au total, à 17,5%.

2 Evolution économique en Suisse

Au deuxième trimestre de 2008, l'évolution de la conjoncture suisse s'est avérée un peu plus favorable que dans la plupart des pays européens. La croissance du PIB n'a été que légèrement inférieure au potentiel de croissance. En outre, l'emploi a continué de faire preuve d'un dynamisme remarquable. En dépit des turbulences sur les marchés financiers et de l'assombrissement des perspectives conjoncturelles, la vigueur du marché du travail a soutenu la propension des ménages à la consommation. Néanmoins, la Suisse donne elle aussi des signes d'un net affaiblissement de sa croissance.

2.1 Evolution du PIB et perspectives

Croissance modérée au deuxième trimestre

Fin août, l'OFS a publié ses premières estimations des comptes nationaux (CN) pour l'année 2007. Celles-ci font état d'une croissance du PIB de 3,3%, soit 0,2 point de plus que les estimations initiales du SECO. En publiant les données du deuxième trimestre de 2008, le SECO a adapté l'intégralité des séries trimestrielles aux nouveaux paramètres des comptes nationaux.

Selon les estimations du SECO, le PIB réel a augmenté de 1,5% du premier au deuxième trimestre de 2008, après avoir progressé de 1,1% du quatrième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2008. En comparaison annuelle, le PIB a enregistré une croissance de 2,3%. Dans l'ensemble, les résultats du PIB pour le deuxième trimestre corres-

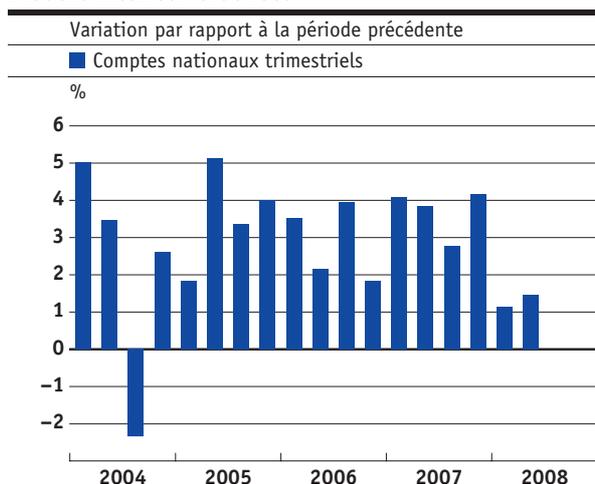
pondent aux prévisions de la BNS communiquées dans le Bulletin trimestriel 2/2008.

Du côté de la demande, la progression du PIB a été surtout favorisée par la consommation privée ainsi que par une contribution positive du commerce extérieur; la dynamique des exportations, particulièrement forte, a certes bénéficié du fait que le deuxième trimestre a compté deux jours ouvrables supplémentaires, mais elle a été largement neutralisée par une évolution similaire des importations. La consommation publique a elle aussi évolué de manière positive. Par contre, les investissements en biens d'équipement et en constructions ont diminué, et les variations de stocks ont freiné la conjoncture.

En ce qui concerne la production, la croissance du PIB a été essentiellement soutenue par la valeur ajoutée créée dans l'industrie manufacturière ainsi que par un certain nombre de secteurs axés sur la consommation (le commerce de détail, les transports et communications). Quant à la valeur ajoutée créée par les établissements de crédit, elle a de nouveau marqué un net fléchissement.

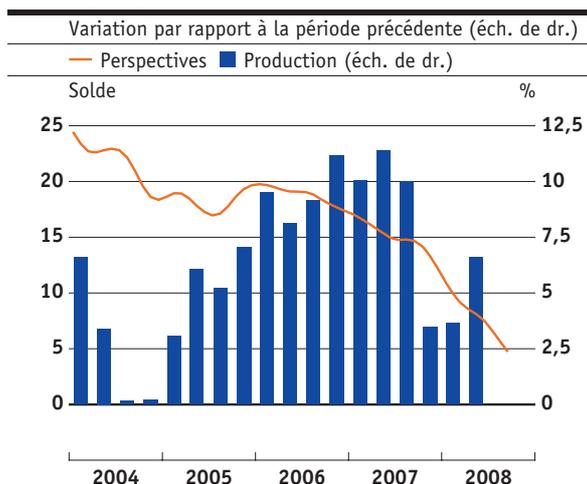
Selon la statistique de l'OFS portant sur la production, les entrées de commandes, les chiffres d'affaires et les stocks, la production dans l'industrie manufacturière a augmenté de 6,6% au deuxième trimestre, après avoir progressé de 3,6% au premier. La production de matières plastiques a été particulièrement dynamique. Viennent ensuite l'électronique et l'horlogerie, puis la fabrication de machines et la métallurgie. Les entrées de commandes ont augmenté de 6,8%, alors qu'elles avaient stagné au cours des deux trimestres précédents. Ce sont sur-

Graphique 2.1
Produit intérieur brut réel



Source: SECO

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: KOF et OFS

tout les produits intermédiaires et les biens de consommation qui ont contribué à cette évolution. Dans l'industrie des biens d'investissements par contre, les entrées de commandes ont nettement diminué.

Poursuite du refroidissement de la conjoncture

Pour la seconde moitié de 2008 et pour le début de 2009, la BNS table sur un nouvel affaiblissement de la croissance du PIB. Tous les indicateurs précurseurs du PIB sont orientés à la baisse. La faiblesse accrue de la demande étrangère devrait freiner les exportations de biens et de services. En outre, il faut s'attendre à un tassement de la demande de consommation en raison du ralentissement attendu de la progression de l'emploi.

Cette appréciation est largement confirmée par les entretiens que les délégués de la BNS ont menés entre juin et août avec quelque 170 représentants de différents secteurs et branches économiques. Bien que le niveau de la marche des affaires puisse être encore qualifié de satisfaisant à très satisfaisant dans la plupart des secteurs, les

signes d'un ralentissement de la dynamique de la demande se sont multipliés. La construction, mais aussi de larges pans de l'industrie manufacturière, sont concernés au premier chef. Dans le commerce de détail ainsi que dans la restauration et l'hébergement, les interlocuteurs ont fait état d'un climat de consommation robuste et de résultats meilleurs que ceux réalisés au deuxième trimestre de 2007. Toutefois, parmi ces branches axées sur la consommation, certaines s'attendent, et c'est nouveau, à un tassement de la demande à court terme.

Peu d'interlocuteurs envisagent cependant un véritable effondrement de la demande. La majorité des entreprises table donc sur des effectifs stables, voire en légère augmentation; quant aux plans d'investissement, ils devraient être respectés.

En moyenne annuelle, la croissance du PIB devrait s'inscrire entre 1,5% et 2% en 2008. L'affaiblissement actuel de la croissance se traduira vraisemblablement par un rythme annuel d'expansion nettement inférieur en 2009. Ce scénario entraînerait une réduction graduelle du taux d'utilisation, toujours élevé, des capacités de production.

PIB réel et composantes

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

Tableau 2.1

	2004	2005	2006	2007	2006		2007				2008	
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Consommation privée	1,6	1,8	1,6	2,1	0,7	0,7	3,1	2,4	3,0	2,2	0,9	2,6
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,8	1,0	-0,9	-1,1	2,5	1,6	-0,5	-0,9	-4,9	-6,1	1,8	2,8
Formation de capital fixe	4,5	3,8	4,7	5,4	3,0	11,2	5,2	14,6	-10,8	2,9	2,5	-2,7
Construction	3,9	3,5	-1,4	-1,5	-0,4	4,0	0,7	-9,8	-4,8	4,7	-4,8	-1,3
Biens d'équipement	5,0	4,0	10,0	10,9	5,8	17,1	9,0	36,5	-14,7	1,6	8,1	-3,7
Demande intérieure finale	2,1	2,2	2,0	2,5	1,5	3,2	3,2	4,8	-1,4	1,3	1,4	1,3
Demande intérieure	1,9	1,9	1,4	1,1	-4,5	7,3	-3,5	2,7	-0,6	9,8	-6,6	0,3
Exportations totales	7,9	7,3	9,9	9,4	12,5	17,3	11,7	4,9	8,8	-0,0	3,2	15,1
Biens	7,3	5,8	11,1	8,4	15,0	17,0	12,9	-1,1	8,2	-2,7	3,6	19,2
Hors MPPAA ¹	7,3	6,5	11,2	8,3	8,2	18,5	9,4	2,2	8,3	-1,5	-2,0	28,1
Services	9,7	11,3	6,8	12,1	6,2	18,1	8,5	22,7	10,1	7,2	2,2	5,3
Demande globale	3,8	3,7	4,3	4,1	1,3	10,9	1,9	3,5	2,9	6,0	-3,0	5,9
Importations totales	7,3	6,6	6,5	5,9	-4,6	34,7	-2,9	2,8	3,2	9,9	-11,4	16,0
Biens	5,8	5,6	7,8	5,1	-9,7	45,7	-5,1	0,6	1,0	6,4	-8,9	19,1
Hors MPPAA ¹	5,9	5,3	7,4	6,7	-5,1	31,0	6,7	-0,4	3,1	3,2	-9,3	18,8
Services	14,7	11,3	0,5	10,0	23,1	-7,2	9,0	14,1	14,1	27,2	-21,4	2,2
PIB	2,5	2,5	3,4	3,3	3,9	1,8	4,1	3,9	2,8	4,2	1,1	1,5

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

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Forte expansion des exportations au deuxième trimestre grâce aux jours ouvrables supplémentaires

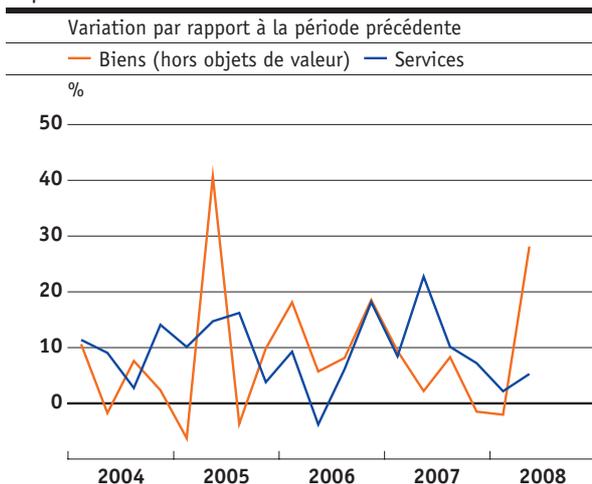
Grâce aux deux jours ouvrables supplémentaires du deuxième trimestre, les exportations ont de nouveau connu, en volume, une accélération de leur croissance pendant cette période. Outre l'effet de rattrapage constaté au niveau des exportations de services, celles de biens, notamment, ont augmenté sensiblement, après avoir reculé au cours des deux trimestres précédents. Toutefois, abstraction faite des fluctuations dues aux deux jours ouvrables supplémentaires au premier semestre, la dynamique des exportations s'est de nouveau ralentie sous l'effet de l'assombrissement persistant des perspectives conjoncturelles sur le plan international. Au premier semestre de 2008, leur croissance ne s'est établie en moyenne qu'à 5,3% par rapport à la période correspondante de 2007, contre 9,4% pour toute cette dernière année.

Les exportations de biens (hors objets de valeur) ont été soutenues par une vigoureuse augmentation des livraisons de biens d'équipement, notamment d'avions. Par ailleurs, les ventes à l'étranger de biens de consommation ont poursuivi leur progression, stimulées par les exportations de montres et de denrées alimentaires. Elles ont de nouveau enregistré des rythmes de croissance très

élevés, faisant écho au bon climat persistant dans les entreprises exportatrices de ces branches, ce qui ressort des enquêtes menées dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF). Par contre, les exportations de produits chimiques finis (en majorité des produits pharmaceutiques) n'ont pu compenser que partiellement le net recul enregistré au premier trimestre. D'une façon générale, l'accroissement des exportations a reposé sur une large assise géographique; seules les livraisons de biens à l'Allemagne ont accusé un repli notable. En revanche, la demande en provenance des autres pays de l'UE et d'Asie est restée robuste. Pour les prochains mois, les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises à vocation exportatrice laissent présager, dans l'ensemble, une dynamique modérée des exportations.

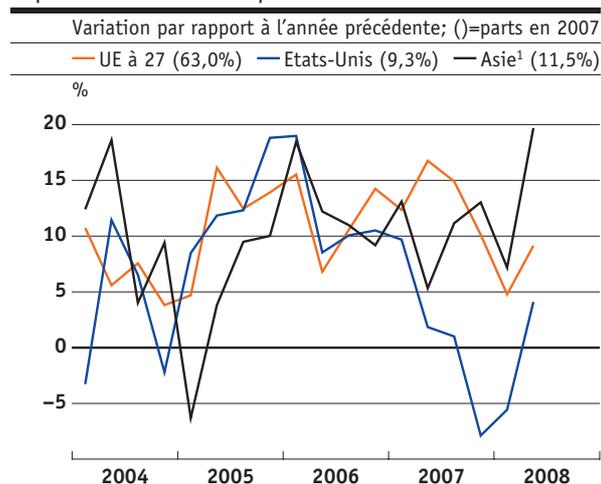
Les exportations de services ont elles aussi affiché un peu plus de vigueur au deuxième trimestre. En particulier, le commerce de transit – c'est-à-dire les opérations conclues à partir de la Suisse sur les marchés internationaux des matières premières – a pu profiter de la hausse du prix du pétrole. En outre, les recettes des compagnies d'assurance privées ainsi que celles tirées des licences et brevets ont augmenté. Toutefois, du fait de la persistance des turbulences sur les marchés financiers, le repli des commissions encaissées par les banques s'est poursuivi. Les recettes provenant du tourisme, quant à elles, n'ont enregistré qu'une hausse modérée.

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)

Nette correction du côté des importations

Après avoir marqué un recul notable au premier trimestre, les importations ont connu, en volume, un net renversement de tendance au trimestre suivant, dû en partie aux deux jours ouvrables supplémentaires. La hausse a surtout profité aux biens provenant de l'étranger. Favorisées par la persistance d'une demande intérieure soutenue, les importations de biens de consommation durables, notamment, ont enregistré des taux de croissance élevés. Les importations de biens d'équipement (en particulier les machines industrielles et les avions) ont elles aussi nettement progressé. De leur côté, les importations de matières premières et de produits semi-finis – plus particulièrement dans le secteur de la chimie – n'ont enregistré qu'une légère augmentation.

Les importations de services, qui avaient accusé un repli massif au premier trimestre, n'ont progressé que faiblement. La croissance a été affaiblie avant tout par le tourisme, qui a fortement reculé au deuxième trimestre du fait que Pâques a eu lieu en mars. Par contre, les dépenses pour autres services (commissions bancaires, transports, licences et brevets) ont augmenté le plus souvent.

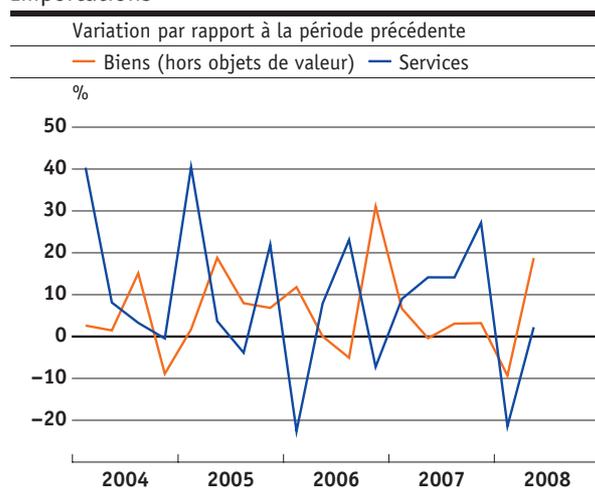
Corrigés de la différence du nombre de jours ouvrables au premier semestre, les chiffres des importations indiquent un net affaiblissement. En comparaison annuelle, les importations n'ont progressé en moyenne que de 1,9% au premier semestre, après avoir crû de 7,3% en 2007.

Croissance soutenue mais inégale de la consommation

Au deuxième trimestre, les dépenses de consommation privée ont continué d'être un soutien important de la croissance. Elles ont augmenté de 2,6% par rapport au premier trimestre. La dynamique des dépenses de consommation a ainsi connu une nouvelle accélération au deuxième trimestre. Au premier semestre de 2008, les consommateurs ont dépensé, en termes réels, 1,8% de plus que durant la période correspondante de 2007. Un ralentissement sensible a toutefois été observé par rapport à 2007.

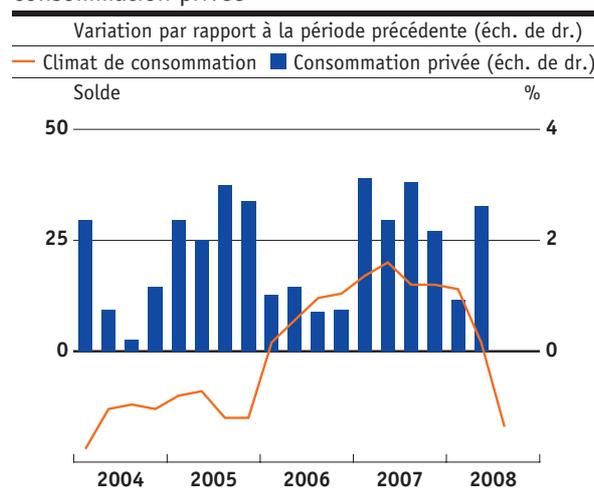
En dépit de l'Euro 2008 – ou peut-être à cause de lui –, le nombre de nuitées d'hôtes suisses a reculé au deuxième trimestre par rapport à la même période de l'année précédente. La baisse été particulièrement prononcée au mois de juin (-5%). Au deuxième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé de 3,5% en termes réels. Cependant, cette évolution s'explique avant tout par une croissance exceptionnellement forte en mai; en juin, la progression n'a affiché que 0,7%. La demande de biens durables s'est avérée très hétérogène. Alors que les dépenses de mobilier et d'électronique de divertissement ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne, la tendance négative qui s'était amorcée du côté des nouvelles immatriculations de voitures s'est poursuivie.

Graphique 2.5
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: SECO

Moindre confiance chez les consommateurs

Pendant l'été, le climat de consommation s'est fortement assombri, et ce de manière étonnante. L'indice synthétique du climat de consommation établi par le SECO s'est inscrit à -17 points en juillet, contre +2 points en avril, soit à un niveau inférieur à la moyenne historique. Du fait de la recrudescence inattendue de l'inflation, les consommateurs ont porté une appréciation plus négative sur leur situation financière et ont été moins enclins à consommer. Les ménages se sont par ailleurs montrés nettement plus réservés qu'au début de l'année au sujet de l'évolution de leurs revenus réels. Fait positif, ils estiment que leurs emplois sont relativement sûrs, ce qui reflète la persistance d'une situation favorable sur le marché du travail. Cette situation laisse augurer un léger ralentissement de la croissance des dépenses de consommation au deuxième semestre de 2008.

Investissements en constructions toujours en baisse

Les investissements en constructions ont continué de se replier au deuxième trimestre; la baisse s'est ainsi inscrite à 1,7% par rapport au niveau du trimestre correspondant de 2007. L'activité dans le domaine des logements a accusé un recul de 2% en comparaison annuelle, si l'on se fonde sur le nombre de logements en construction. Selon les résultats de l'enquête trimestrielle de la Société suisse des entrepreneurs, la construction de bâtiments destinés

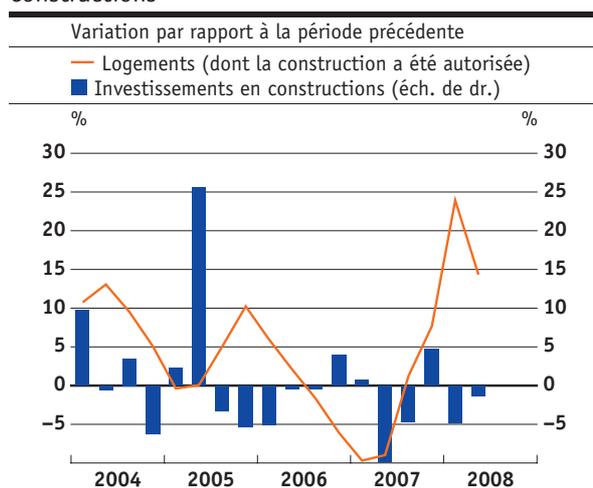
à l'industrie, à l'artisanat et aux services ainsi que le génie civil ont évolué de manière peu soutenue.

La réduction du nombre de permis de construire observée entre le milieu de 2006 et la fin de 2007 laisse présager de nouvelles contractions des investissements dans la construction de logements. Toutefois, étant donné que le nombre de permis de construire s'est de nouveau sensiblement accru depuis le début de 2008, la tendance baissière observée dans la construction de logements devrait progressivement s'estomper.

Révision à la hausse des investissements en biens d'équipement réalisés dans le passé

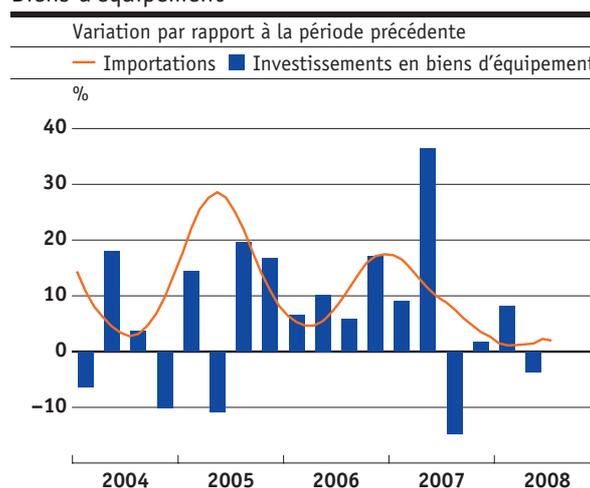
Dans le cadre des nouvelles estimations des comptes nationaux, la croissance des investissements en biens d'équipement en 2006 et en 2007, qui s'inscrivait initialement à 8,9% et à 7,2%, a été révisée à la hausse et s'établit dorénavant à 10% et à 10,9%. Après avoir connu une vigoureuse augmentation au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement ont reculé, au trimestre suivant, de 2,5% en comparaison annuelle. Selon l'enquête réalisée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques s'est maintenu à un haut niveau. Il faut donc s'attendre à ce que les investissements en biens d'équipement enregistrent un regain d'activité au cours des prochains trimestres. Mais leur rythme d'expansion devrait être freiné par le tassement de la croissance économique.

Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS et SECO

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO

2.3 Emploi et marché du travail

Le marché du travail reste caractérisé par le plein emploi. Nombre d'entreprises sont toujours confrontées à des difficultés de recrutement, notamment en ce qui concerne la main-d'œuvre hautement qualifiée. Depuis le début de 2008, la demande de main-d'œuvre a toutefois perdu de la vigueur. Cette tendance devrait se poursuivre.

Progression de l'emploi moins élevée, mais toujours robuste

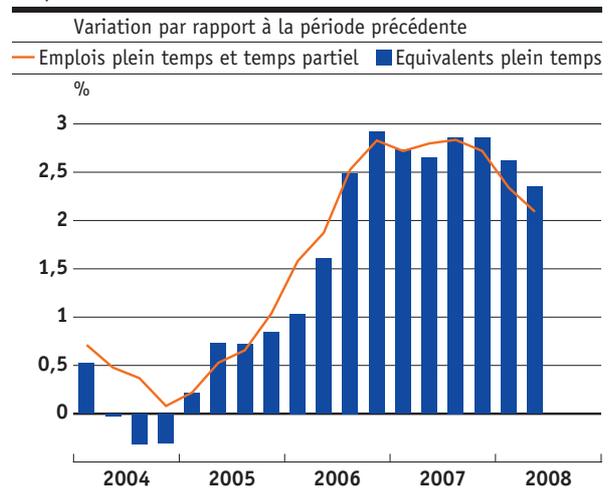
Conformément aux attentes, la dynamique de l'emploi a faibli au deuxième trimestre. La croissance de l'emploi (+2,1%) s'est toutefois maintenue à un niveau relativement élevé. En équivalents plein temps, le volume de travail a augmenté de 2,4%, après avoir affiché une hausse de 2,6% au premier trimestre (voir graphique 2.9). Ces taux de croissance sont nettement supérieurs à la progression de l'emploi sur le long terme.

La dynamique de l'emploi a marqué le pas dans toutes les branches de l'industrie manufacturière. Dans la construction, l'emploi a reculé. Une évolution inégale a été observée dans les services. L'emploi a progressé à un rythme ralenti dans la plupart des branches; dans la restauration et l'hébergement ainsi que dans le domaine de la santé, les effectifs se sont accrus, tandis qu'ils ont diminué dans le commerce de détail. En dépit d'une valeur ajoutée en net recul, l'emploi a continué d'évoluer favorablement dans les établissements de crédit.

La décélération de la croissance de l'emploi se reflète dans le ralentissement de l'arrivée de main-d'œuvre étrangère, jusque-là très dynamique. Les étrangers continuent cependant de contribuer à la progression globale dans une mesure supérieure à la moyenne. Depuis la suppression des quotas intervenue en juin 2007, la composition de la population active étrangère est cependant sensiblement différente; les permis de séjour de courte durée ont été de plus en plus remplacés par des autorisations de séjour de longue durée (d'un an ou plus).

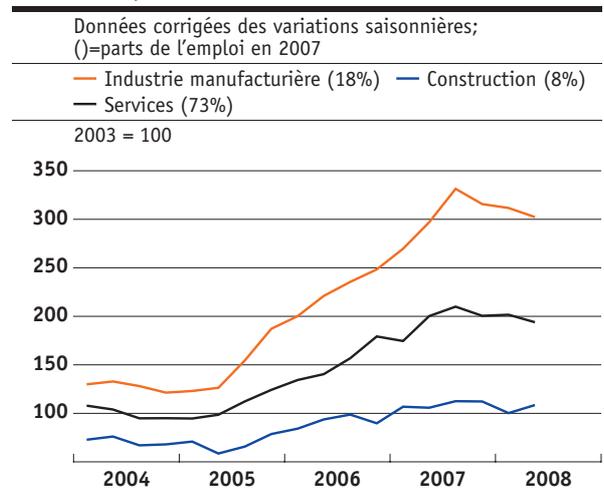
Graphique 2.9

Emploi



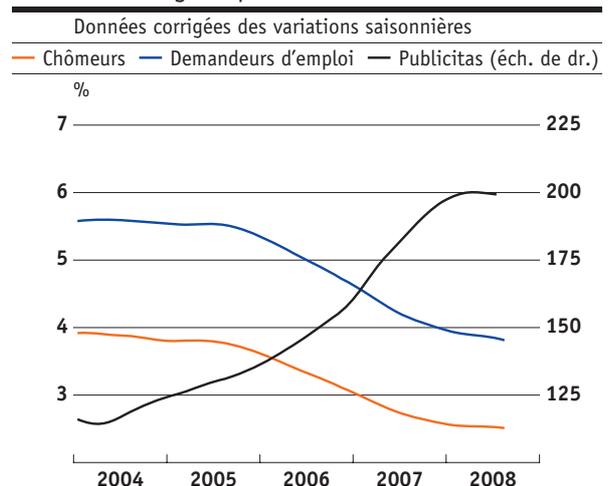
Graphique 2.10

Indice des places vacantes



Graphique 2.11

Taux de chômage et places vacantes



Graphiques 2.9 et 2.10:

Source: OFS

Graphique 2.11:

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

Nouveau ralentissement en vue

L'affaiblissement attendu de la conjoncture devrait freiner davantage l'évolution de l'emploi au cours des prochains trimestres. Au deuxième trimestre, l'indice des places vacantes établi par l'OFS était en repli dans la plupart des branches. Ainsi, les perspectives se sont assombries, notamment dans l'industrie manufacturière, les établissements de crédit et l'assurance.

Stagnation du chômage à un bas niveau

Le nombre de chômeurs en données corrigées des variations saisonnières s'est maintenu à 100 000 personnes entre mai et août, ce qui correspond à un taux de chômage de 2,5%. Le nombre de demandeurs d'emploi qui comprend, outre les chômeurs inscrits, les personnes prenant part à des programmes de formation et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, est resté stable au cours des huit derniers mois. Fin août, le taux correspondant s'établissait à 3,9%.

Eu égard à l'affaiblissement attendu de la progression de l'emploi, une légère augmentation du chômage durant les derniers mois de l'année n'est pas à exclure. La Banque nationale ne table toutefois pas sur un revirement abrupt de la tendance.

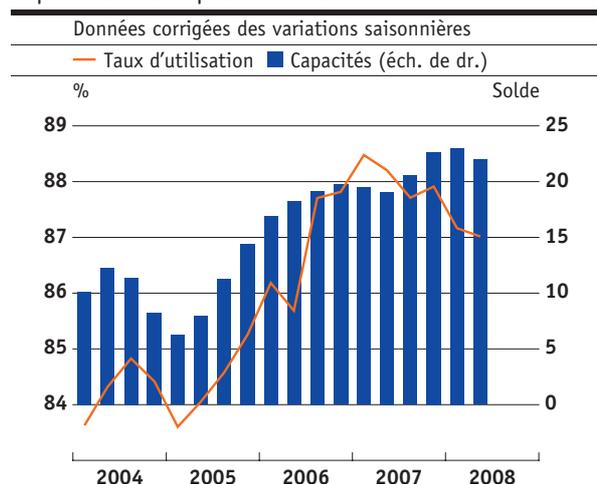
2.4 Utilisation des capacités de production

Si la demande globale n'évolue pas au même rythme que l'offre globale, l'économie peut subir des tendances inflationnistes ou déflationnistes. L'offre globale, déterminée par la disponibilité du capital et de la main-d'œuvre ainsi que par le progrès technique, est relativement rigide sur le court terme. Les fluctuations de la demande se traduisent donc par une modification du taux d'utilisation des capacités techniques et des effectifs. Si ce taux dépasse son niveau normal pendant une période prolongée, la demande est excédentaire et, partant, les pressions inflationnistes s'accroissent. Inversement, une offre excédentaire laisse présager une tendance à la déflation.

Taux d'utilisation des capacités toujours élevé malgré un recul

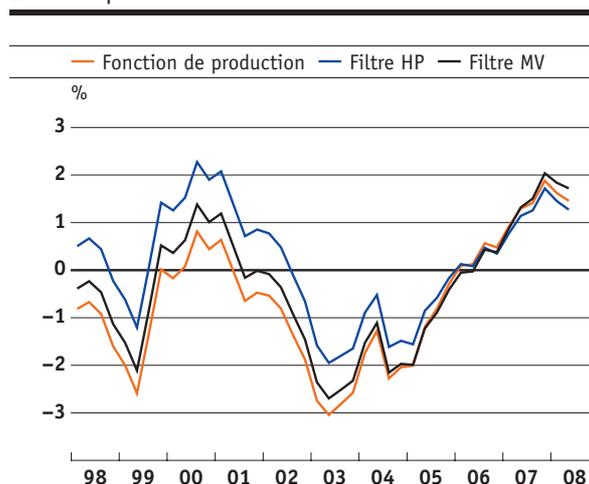
Au deuxième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie atteignait 87%, soit un niveau toujours supérieur à sa moyenne à long terme (84%). Les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indiquent cependant que le taux d'utilisation est en recul et qu'il se rapproche de nouveau de sa moyenne (graphique 2.12). Parallèlement, la proportion d'entreprises du secteur secondaire qui annoncent une limitation de leur activité en raison de leurs capacités techniques s'est quelque peu réduite. Le repli du taux d'utilisation des capacités s'explique

Graphique 2.12
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.13
Ecart de production



Source: BNS

par la persistance d'une forte extension des capacités dans l'industrie. Dans la construction, le scénario est analogue, car le taux d'utilisation est encore nettement supérieur à sa moyenne à long terme. Le nombre d'entreprises déplorant une pénurie de main-d'œuvre s'est inscrit en légère baisse dans ces deux secteurs.

Dans le commerce de détail et dans la restauration et l'hébergement, les entreprises ont elles aussi été moins nombreuses à voir leur activité restreinte par des effectifs insuffisants. Dans l'hôtellerie, le taux d'occupation a certes diminué, mais il reste très élevé.

Recul de l'écart de production positif

L'écart de production, qui représente la différence, exprimée en pour-cent, entre le PIB réel et la production potentielle estimée, est un instrument de mesure des capacités de tous les secteurs de l'économie et, en corollaire, des pressions inflationnistes.

Le graphique 2.13 présente trois estimations de l'écart de production, qui ont été établies 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]). Les trois méthodes ont donné des résultats très semblables et révèlent qu'au deuxième trimestre, le taux de croissance de la production potentielle a été supérieur au taux de croissance du PIB réel, lequel s'inscrivait à 1,5%. Il en a résulté un recul de l'écart de production, qui est resté positif. Selon la FP, l'excédent de production s'établissait à 1,5%, et, selon la HP et la MV, à 1,3% et à 1,7%.

L'écart de production positif découle essentiellement du degré d'utilisation, supérieur à la moyenne, des capacités techniques. L'offre de main-d'œuvre a, en revanche, retrouvé un niveau à peu près normal, étant donné qu'à la demande de main-d'œuvre élevée correspond un potentiel de main-d'œuvre tout aussi élevé. La Banque nationale estime que l'écart de production a atteint son point culminant au quatrième trimestre de 2007 et qu'il se comblera progressivement au cours des trimestres suivants. Le potentiel de croissance devrait être d'environ 2%, soit un niveau légèrement supérieur à sa moyenne à long terme (1,6%). Cela s'explique surtout par la recrudescence de l'arrivée de main-d'œuvre étrangère.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2007	2007	2008		2008			
		4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
IPC, indice général	0,7	1,7	2,5	2,7	2,9	2,9	3,1	2,9
Biens et services du pays	1,0	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,9
Biens	0,0	0,9	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,4
Services	1,2	1,2	1,2	1,5	1,6	1,5	1,7	2,0
Services privés (hors loyers)	0,5	0,5	0,8	1,3	1,4	1,3	1,6	1,7
Loyers	2,3	2,1	1,9	2,1	2,3	2,3	2,3	2,9
Services publics	1,3	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8
Biens et services de l'étranger	0,1	3,2	5,6	5,6	6,0	6,3	6,6	5,6
Hors produits pétroliers	-0,4	0,3	1,9	1,7	2,0	1,3	1,5	1,4
Produits pétroliers	2,4	17,1	25,0	26,2	26,9	32,8	33,4	27,5

Sources: BNS et OFS

2.5 Prix des biens

Accélération du renchérissement au niveau des prix de gros

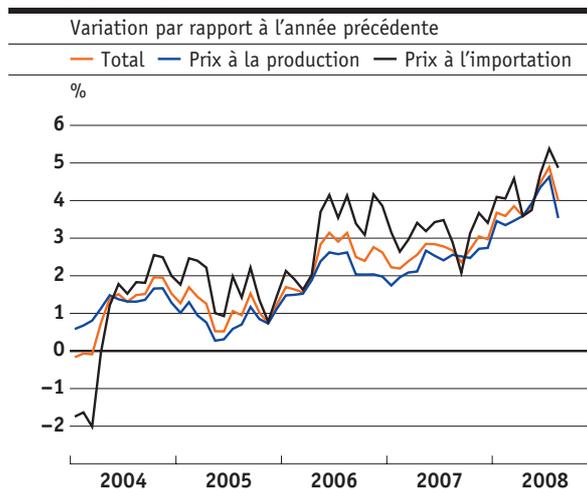
La pression haussière exercée par les prix à la production et à l'importation sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, s'est accentuée dans l'ensemble depuis avril. Mesuré aux prix à la production de biens d'origine suisse, le renchérissement annuel a toutefois passé de 3,6% en avril à 3,5% en août, mais atteignait 4,6% en juillet. Ce léger recul s'explique surtout par les prix des produits destinés à l'exportation. Le renchérissement annuel des biens importés s'est accéléré depuis le mois d'avril, puisqu'il était de 3,6% ce mois-là et s'inscrivait à 4,9% (juillet: 5,4%). En comparaison historique, le renchérissement au niveau des prix à la production a atteint, en juillet, un pic jamais observé depuis le début des années quatre-vingt, alors que pour les prix à l'importation, plus volatils, il suffit de remonter à 2001 pour trouver des taux de renchérissement supérieurs à celui de juillet.

En juillet, l'indice des prix de l'offre totale, qui repose sur l'indice des prix à la production et celui des prix à l'importation, dépassait de 4% le niveau enregistré au deuxième trimestre de 2007. Cette évolution est imputable à la hausse des prix de l'énergie (+22,5%). Les biens de consommation, les produits agricoles et les biens intermédiaires ont eux aussi renchéri, la hausse s'établissant entre 2% et 5%. Seuls les prix des biens d'équipement et des biens durables n'ont connu qu'une faible évolution en l'espace d'un an. Ainsi, dans le commerce de gros, avant tout les biens ayant une étroite relation avec les produits composant le panier-type de l'indice des prix à la consommation ont subi un fort renchérissement.

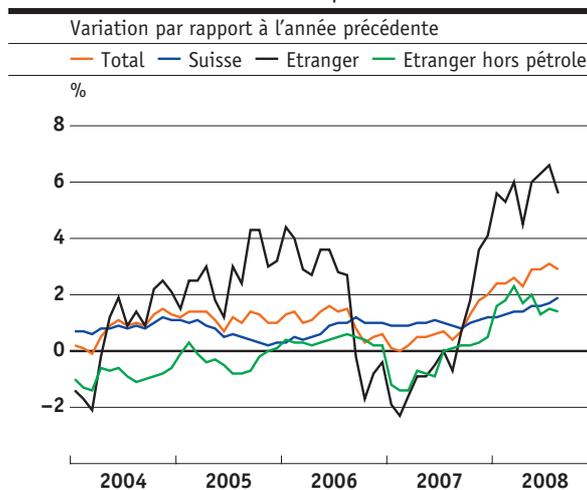
Accélération prononcée du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est accéléré entre avril et juillet – passant de 2,3% à 3,1% – et a faibli en août pour s'inscrire à 2,9%. Il faut y voir surtout l'évolution du prix du pétrole, qui se répercute immédiatement sur les prix du carburant et du mazout, produits entrant dans la composition de l'IPC. Le prix du pétrole a augmenté massivement d'avril à juillet pour retomber, en août, à un niveau inférieur à celui du mois précédent. En dépit du récent repli du prix du pétrole, le renchérissement annuel des produits pétroliers s'inscrivait

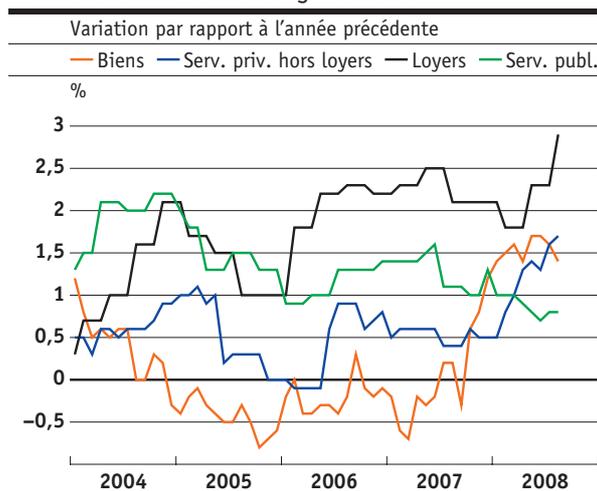
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: biens et services d'origine suisse



Graphique 2.14:
Source: OFS

Graphiques 2.15 et 2.16:
Sources: BNS et OFS

encore à 27,5% en août, c'est-à-dire à un niveau légèrement supérieur à celui du premier semestre de 2008.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation sans les produits pétroliers, le renchérissement annuel a passé de 1,5% à 1,7% entre avril et août. Cette hausse modérée découle de deux tendances opposées. Tandis que le renchérissement des biens de consommation importés (hors produits pétroliers) a faibli, puisqu'il était de 1,4% en août, contre 1,7% en avril, le renchérissement des biens de consommation d'origine suisse s'est quant à lui accéléré, passant de 1,4% à 1,9%. Cet accroissement du renchérissement intérieur est dû à des hausses de prix plus marquées dans les services. Les loyers des logements, qui font l'objet d'un relevé trimestriel, ont augmenté de 0,5% de juillet à août. Dans ce domaine, le renchérissement annuel s'est donc accentué (avril: 2,3% et août: 2,9%). Dans les autres services privés, le renchérissement s'est amplifié (1,7%, contre 1,3%). Cette évolution indique que dans les services, certaines branches, telles que le tourisme, mais aussi la restauration et l'hébergement, ont répercuté sur leurs prix la hausse des coûts de l'énergie et de l'alimentation, intervenue ces derniers mois.

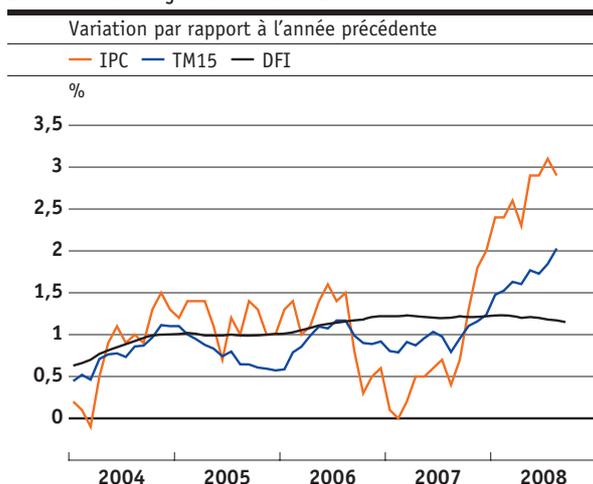
Taux d'inflation sous-jacente reflétant la légère accélération du renchérissement

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi des taux d'inflation sous-jacente sont calculés; ces

taux reflètent la tendance fondamentale de l'inflation. La Banque nationale 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), il est tenu compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, pour chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (voir graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, alors que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

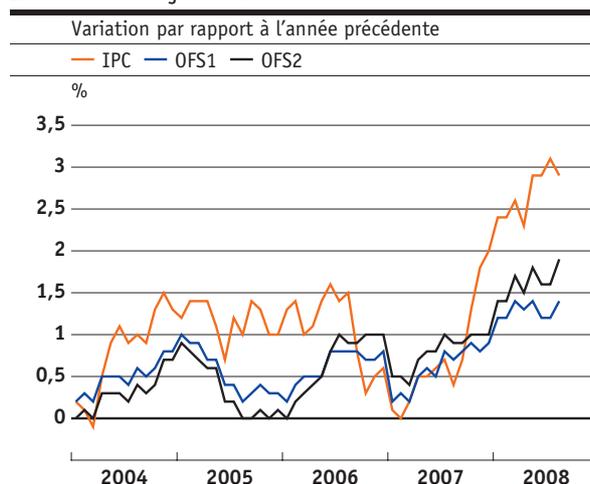
Le taux d'inflation sous-jacente calculé à l'aide de la moyenne tronquée a passé de 1,6% en avril à 2% en août, ce qui indique un renforcement des tensions inflationnistes. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS révèlent également des tensions inflationnistes accrues. En effet, les inflations sous-jacentes 1 et 2 de l'OFS s'inscrivaient à respectivement 1,4% et 1,9% en août, contre 1,3% et 1,7% en avril. En revanche, la *dynamic factor inflation*, qui affichait en août le même niveau qu'en avril, soit 1,2%, laisse entrevoir une tendance stable de l'inflation. Selon cette approche, l'accélération de l'inflation observée ces derniers mois peut donc être considérée comme temporaire.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: BNS et OFS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes

Lors de l'examen de la situation économique et monétaire du 19 juin 2008, la BNS a décidé de maintenir inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de continuer à viser la zone médiane de cette marge. Elle a pris cette décision dans un contexte d'affaiblissement de la conjoncture et de pressions inflationnistes élevées à court terme, mais marquant une tendance à la modération à moyen terme.

Dans la période postérieure au 24 avril, le taux d'intérêt des pensions de titres à une semaine a été fixé à 1,9%, tandis que le Libor à trois mois a fluctué légèrement au-dessus de 2,75%, le niveau médian de la marge de fluctuation. En particulier entre le 4 et le 18 juin, le Libor à trois mois a augmenté, passant nettement au-dessus du niveau médian de la marge de fluctuation. On peut en déduire qu'un certain nombre d'opérateurs sur le marché tablaient alors sur un relèvement de la marge de fluctuation. Après l'examen de la situation économique et monétaire du 19 juin, le Libor à trois mois s'est graduellement replié et s'est ainsi rapproché du niveau visé, soit de 2,75%.

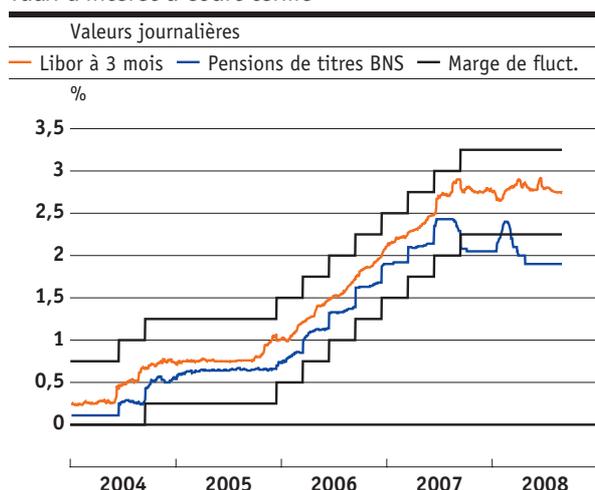
Les fluctuations du Libor à trois mois ont reflété surtout l'évolution des attentes dans le domaine des taux d'intérêt à très court terme et

non des modifications dans les primes de risques. Ces primes (essentiellement pour les risques de crédit et de liquidité) peuvent être déduites de l'écart entre le Libor à trois mois et les taux rémunérant les swaps au jour le jour indiciels (*overnight index swap*, OIS). Le Libor à trois mois est le taux d'intérêt auquel les banques octroient entre elles des crédits en blanc, tandis que l'OIS représente la rémunération correspondante d'un crédit assorti d'une garantie. Avant comme après l'examen de la situation économique et monétaire du 19 juin, l'écart entre ces deux taux d'intérêt était presque inchangé à 65 points de base environ (voir graphique 3.2).

Mesures internationales en vue de renforcer les liquidités

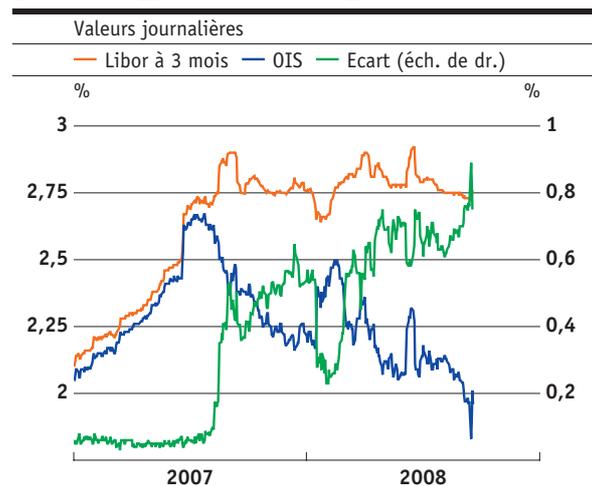
A plusieurs reprises, les banques centrales se sont efforcées de remédier à la raréfaction des crédits sur le marché interbancaire international. Peu avant l'examen de la situation économique et monétaire du 13 mars, la Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la BNS ont annoncé la poursuite des mesures qu'elles avaient mises en œuvre en décembre et en janvier pour atténuer les tensions sur les marchés monétaires internationaux. En accord avec la Réserve fédérale, la BNS a ainsi lancé, les 25 mars et 22 avril, des appels d'offres pour des pensions de titres contre des dollars des Etats-Unis (seuls les titres que la BNS admet dans ses pensions habituelles entrent en ligne de compte dans de telles opérations). Les deux opérations ont porté sur 6 milliards

Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters

Graphique 3.2
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: BNS et Reuters

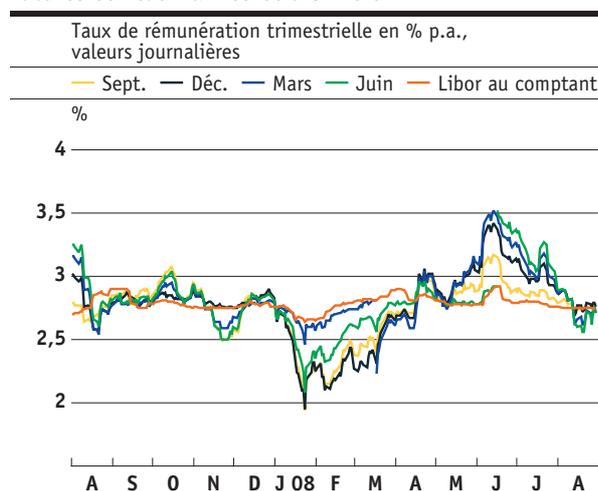
de dollars chacune et une durée de 28 jours. Leur but était de permettre aux contreparties de la BNS d'accéder plus facilement à des liquidités en dollars. Le 2 mai, la Réserve fédérale, la BCE et la BNS ont annoncé un relèvement du volume de leurs mesures en matière de liquidités en dollars. La BNS a ensuite procédé à des appels d'offres pour pensions de titres contre dollars toutes les deux semaines au lieu de tous les mois. Le volume et la durée de chaque opération sont restés inchangés. D'autres appels d'offres se sont ainsi déroulés les 6 et 20 mai, les 3 et 17 juin et les 1^{er}, 15 et 29 juillet.

Le 30 juillet, la Réserve fédérale, la BCE et la BNS ont fait part d'une nouvelle extension de leurs mesures en vue de renforcer les liquidités en dollars. En complément à ce qu'elles offraient jusque-là, elles ont commencé à mettre à disposition des liquidités en dollars pour une durée plus longue. C'est ainsi que la BNS a décidé de lancer des appels d'offres pour des pensions de titres contre dollars toutes les deux semaines, en alternant les opérations à 28 jours, pour un montant maximum de 6 milliards de dollars, et celles à 84 jours, pour un montant maximum de 2 milliards. Le 12 août, la BNS a pour la première fois procédé à un appel d'offres en vue de fournir des liquidités en dollars pour une durée de 84 jours. Pendant une phase transitoire qui portait sur les mois d'août et de septembre, elle entendait réduire l'encours des opérations à 28 jours et relever celui des opérations à 84 jours. La BNS avait l'intention de mettre à disposition des liquidités en dollars aussi longtemps qu'elle l'estimerait nécessaire. L'encours total maximum est resté inchangé à 12 milliards de dollars. Lors de tous les appels d'offres lancés jusqu'ici, les soumissions ont atteint des montants supérieurs aux maximums fixés pour les attributions.

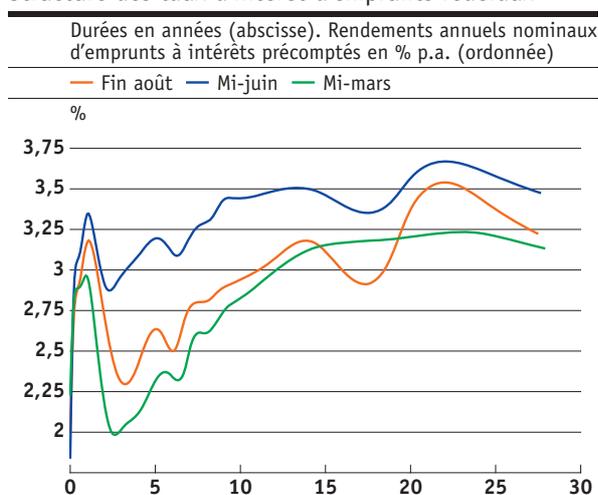
Liquidités supplémentaires du fait de l'aggravation de la crise financière

La déstabilisation des marchés financiers, qui a été déclenchée par la crise des *subprime* il y a plus d'une année, a atteint un nouveau point culminant le 15 septembre. Une conjonction inhabituelle d'événements, à savoir la faillite de la banque américaine d'investissements Lehman Brothers, l'achat de Merrill Lynch par la Bank of America et la chute du cours de l'action d'AIG (American International Group), auquel la Réserve fédérale a accordé un crédit d'une durée de deux ans et allant jusqu'à 85 milliards de dollars, a entraîné des pertes importantes sur les places boursières internationales.

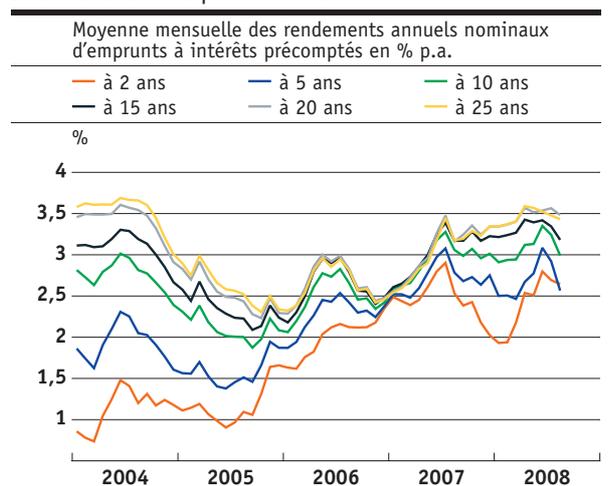
Graphique 3.3
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.4
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 3.5
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.3:
Sources: BNS et Bloomberg

Graphiques 3.4 et 3.5:
Source: BNS

Tant la Réserve fédérale que des banques centrales européennes et la Banque du Japon ont approvisionné les marchés financiers avec des liquidités, afin de réduire les tensions sur les marchés interbancaires. Outre les appels d'offres habituels pour pensions de titres à une semaine, la Banque nationale a lancé des appels d'offres pour une opération *overnight*, la première depuis le 22 février. Ces deux facilités ont été assorties d'un taux de 1,9%. En dépit de cet apport de liquidités supplémentaires par la BNS, l'écart entre le Libor à trois mois et l'OIS a passé de 65 à 75 points de base. Les jours suivants, les banques centrales ont fourni de nouvelles aides en matière de liquidités en vue d'atténuer les effets de la crise financière. La Banque nationale, en accord avec la Réserve fédérale, a décidé d'étendre ses opérations de pensions de titres contre dollars des Etats-Unis. Elle lancera quotidiennement des appels d'offres pour ces opérations d'une durée d'un jour (*overnight*), pour un montant maximum de 10 milliards de dollars. Le montant des opérations en cours d'une durée de 28 jours passera de 6 milliards à 8 milliards de dollars, et celui des opérations en cours d'une durée de 84 jours, de 6 milliards à 9 milliards de dollars. L'encours total maximum pour toutes les durées s'inscrit à 27 milliards de dollars, contre 12 milliards précédemment.

Attente d'un Libor à trois mois inchangé

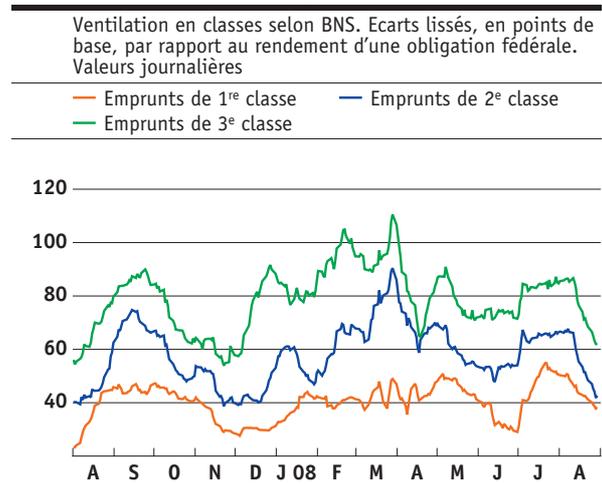
Avant le 15 septembre, tous les *futures* portant sur le Libor à trois mois et arrivant à échéance entre septembre 2008 et septembre 2009 impliquaient en Suisse un taux d'intérêt inchangé jusqu'à la fin de l'année. Pour la période qui suit, le taux d'intérêt attendu était légèrement inférieur au niveau médian de la marge de fluctuation (2,75%). Après le 15 septembre, jour de l'aggravation de la crise financière aux Etats-Unis, tous les *futures* portant sur le Libor à trois mois et arrivant à échéance entre mars 2009 et décembre 2009 ont enregistré un recul de 25 points de base de leur taux d'intérêt.

Taux d'intérêt plus bas à long terme

La courbe des taux d'intérêt a glissé vers le bas. A la mi-août, le rendement des emprunts de la Confédération suisse d'une durée minimale de deux ans était nettement inférieur à son niveau de juin (voir graphique 3.4). Il s'établissait à 2,5% pour les emprunts d'une durée de cinq ans, à 2,9% pour ceux de dix ans et à 3,4% pour ceux de vingt ans. Le repli des taux d'intérêt s'explique sans doute par deux

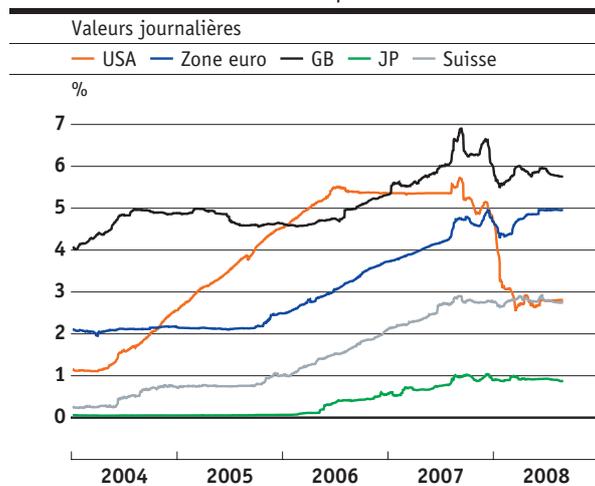
Graphique 3.6

Ecarts de rendements d'emprunts industriels à 5 ans



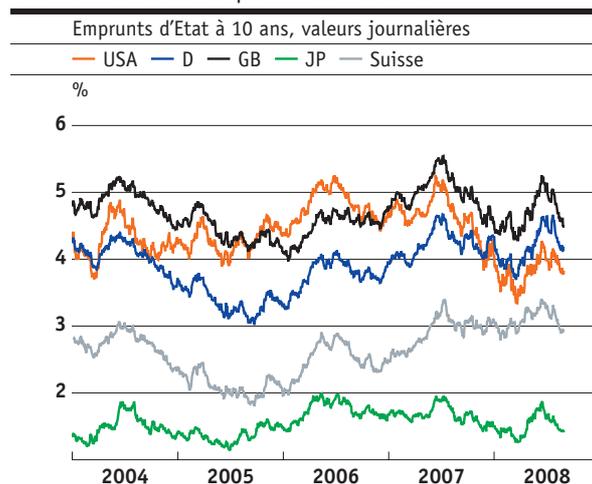
Graphique 3.7

Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.8

Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.6:

Source: BNS

Graphique 3.7:

Sources: BNS et Reuters

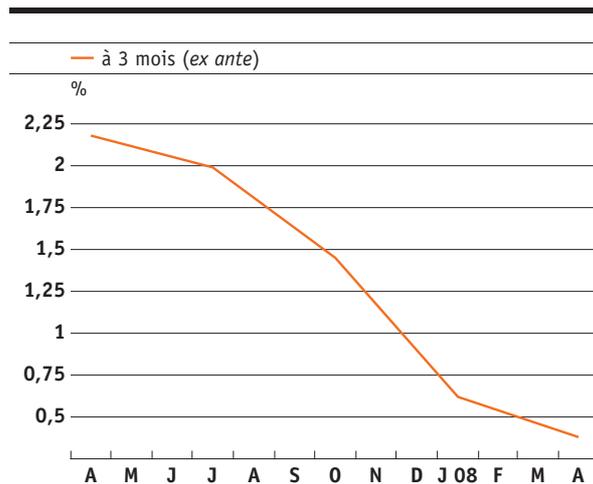
Graphique 3.8:

Sources: BNS et Thomson Datastream

facteurs essentiellement. Les anticipations inflationnistes se sont de nouveau modérées quelque peu à la suite de la baisse des prix du pétrole et des matières premières. En outre, l'affaiblissement de la conjoncture sur le plan mondial a probablement joué lui aussi un rôle dans le repli des taux d'intérêt. La chute des cours des actions, à la mi-septembre, a entraîné une fuite des investisseurs vers les emprunts d'Etat. Ainsi, les cours des emprunts d'Etat américains à dix ans ont augmenté. De même, les emprunts de la Confédération suisse et de la République fédérale d'Allemagne ont eux aussi enregistré des gains de cours. Par conséquent, les rendements se sont repliés sur les marchés des capitaux (voir graphique 3.8).

Les taux d'intérêt reflètent non seulement les anticipations inflationnistes et une rémunération réelle (hors risques), mais aussi les primes couvrant les risques de crédit et de liquidité. Pour mesurer la prime couvrant le risque de crédit sur les emprunts des entreprises industrielles, on recourt habituellement aux écarts de rendements entre ces emprunts et ceux de la Confédération suisse. Une telle prime indemnise les investisseurs pour le risque encouru du fait que l'entreprise débitrice pourrait devenir insolvable pendant la durée de l'emprunt. Le graphique 3.6 montre ces écarts entre rendements pour des emprunts émis à cinq ans par des débiteurs de l'industrie de première, deuxième et troisième classes. On peut en déduire que les primes couvrant le risque de crédit sont restées à des niveaux relativement élevés, par rapport au premier semestre de 2007, du fait des turbulences persistantes sur les marchés financiers.

Graphique 3.9
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

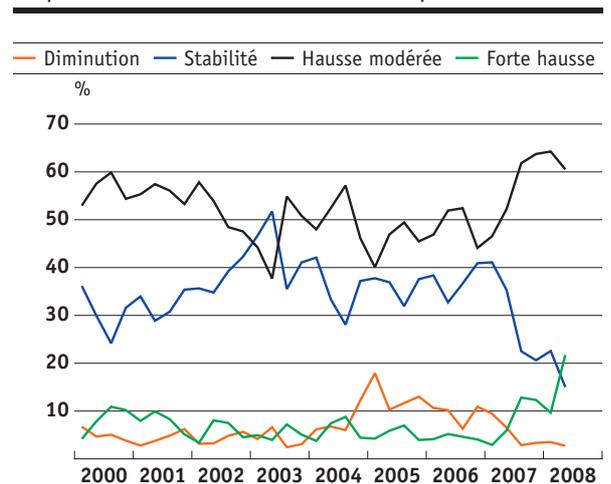
Légères variations des écarts entre les rémunérations servies sur diverses monnaies

Dans le domaine des dépôts à court terme, les écarts se sont creusés, au deuxième trimestre, entre les rémunérations des fonds en dollars des Etats-Unis et en francs, mais aussi entre les rémunérations des fonds en euros et en francs (graphique 3.7). Les écarts entre rendements sur les marchés des capitaux ont eux aussi augmenté (graphique 3.8). Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de juin, les écarts entre taux d'intérêt se sont légèrement accrus sur les dépôts à court terme, tandis qu'ils ont diminué (Etats-Unis) et sont restés inchangés (Allemagne) sur les marchés des capitaux.

Poursuite du repli du taux d'intérêt réel à court terme

Le taux d'intérêt réel est une variable importante étant donné qu'il influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc crucial pour l'évolution future de la conjoncture. Le graphique 3.9 montre l'évolution du taux d'intérêt réel à trois mois. Celui-ci correspond à la différence entre le Libor pour dépôts à trois mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, les anticipations inflationnistes étant estimées en prenant la moyenne des prévisions tirées de divers modèles. Ainsi mesuré, le taux d'intérêt réel s'établissait à 0,4% au deuxième trimestre et était inférieur à son niveau du trimestre précédent. Son repli est dû à des anticipations inflationnistes plus élevées.

Graphique 3.10
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO

Le fait que les anticipations inflationnistes soient plus élevées à court terme confirme l'enquête sur le climat de consommation que le SECO a menée auprès des ménages. Une forte hausse des prix au cours des douze prochains mois était attendue, en août, par plus de 20% des ménages interrogés, contre 10% trois mois auparavant. Le pourcentage des ménages tablant sur des prix stables a quant à lui diminué approximativement d'autant (voir graphique 3.10).

Les taux d'intérêt réels sur les placements de durées moyennes se sont eux aussi repliés, mais faiblement. Ainsi, le taux réel à trois ans a diminué, passant de 1,2% à 0,9%. La baisse des taux d'intérêt réels dans la période récente a maintenant des effets stimulant sur l'économie.

3.2 Cours de change

Revalorisation du dollar des Etats-Unis

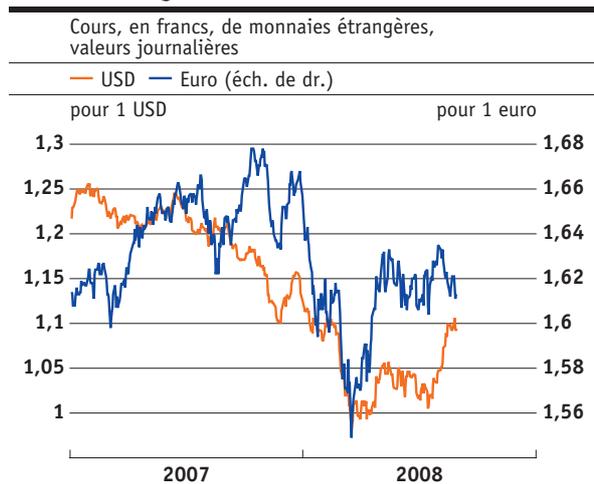
Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire du 19 juin, le dollar des Etats-Unis s'est sensiblement raffermi face à la plupart des principales autres monnaies, en particulier par rapport à l'euro (8,5%) et au franc suisse (7,5%). La revalorisation du dollar a été particulièrement forte à partir de la mi-juillet.

L'attente d'une diminution des écarts entre taux d'intérêt (entre les Etats-Unis et la zone euro, mais aussi entre les Etats-Unis et la Suisse) a sans doute joué un rôle déterminant dans le raffermissement du dollar. Un autre facteur y a probablement contribué. En effet, les indicateurs conjoncturels pour la zone euro sont mauvais depuis début juillet, et une telle détérioration n'était pas attendue, en particulier le taux de croissance négatif du PIB au deuxième trimestre. Après avoir faibli également face à l'euro à fin juillet et début août, le franc s'est revalorisé. A la mi-septembre, l'euro valait 1,58 franc. En 2008, un tel niveau avait été observé en mars et en avril uniquement. Depuis la dernière appréciation de la situation, la revalorisation du franc s'est inscrite à 1,3% vis-à-vis de l'euro.

Hausse du cours réel du franc

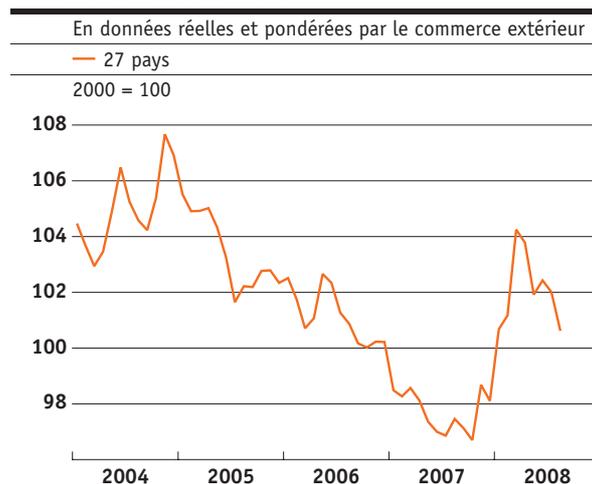
En données réelles et pondérées par le commerce avec l'étranger, la valeur extérieure du franc augmente depuis l'automne de 2007. En juillet, elle était supérieure de 4% à son niveau moyen de l'année 2007 et proche de sa moyenne à long terme. La valeur extérieure du franc en termes réels tient

Graphique 3.11
Cours de change



Source: BNS

Graphique 3.12
Valeur extérieure du franc



Source: BRI

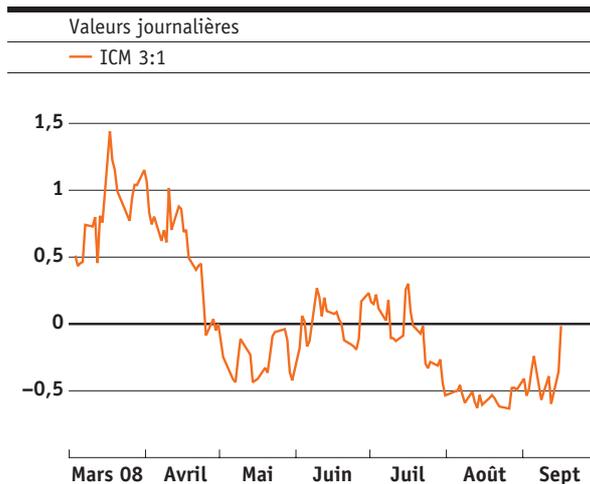
compte des écarts entre l'évolution des prix dans les zones monétaires. Les cours de change réels bilatéraux sont ensuite pondérés en fonction des parts dans les exportations et les importations de la Suisse.

Conditions monétaires inchangées

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. Il est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice est dans la zone positive (zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir Bulletin trimestriel 1/2004, encadré inséré dans le Rapport sur la politique monétaire, page 27).

L'évolution récente de l'ICM indique que les conditions monétaires n'ont quasiment pas varié. Cette situation a découlé de la dépréciation du franc, en termes nominaux, face au dollar et aux monnaies rattachées au dollar, d'une part, et de la revalorisation du franc face à l'euro, d'autre part.

Graphique 3.13
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS

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

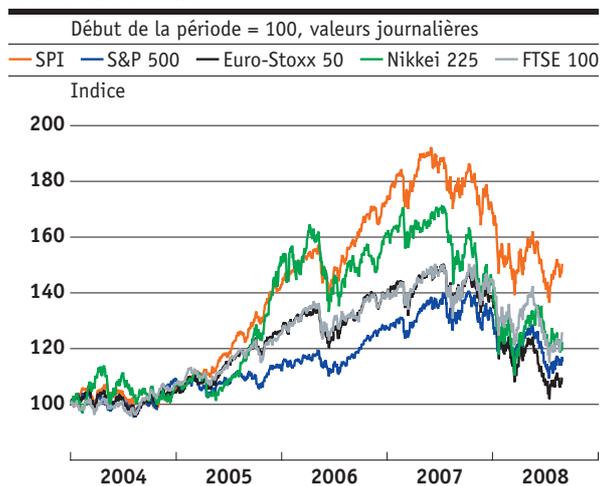
Les actions, les matières premières et les biens immobiliers sont des placements dont les prix jouent, pour deux raisons principalement, un rôle important dans l'analyse de la situation économique. Les fluctuations de ces prix entraînent des modifications dans la valeur du patrimoine des ménages et des entreprises. Il en découle des effets sur leur solvabilité et sur leur comportement en matière de consommation et d'investissement. En outre, une modification des anticipations inflationnistes engendre une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les variations des prix de ces actifs permettent à leur tour de tirer des conclusions en matière d'anticipations inflationnistes. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième raison. Elles représentent des facteurs de coûts, étant donné qu'elles entrent dans le processus de production de nombreux biens. Elles peuvent ainsi exercer des pressions sur le niveau général des prix.

Pertes de cours et forte volatilité sur les marchés des actions

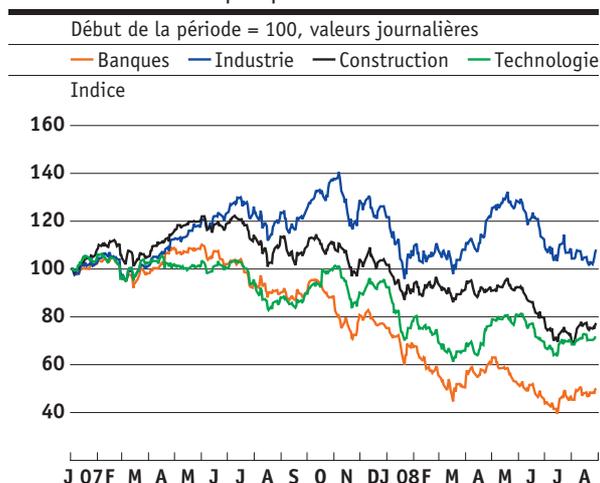
Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire du 19 juin 2008, les marchés des actions ont enregistré des pertes sur le plan mondial. Les cours des actions sont toujours nettement inférieurs à leur niveau de fin 2007. Ainsi, le SPI (Swiss Performance Index) a reculé de 21%. La ventilation, selon la taille des entreprises, des actions entrant dans la composition du SPI montre que les valeurs des grandes entreprises ont perdu 7% entre la mi-juin et la mi-septembre et que celles des moyennes entreprises ont cédé 9%. En outre, il ressort de la répartition par secteurs que les plus fortes pertes ont été subies par les actions de l'industrie (-27%) et par celles des banques (-23%).

Alors que les pressions exercées sur les banques d'affaires sont restées forte à l'échelle mondiale, les banques suisses ont pu limiter leurs pertes. Le graphique 3.16 présente la volatilité attendue pour les trente prochains jours, calculée au moyen du *Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index* (VIX) et de la volatilité effective, mesurée comme écart type annualisé des rendements mensuels du SPI et du S&P 500. La volatilité est

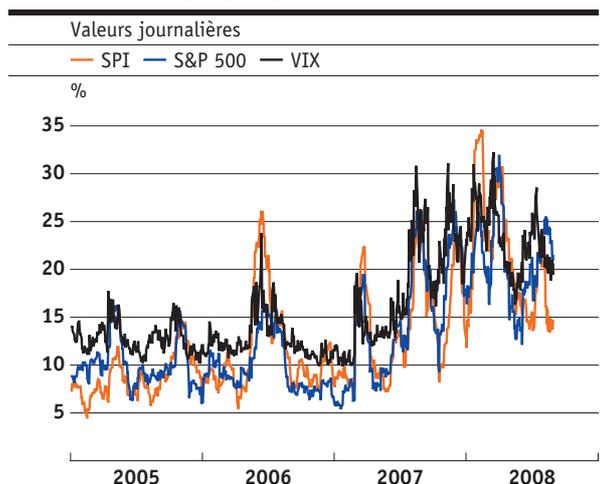
Graphique 3.14
Cours des actions



Graphique 3.15
SPI – Evolution de quelques branches



Graphique 3.16
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.14:
Sources: Bloomberg et Thomson Datastream

Graphique 3.15:
Source: Thomson Datastream

Graphique 3.16:
Sources: BNS et Thomson Datastream

restée relativement forte, ce qui constitue un indice très clair de l'inquiétude qui persiste au sein des opérateurs sur les marchés. Les perspectives incertaines tant du côté de la conjoncture que de celui du renchérissement rendent plus difficiles les prévisions de croissance et de bénéfices des entreprises. Des enquêtes récentes indiquent un durcissement continu des conditions d'octroi des crédits, en particulier aux Etats-Unis. Ainsi, les pressions devraient se maintenir sur le marché de l'immobilier aux Etats-Unis, ce qui pourrait conduire à un nouveau recul des investissements et de la consommation.

Début septembre, le gouvernement américain a annoncé un plan de sauvetage en faveur de Fannie Mae et Freddie Mac, deux établissements spécialisés dans le financement des hypothèques. Cette annonce a déclenché temporairement un rallye boursier au niveau mondial. Les valeurs financières, qui ont enregistré de fortes hausses de cours, ont joué un rôle de premier plan dans l'apaisement des marchés des actions. Cependant, les principaux indices boursiers internationaux se sont effondrés directement après les annonces de mi-septembre liées à la crise en provenance des Etats-Unis. Le Dow Jones Industrial a perdu 504 points (4,4%), enregistrant l'une des pertes les plus importantes de son histoire sur une journée. Le SPI s'est replié de 3%. Les autres pays européens ont également accusé des pertes de 3% à 4%. La chute des cours a continué les jours suivants. Les pertes les plus importantes ont affecté les titres des établissements bancaires et des compagnies d'assurances.

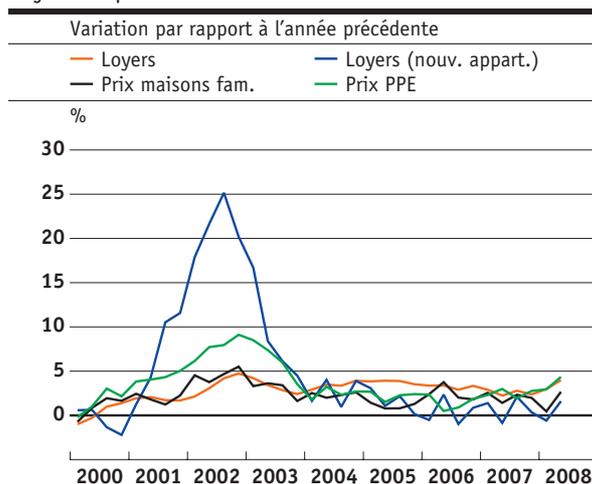
Baisse des prix des matières premières

Entre la mi-juin et la mi-septembre, l'indice des prix des matières premières que calcule Goldman Sachs a diminué de 29%, du fait surtout des prix de l'énergie qui ont reculé de 33%. Après avoir atteint un niveau record, soit plus de 145 dollars, début juillet, le prix du baril de pétrole (brent) a fléchi, passant à la mi-septembre en dessous des 90 dollars, son niveau le plus bas depuis janvier 2008. Le mouvement de baisse s'est étendu également à d'autres matières premières, mais avec une ampleur moins forte. Les prix des produits agricoles se sont repliés de 22%. Ceux des métaux précieux et des métaux destinés à l'industrie ont eu eux aussi tendance à baisser. L'attente d'une diminution de la demande de matières premières et d'énergie à la suite du tassement de la croissance économique sur le plan mondial a beaucoup contribué à ce mouvement de baisse. En outre, le récent raffermissement du dollar sur les marchés des changes a réduit les pressions à la hausse sur le prix du pétrole. Par ailleurs, on ne peut exclure que la spéculation ait à l'époque renforcé la hausse des prix.

Hausse des prix de l'immobilier

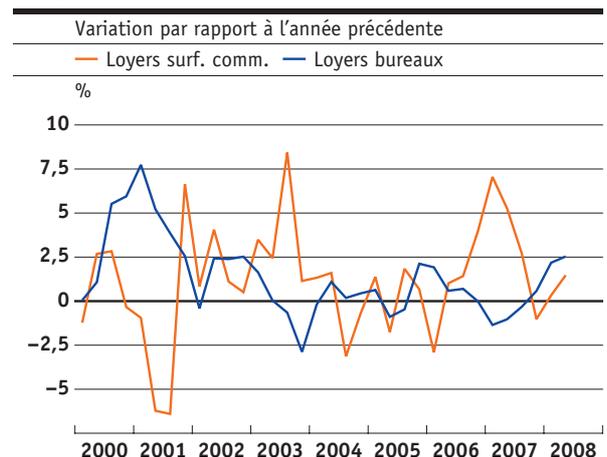
En termes nominaux, les prix sur le marché suisse de l'immobilier ont sensiblement augmenté au deuxième trimestre par rapport à la même période de 2007. Ceux des appartements en propriété par étage se sont accrus de 4,3%, et ceux des maisons familiales, de 2,6%. Les loyers des appartements – les appartements loués constituent le plus gros segment du marché suisse du logement – ont quant

Graphique 3.17
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Source: Wüest & Partner

Graphique 3.18
Loyers nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Source: Wüest & Partner

à eux marqué une hausse de 3,9%. Ceux des appartements neufs, qui reflètent mieux la vigueur du marché, ont augmenté de 1,6%. Les loyers des bureaux et ceux des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont eux aussi progressé. Sur le marché de l'immobilier, certains prix ont augmenté plus fortement que les prix à la consommation, quand bien même les hausses sont restées modérées. Comme précédemment, aucun indice ne laisse entrevoir la formation d'une bulle sur le marché suisse de l'immobilier. Le renchérissement relatif des immeubles s'explique notamment par le fort accroissement de la population.

3.4 Agrégats monétaires

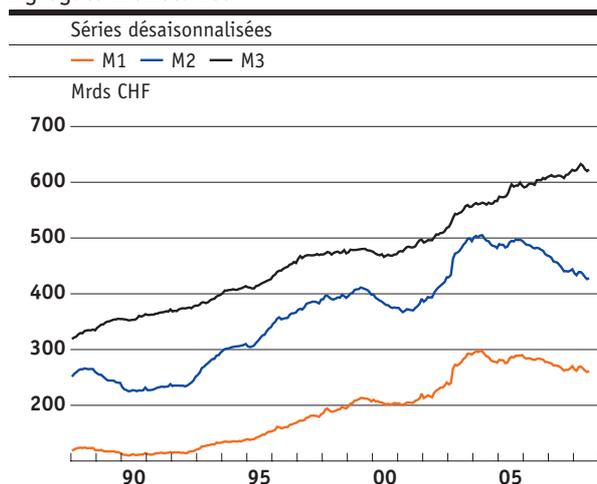
Stabilisation des agrégats monétaires

Comme l'illustre le graphique 3.19, tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont diminué à partir du début de 2006 et sont restés relativement stables dans la période récente. Entre août 2007 et le mois correspondant de 2008, M1 s'est replié de 0,2%, et M2, de 2,8%. Quant à l'agrégat M3 (M2 et les dépôts à terme), il a augmenté de 2,5%. La hausse des taux d'intérêt se reflète dans cette croissance soit faible, soit négative, des agrégats monétaires. Une situation semblable avait déjà été observée entre la fin des années quatre-vingt et le début des années nonante, mais aussi entre la fin des années nonante et le début de la présente décennie.

Après les taux de croissance élevés que les agrégats monétaires avaient atteints dans les années 2003 à 2005, M1 et M2 se sont repliés du fait de la hausse des taux d'intérêt. Dans la période récente, ces deux agrégats se sont de nouveau stabilisés, ce qui correspond à la courbe plus plate retraçant l'évolution des taux d'intérêt à court terme. Pour porter un jugement sur les risques d'inflation qui peuvent résulter d'un approvisionnement excessif de l'économie en liquidités, on cherche à déterminer s'il y a un excédent ou un déficit dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*). L'écart entre le niveau effectivement observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat indique un excédent de liquidités s'il est positif ou un déficit s'il est négatif. Le niveau d'équilibre de M3 est estimé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie (voir «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33).

Les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre font l'objet du graphique 3.20. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Une marge inférieure à zéro, comme cela est actuellement le cas, signifie que, d'après cet indicateur, les pressions inflationnistes diminueront à moyen terme. Depuis quelques mois, on constate un déficit dans l'approvisionnement en monnaie, comme au début de l'année 2000. A l'époque, ce déficit avait entraîné une diminution du renchérissement, après l'accélération observée à la fin des années nonante.

Graphique 3.19
Agrégats monétaires



Source: BNS

	2006	2007	2007			2008		2008		
			2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Juin	Juillet	Août
Monnaie centrale²	43,1	44,2	44,0	43,4	44,8	45,8	45,4	45,6	45,5	45,0
Variation ³	3,0	2,5	1,5	2,7	2,7	2,6	3,3	3,7	4,3	3,4
M1²	282,4	268,9	269,8	261,3	268,7	266,4	265,3	260,1	256,2	259,3
Variation ³	-0,6	-4,8	-4,3	-6,8	-4,4	-3,4	-1,7	-2,6	-2,4	-0,2
M2²	481,6	450,5	453,9	439,0	443,5	438,7	434,3	427,6	421,8	425,3
Variation ³	-2,0	-6,4	-6,1	-8,0	-6,5	-5,8	-4,3	-4,6	-4,5	-2,8
M3²	600,3	612,8	611,9	607,0	618,8	625,2	629,3	621,0	616,3	619,7
Variation ³	2,5	2,1	2,4	1,1	1,8	1,9	2,8	1,9	1,6	2,5

1 Définition 1995.

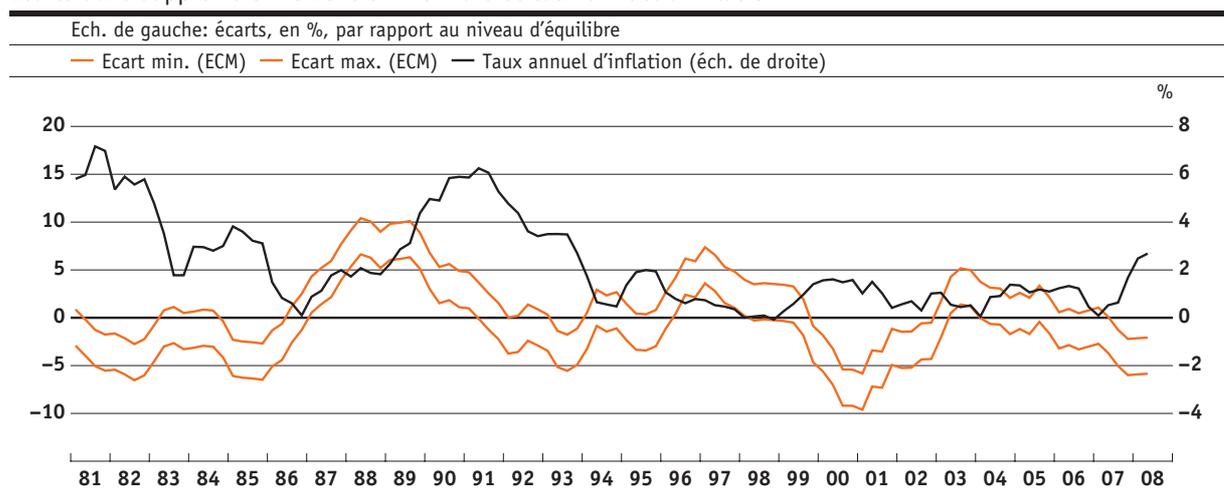
2 Niveau en milliards de francs.

3 En %, par rapport à 2007.

Source: BNS

Graphique 3.20

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



Source: BNS

3.5 Crédits

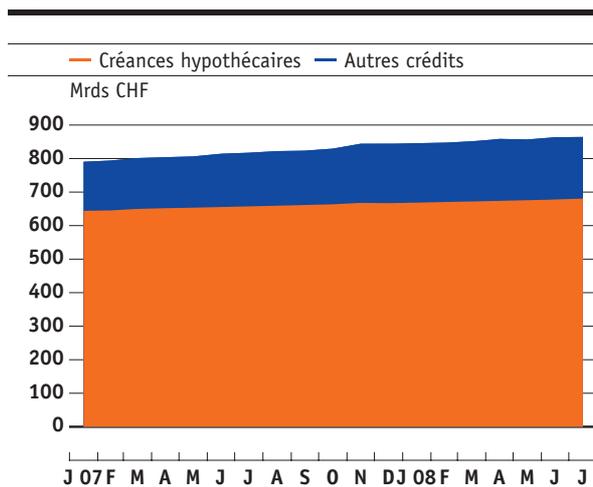
Pas de raréfaction du crédit en Suisse

Les données disponibles jusque-là ne laissent entrevoir aucun signe de raréfaction du crédit (*credit crunch*) en Suisse. L'enquête sur les crédits bancaires «*Bank Lending Survey*» qu'établit la BNS aboutit à la même conclusion. Il n'en ressort aucun durcissement, en Suisse, des conditions de crédit. Ces constatations contrastent avec ce qu'on peut observer, par exemple, aux Etats-Unis.

Le graphique 3.21 montre que les crédits évoluent sereinement, en Suisse, depuis 2007. Le taux annuel de croissance de l'ensemble des crédits s'établissait à 6,4% au deuxième trimestre, contre 6,6% au trimestre précédent. Les taux annuels de croissance des hypothèques et des autres crédits ont eux aussi légèrement diminué (voir tableau 3.2).

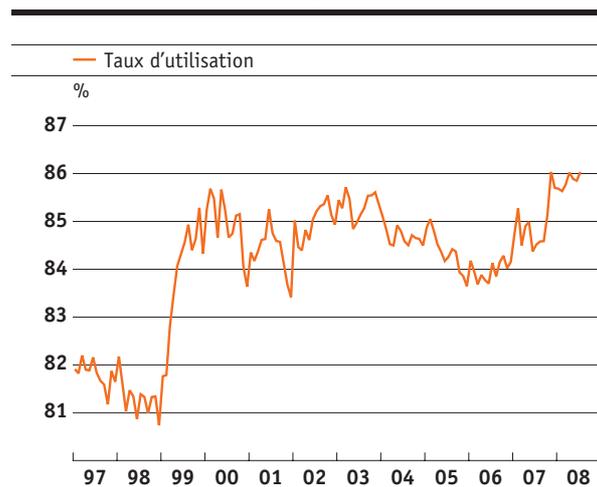
Une analyse plus détaillée montre que, dans l'ensemble, il n'y a guère de problèmes sur le marché des crédits. On observe un transfert vers les crédits gagés, lesquels ont progressé de 5,7% en un an, après avoir stagné au premier trimestre. Simultanément, l'expansion des crédits non gagés s'est ralentie, passant de 34,1% à 28,2%. Ces deux évolutions pourraient laisser entendre que les banques manifestent une aversion plus forte pour les risques. Enfin, le graphique 3.22 indique que le taux d'utilisation des limites de crédit a légèrement augmenté. On peut y voir soit un premier indice d'un resserrement de l'offre de crédit, soit une poursuite de la demande de crédit. L'expérience montre cependant qu'il faut observer de telles évolutions pendant plusieurs mois avant de pouvoir en tirer des conclusions pertinentes.

Graphique 3.21
Crédits bancaires



Source: BNS

Graphique 3.22
Taux d'utilisation des crédits



Source: BNS

Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2006	2007	2007			2008		2008		
			2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Mai	Juin	Juillet
Total¹	4,8	5,8	5,3	5,5	6,9	6,6	6,4	6,3	6,0	5,7
Ménages ²	6,1	4,6	5,0	4,4	4,0	3,0	2,2	1,8	2,2	2,3
Entreprises ²	1,6	6,7	4,5	6,6	11,6	13,9	14,9	15,5	13,7	12,7
Créances hypothécaires ¹	4,8	4,0	4,2	3,8	3,9	3,7	3,4	3,4	3,4	3,6
dont ménages ²	5,5	4,3	4,8	4,0	3,7	3,6	3,0	2,9	3,0	3,6
dont entreprises ²	1,2	2,3	1,2	3,0	4,3	3,7	4,2	4,5	4,7	3,5
Autres crédits ¹	4,6	13,4	10,3	13,1	20,2	19,3	19,0	18,7	16,8	14,5
dont gagés ¹	2,5	8,2	7,2	5,6	13,1	0,0	5,7	5,0	5,1	6,1
dont non gagés ¹	6,3	17,2	12,6	18,6	25,3	34,1	28,2	28,2	24,7	19,9

1 Bilans mensuels.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

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 leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prédiction d'inflation, qui est publiée chaque trimestre, constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs. La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle indique l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, de facteurs exogènes. Plusieurs modèles parmi ceux qui servent à établir la prédiction d'inflation de la BNS prennent ces facteurs en considération et intègrent l'évolution à attendre en Suisse dans un environne-

ment international. Le scénario ainsi envisagé pour la conjoncture mondiale représente l'évolution de l'économie mondiale que la BNS considère comme la plus probable au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 montre les principales hypothèses retenues par rapport aux prévisions de juin.

Nouveau recul du dynamisme de la croissance

Pour 2008, la prédiction de croissance aux Etats-Unis a été revue à la hausse par rapport à juin en raison de l'assouplissement de la politique monétaire et d'une politique budgétaire temporairement dynamisante. Pour 2009, étant donné les turbulences persistantes sur le marché américain de l'immobilier et sur les marchés financiers internationaux, on table sur un net ralentissement du rythme de croissance. En Europe, les signes de faiblesse se sont multipliés, et les prévisions pour 2008 et 2009 ont donc été fortement révisées à la baisse. Vers la fin de la période sur laquelle porte la prédiction, on s'attend par contre à ce que la croissance se rapproche du potentiel, soit environ de 3% aux Etats-Unis et de 2% dans l'UE.

Dans le scénario retenu pour la prédiction de septembre, le prix du pétrole reste pratiquement inchangé à 115 dollars le baril, ce qui correspond à une augmentation à 128 francs. Lors de la prédiction de juin, le prix du pétrole en francs était escompté à 120 francs. Pour l'année en cours, on prévoit des taux de renchérissement plus élevés à l'échelle mondiale; cela s'explique essentiellement par la précédente forte hausse des prix de l'énergie. Pour la période sur laquelle porte la prédiction, la relation de change entre le dollar et l'euro est fixée à 1,49, contre 1,55.

La prédiction d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

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

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

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

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

Septembre 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,8	1,3	2,8
PIB UE (à 15) ¹	1,3	0,9	2,1
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1,49	1,49
Prix du baril de pétrole en dollars ²		113	115
Prix du baril de pétrole en francs suisses ³		126	128

Juin 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,4	1,6	2,8
PIB UE (à 15) ¹	1,8	1,5	2,4
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1,55	1,55
Prix du baril de pétrole en dollars ²		128	116
Prix du baril de pétrole en francs suisses ⁴		133	120

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 3 septembre 2008.

4 Niveau, cours du 4 juin 2008.

Source: BNS

4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire

Lors de son examen de la situation du 18 septembre 2008, la BNS a décidé de laisser inchangée la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, marge qui demeure ainsi à 2,25%–3,25%. Cette décision repose sur la prévision d'inflation de septembre et a été expliquée dans un communiqué de presse par les arguments ci-après.

Perspectives économiques internationales

L'environnement international influence fortement les perspectives économiques en Suisse. C'est pourquoi les prévisions d'inflation reposent sur des hypothèses quant à l'évolution future de l'économie mondiale. Par rapport à l'évaluation de la situation de juin, la Banque nationale a révisé ces hypothèses sur deux points. Premièrement, elle envisage une conjoncture plus faible pour le restant de l'année 2008, et ce tant pour les Etats-Unis que pour l'Europe. La reprise de la croissance attendue pour 2009 et 2010 s'en trouve retardée. Deuxièmement, la Banque nationale s'attend à une baisse moins marquée de l'inflation américaine et européenne l'an prochain qu'elle ne l'escomptait encore il y a trois mois.

Perspectives économiques en Suisse

Pour ce qui est de la Suisse, l'évolution conjoncturelle observée ces derniers mois correspond aux attentes de la Banque nationale. Au deuxième trimestre de l'année, la croissance du produit intérieur brut réel s'est poursuivie à un rythme légèrement inférieur à son potentiel de moyen terme. La contraction de l'activité dans le domaine des transactions financières continue de peser sur la croissance. Un ralentissement se manifeste de manière plus large, cependant, dans l'industrie manufacturière et la construction. Dans la plupart des cas, il s'agit toutefois d'un tassement de la dynamique à partir de niveaux d'activité très élevés. Ainsi, si le degré d'utilisation des capacités techniques de production s'est légèrement replié et si le manque de personnel est devenu moins aigu, il n'en demeure pas moins que l'exploitation des capacités de production continue d'évoluer au-delà des normes historiques.

Pour la seconde partie de 2008 et le début de 2009, la Banque nationale s'attend à la poursuite du ralentissement conjoncturel. L'excédent de production actuel devrait ainsi se résorber progressivement. Pour l'année en cours, la Banque nationale maintient inchangée sa prévision d'une croissance du PIB située entre 1,5% et 2%. Suite à la révision à la hausse du niveau du PIB en 2007, la croissance 2008 devrait plutôt se situer dans le haut de cette fourchette.

Evolution du cadre monétaire et financier

Les conditions monétaires sont pratiquement inchangées par rapport à l'appréciation de la situation de juin. En dépit des turbulences sur les marchés financiers, le franc est resté relativement stable. Le rendement des obligations de la Confédération, largement déterminés par les mouvements de taux sur les marchés financiers internationaux, ont baissé indépendamment de la maturité, reflétant la détérioration des perspectives conjoncturelles mondiales et la forte demande de titres de première qualité. Les primes de risques sur les marchés interbancaires restent élevées en raison de la crise financière. En se fixant pour objectif de stabiliser le Libor pour les dépôts à trois mois plutôt que le taux des prêts interbancaires couverts, la Banque nationale continue cependant à prémunir dans une large mesure l'économie suisse des fluctuations de ces primes.

La crise financière n'a pour l'instant aucune répercussion sur l'octroi des crédits domestiques. Ainsi, le taux de croissance des crédits hypothécaires atteignait 3,6% en juillet. Toutefois, comme on le constate habituellement en fin de cycle conjoncturel, un ralentissement de la croissance des autres crédits, spécialement des crédits non couverts, semble se dessiner. En ce qui concerne les conditions des crédits accordés, un sondage effectué par la Banque nationale en juillet auprès de 20 banques représentant 85% du marché suisse du crédit confirme, à la différence des résultats obtenus par des sondages similaires aux Etats-Unis et dans la zone euro, que la crise des crédits à risques n'a pas conduit à une détérioration de la situation.

Les taux de croissance des agrégats monétaires sont modérés, voire négatifs, depuis le début de 2006, ce qui laisse également escompter des taux d'inflation bas à moyen et long terme.

Inflation et risque d'inflation

L'inflation a franchi la barre de 2% depuis décembre. La hausse du prix du pétrole a d'autant plus facilement été répercutée sur les prix à la consommation l'an dernier que l'économie opérait à haut régime. La baisse du prix des hydrocarbures intervenue dès juillet n'a pas encore donné lieu à un repli marqué de l'inflation, qui atteignait encore 2,9% en août, après 3,1% en juillet.

Les perspectives quant à l'évolution future du renchérissement restent fondamentalement inchangées: l'inflation devrait continuer à baisser l'année prochaine en raison du tassement du prix du pétrole au cours des derniers mois et du ralentissement attendu de l'activité économique. L'inflation actuelle est donc de nature temporaire.

Les modifications de la prévision d'inflation intervenues depuis l'examen de juin ont le caractère d'une adaptation technique. L'inflation prévue est légèrement plus élevée et persistante, mais les perspectives à moyen terme restent essentiellement les mêmes.

Cette prévision d'inflation est particulièrement entachée d'incertitudes. Celles-ci se rapportent principalement aux hypothèses quant à l'évolution de l'économie mondiale. En outre, l'ampleur, la durée et l'impact de la crise financière internationale sont difficiles à estimer. Enfin, la réaction de l'inflation au ralentissement conjoncturel ne peut être évaluée avec précision. Le niveau élevé de la demande, le plein emploi des ressources productives et le coût toujours élevé des matières premières et des produits intermédiaires comportent le risque que l'inflation puisse diminuer moins rapidement que prévu à l'heure actuelle.

La décision de politique monétaire

La prévision d'inflation montre que le taux de renchérissement repassera sous la barre des 2% en 2009. L'inflation actuelle n'est que passagère, car le ralentissement attendu de la conjoncture exercera

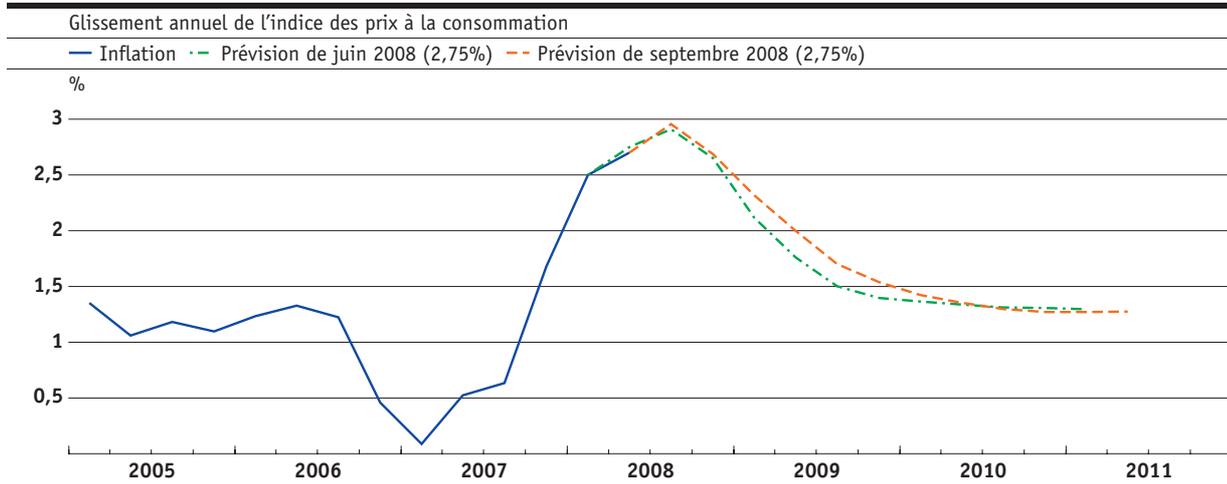
un effet modérateur et l'effet de la hausse du prix du pétrole s'estompera progressivement. La stabilité des prix à moyen terme n'est donc pas durablement compromise. De plus, les incertitudes importantes concernant aussi bien la conjoncture mondiale que les retombées de la crise financière internationale incitent la Banque nationale à la prudence et à laisser inchangé le cours de sa politique monétaire. Néanmoins, le niveau élevé de l'inflation actuelle impose une attitude de vigilance: une nouvelle hausse du prix de l'énergie, une conjoncture plus forte que prévu, un affaiblissement du franc ou une révision à la hausse des anticipations d'inflation constitueraient autant de menaces pour la stabilité des prix à moyen terme. Inversement, la crise financière pourrait entraîner un ralentissement plus marqué de la conjoncture et atténuer ainsi les pressions inflationnistes. La Banque nationale continuera dès lors de suivre de très près ces facteurs de manière à pouvoir réagir rapidement en cas de besoin.

Graphique présentant notre prévision d'inflation

La nouvelle prévision d'inflation est présentée dans le graphique 4.1. Elle couvre la période allant du troisième trimestre de 2008 au deuxième trimestre de 2011. Comme la prévision antérieure, elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%. La nouvelle prévision signale une inflation légèrement plus persistante dans l'immédiat. Elle dépasse la barre des 2% jusqu'au deuxième trimestre de l'année prochaine. Ce dépassement est essentiellement dû aux hausses passées du prix du pétrole et à une activité économique qui reste élevée. La prévision indique toutefois que le ralentissement de la conjoncture, le tassement récent du prix du pétrole et l'effet de base qui y est associé vont contribuer à un recul de l'inflation au cours des prochains mois. La hausse des prix devrait retrouver en 2009 un niveau compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation de juin 2008, avec Libor à 2,75%, et de septembre 2008, avec Libor à 2,75%



Source: BNS

Inflation observée (septembre 2008)

Tableau 4.2

	2005				2006				2007				2008			
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70		

Prévisions d'inflation de juin 2008, avec Libor à 2,75%, et de septembre 2008, avec Libor à 2,75%

	2008				2009				2010				2011			
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Prévision de juin 2008, Libor à 2,75%	2,75	2,91	2,65	2,12	1,76	1,50	1,40	1,36	1,34	1,31	1,31	1,30				
Prévision de sept. 2008, Libor à 2,75%		2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28			

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de septembre 2008

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de juin à août 2008, sont résumés ci-après.

Résumé

Les quelque 170 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre juin et août 2008 ont de nouveau estimé que la marche des affaires était bonne, voire très bonne. Les perspectives sont toutefois grevées d'un assombrissement du climat général. Ces derniers mois, un affaiblissement de la demande a été perceptible dans plusieurs secteurs. Dans d'autres, une évolution semblable est attendue pour les derniers mois de l'année en cours et en 2009. Ainsi, les signes de ralentissement conjoncturel se sont amplifiés, à l'instar des incertitudes,

depuis le précédent Bulletin trimestriel. Cependant, dans de nombreux cas, il s'agit davantage d'une normalisation bienvenue, qui devrait permettre de neutraliser les goulets d'étranglement, que d'un véritable effondrement de la demande. Par conséquent, de nouveaux investissements sont prévus. De ce point de vue, les interlocuteurs de la BNS considèrent que la politique de crédit des banques ne pose actuellement aucun problème. Selon le cas, les effectifs devraient rester stables ou même continuer de croître prudemment.

La tendance haussière des prix de vente se poursuit en raison, d'une part, de l'augmentation des coûts de production et, d'autre part, de la vigueur de la demande.

1 Production

Industrie

Dans l'ensemble, le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à un niveau élevé, voire très élevé, dans l'industrie. En conséquence, les investissements sont restés soutenus, et seules quelques rares entreprises ont évoqué des réductions des futurs plans d'investissement. Les interlocuteurs de la BNS ont signalé qu'à ce jour, et malgré la crise financière, les entreprises ont pu bénéficier de conditions de crédit inchangées, ce qui s'explique également par leur situation bénéficiaire toujours satisfaisante. Cependant, certains d'entre eux présumant que, si les résultats des entreprises devaient se détériorer à l'avenir, l'accès au financement bancaire pourrait rapidement se révéler plus délicat. Aussi, pour nombre d'entre elles, l'autofinancement est-il devenu un objectif stratégique.

Même dans les cas où l'on a constaté un affaiblissement ou une stagnation de la demande, les interlocuteurs se déclarent satisfaits du niveau des chiffres d'affaires. La demande provenant des pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, d'Europe centrale et orientale, ainsi que celle émanant des pays exportateurs de pétrole, est restée particulièrement élevée. L'appréciation de la demande venant d'Europe occidentale, des Etats-Unis et du Japon s'est avérée plus contrastée.

La vigueur de la croissance diverge de manière relativement prononcée d'une branche à l'autre de l'industrie. Les produits de niche et de luxe (la technologie médicale, les techniques énergétiques et l'horlogerie) continuent de profiter d'une forte dynamique. Par contre, un tassement voire, dans certains cas, un recul des entrées de commandes est perceptible au niveau des biens d'équipement classiques (électronique et machines) et dans certaines branches axées sur la consommation (par exemple, les sous-traitants de l'industrie automobile). Quant aux perspectives à court terme, les interlocuteurs se sont montrés confiants pour la plupart, grâce aux carnets de commande bien garnis. La majorité des entreprises s'attendent à une croissance – en partie nettement – plus modeste en 2009.

Services

Dans le commerce de détail, l'évolution s'est avérée encore plus hétérogène qu'au printemps. Bien que l'on ait observé un recul de l'indice du climat de consommation, ce dernier s'est révélé glo-

balement favorable jusqu'en août. Cette constatation s'applique aux grands distributeurs comme aux petits commerces spécialisés. Le secteur de l'alimentation et celui des produits de luxe, notamment, ont enregistré un accroissement vigoureux de leurs chiffres d'affaires. Dans les zones transfrontalières, les fournisseurs ont encore pu tirer parti d'une compétitivité accrue en matière de prix par rapport à l'étranger. Par contre, d'autres interlocuteurs ont signalé un ralentissement de la dynamique de la demande. Ils s'attendent, pour la plupart, à un tassement des chiffres d'affaires dans un avenir proche.

Dans l'hôtellerie, la marche des affaires est demeurée bien orientée. Dans nombre de cas, les excellents résultats enregistrés en 2007 ont même pu encore être améliorés. A l'exception de la région bâloise, l'Euro 08 n'a pas eu d'influence positive sur le plan quantitatif. Dans les villes accueillant l'événement, le nombre de nuitées a même régressé par rapport à son niveau de juin 2007. Cependant, la consommation des hôtes s'est avérée plus élevée. En outre, les hôtels ont pu imposer une hausse de leurs tarifs. En juillet, cette tendance favorable s'est tout d'abord poursuivie dans l'ensemble. Les perspectives pour 2009 diffèrent quant à elles d'un segment à l'autre de la clientèle. Dans le domaine de l'événementiel d'entreprise et des congrès, les sociétés se montrent désormais plus soucieuses de limiter leurs frais. Dans le tourisme privé, les réservations pour la saison d'hiver demeurent relativement modestes, notamment celles des hôtes venant d'Allemagne et d'Italie. Par ailleurs, il se pourrait que les réservations de groupes de touristes asiatiques diminuent en raison de la hausse du prix des billets d'avion due au prix du pétrole. De leur côté, les représentants de l'hôtellerie de luxe se sont déclarés confiants.

L'appréciation de la marche des affaires dans la branche des transports s'est également avérée nuancée. Les interlocuteurs ont notamment signalé que la demande, qui était en partie déjà très soutenue, s'est affaiblie dans le domaine des échanges de biens. En revanche, pour les entreprises actives dans les secteurs de la navigation, du transport ferroviaire et aérien liés au tourisme, l'évolution est demeurée satisfaisante. Dans le secteur des services aux entreprises, la situation était là aussi hétérogène. Dans le domaine des activités de conseil technique et juridique, ainsi que dans l'informatique, les volumes d'affaires ont continué de croître. Par contre, avec l'accalmie de la demande

de main d'œuvre, l'activité a perdu un peu de sa vigueur dans les entreprises de travail temporaire.

Comme les mois précédents, les interlocuteurs du secteur bancaire ont signalé que la situation demeurait difficile dans le domaine de la gestion de fortune. Les turbulences sur les marchés financiers se sont traduites par un fléchissement parfois massif du volume des opérations et, par conséquent, des commissions encaissées. En revanche, les activités de crédit ont de nouveau constitué un pilier important. Les crédits hypothécaires et les crédits aux entreprises ont, pour leur part, encore progressé. Toutefois, les marges d'intérêts ont continué à se réduire tendanciellement. Les représentants des banques ont déclaré ne pas avoir durci les conditions de crédit, confirmant ainsi les affirmations des interlocuteurs issus des autres secteurs économiques.

Pour d'autres prestataires de services (la restauration, les assurances, le commerce de gros et les services de nettoyage), la marche des affaires est actuellement jugée stable ou en voie d'amélioration.

Construction et immobilier

Les interlocuteurs de la construction se sont montrés satisfaits de la situation économique. La marche des affaires se maintient toujours à un niveau élevé. Certes, les entrées de commandes ont une nouvelle fois reculé ici et là, mais cette évolution est considérée comme une normalisation de la situation. La construction de logements et, notamment, l'accroissement des travaux de rénovation, constituent des piliers de ce secteur. Dans le domaine de la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et au commerce, les principales impulsions au niveau de la demande sont venues essentiellement de l'industrie et de l'hôtellerie. Le génie civil a connu, pour sa part, une évolution très contrastée selon les régions. Les prix des appartements en propriété par étage et des maisons familiales ont poursuivi leur ascension. Dans la plupart des cas, cette évolution des prix a été qualifiée de justifiée, compte tenu de la situation encore tendue sur le marché du logement. En raison des coûts élevés des matières premières (acier, verre), les prix de la construction sont aussi nettement restés orientés à la hausse.

2. Marché du travail

Sur le marché du travail, la demande demeure robuste, même si, dans certaines entreprises, le nombre d'heures supplémentaires a diminué et si les plans d'embauche témoignent en général d'une plus grande prudence. La majorité des entreprises table sur des effectifs stables, voire en légère augmentation. Une réduction du personnel n'a été évoquée qu'à de rares exceptions. Différents secteurs ont signalé qu'ils rencontrent encore des difficultés pour recruter de la main-d'œuvre qualifiée.

En vue des prochaines négociations salariales, le renchérissement constitue une importante valeur de référence. Les interlocuteurs de la BNS évaluent les augmentations de salaire entre 1% et 3,5%, la plupart des entreprises tablant sur une hausse des salaires nominaux de 2,5%. Rares sont les interlocuteurs qui ont évoqué une dynamique salariale plus forte. En général, le cas s'est présenté pour des entreprises ayant enregistré très récemment des gains de productivité supérieurs à la moyenne et faisant état d'une situation bénéficiaire extrêmement favorable.

3. Prix, marges et situation bénéficiaire

Cette fois encore, les prix de l'énergie et des matières premières se sont trouvés au cœur des discussions. Malgré la correction survenue pendant l'été, ils demeurent élevés. Par conséquent, en 2008, les entreprises ont déjà largement répercuté sur les prix l'accroissement des coûts. En général, les clients ont accepté les relèvements des prix, à l'exception de certains secteurs de l'industrie chimique. Cependant, les prix n'ont pas toujours pu être relevés au même rythme que les coûts, ce qui continue de grever les marges d'exploitation. Les entreprises interrogées prévoient de nouveaux ajustements des prix en 2009. La faiblesse du dollar des Etats-Unis ayant également conduit à des pertes de marges considérables, les entreprises à vocation exportatrice se réjouissent du récent redressement de la monnaie américaine.

Cost pass-through in a competitive model of pricing-to-market

Raphael Auer et Thomas Chaney
Working Paper 2008-6

Pourquoi les modifications des coûts de production entraînées par les fluctuations du taux de change ne sont-elles répercutées que partiellement sur les consommateurs? Le présent travail de recherche porte sur l'extension du modèle de Mussa et Rosen (1978) concernant la fixation des prix en fonction de la qualité. Premièrement, les auteurs partent d'une situation de parfaite concurrence, alors que le modèle original de Mussa et Rosen se base sur une situation de monopole. Deuxièmement, le modèle intègre des rendements d'échelle décroissants. Dans la situation d'équilibre qui en résulte, les biens de qualité supérieure sont rattachés aux consommateurs ayant une nette préférence pour ce genre de biens. Le barème mettant en relation la qualité des biens et les prix du marché dépend de l'appréciation portée par les consommateurs sur ces biens. Les prix sont plus élevés lorsque l'appréciation des consommateurs sur le marché est meilleure. Les écarts de prix entre les biens de qualité différente se creusent au fur et à mesure que l'appréciation des consommateurs augmente. Les auteurs établissent trois prévisions testables. Premièrement, les chocs de taux de change ne se répercutent que partiellement sur les prix. Deuxièmement, les prix des biens de qualité moindre sont plus sensibles aux chocs de taux de change que les prix des biens de qualité supérieure. Troisièmement, une appréciation de la monnaie entraîne un décalage des exportations vers des produits plus chers et de qualité supérieure. Dans le présent document, ces prévisions sont testées à l'aide de données fortement désagrégées se rapportant aux importations des Etats-Unis (prix et quantité). Les auteurs constatent que les prix des biens de haute qualité, reflétés par des produits ayant un prix à l'unité élevé, sont plus sensibles aux variations des taux de change. De plus, il apparaît qu'une appréciation de la monnaie entraîne un décalage des exportations vers des produits dont le prix à l'unité est élevé.

Bibliographie

Mussa, Michael et Sherwin Rosen. 1978. Monopoly and Product Quality. *Journal of Economic Theory* 18(2): 301-317.

Competition and relational contracts: The role of unemployment as a disciplinary device

Martin Brown, Armin Falk et Ernst Fehr
Working Paper 2008-7

En période de chômage, il est particulièrement précieux pour les employés de maintenir leurs relations professionnelles avec leur entreprise. En conséquence, ils peuvent être amenés à conclure des accords tacites sollicitant de leur part des efforts importants, et ce même si la qualité de leur travail ne peut leur être imposée ni n'est aisément contrôlable. Une telle convention implicite – ou contrat relationnel – peut-elle également constituer une motivation à s'engager davantage lorsque la demande de main-d'œuvre est élevée et que les salariés n'ont aucun mal à changer d'emploi? Les auteurs du présent Working Paper se penchent sur cette question en mettant en place un marché expérimental. Celui-ci présente une demande excédentaire de travail, tandis que le niveau de qualité ne peut être imposé à la main-d'œuvre. L'étude montre que, dans un tel environnement, les entreprises offrent aux employés de qualité, par contrats tacites, des salaires supérieurs au taux du marché en vigueur. Les employés sont ainsi incités à produire des efforts supplémentaires alors même qu'ils pourraient refuser et changer d'entreprise. Ce résultat laisse à penser que le chômage n'est pas une condition indispensable à l'émergence de contrats tacites visant à motiver les employés. Par ailleurs, les auteurs examinent la façon dont les conditions de concurrence affectent les contrats tacites en comparant le résultat d'un marché de l'emploi présentant une offre excédentaire de main-d'œuvre avec celui d'un marché de l'emploi présentant une demande excédentaire de main-d'œuvre. Il s'avère que les contrats relationnels sont moins fréquents sur le marché caractérisé par une demande excédentaire de main-d'œuvre que dans les cas de chômage important. Cependant – et c'est inattendu –, l'efficacité du marché n'en est pas compromise pour autant.

The colonial and geographic origins of comparative development

Raphael Auer
Working Paper 2008-8

Pourquoi certaines économies sont-elles riches et d'autres, pauvres? Les économistes sont divisés en deux courants de pensée antagoniques, dont l'un privilégie l'aspect géographique et l'autre, l'aspect institutionnel. Le présent travail de recherche évalue l'importance relative de chaque aspect en faisant valoir l'interaction de l'histoire et de la géographie. Alors que les caractéristiques géographiques ont une incidence directe sur la prospérité dans tous les pays, elles ont aussi eu, dans les anciennes colonies, un impact sur les politiques de colonisation et les institutions mises en place. Il est donc possible de distinguer les effets partiels que les caractéristiques géographiques et les institutions ont sur le revenu en mettant à profit l'interaction de la géographie et de l'expérience coloniale. L'auteur établit d'abord que le climat et la maladie ont affecté le développement des institutions dans les anciennes colonies, ce qui n'a pas été le cas dans le reste du monde. Ensuite, il développe une stratégie empirique qui détermine la relation entre les institutions et le revenu, mais qui explique aussi l'impact direct des caractéristiques géographiques. Il découvre que les institutions sont le principal déterminant du développement, mais que les caractéristiques géographiques ont également un effet direct considérable. Enfin, l'auteur souligne le rôle important joué par la présence de maladies en ce qui concerne aussi bien les politiques de colonisation que le revenu directement.

Does FOMC news increase global FX trading?

Andreas M. Fischer et Angelo Ranaldo
Working Paper 2008-9

Le volume mondial des transactions de change augmente-t-il les jours où le Federal Open Market Committee (FOMC) siège? Afin de tester cette hypothèse d'un lien entre accroissement du volume de monnaie étrangère et séances du FOMC, les auteurs utilisent un ensemble novateur de données de la Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Les mesures de cette dernière englobent en gros la moitié du volume des transactions effectuées au niveau mondial sur les marchés des changes. Elles montrent clairement que, entre 2003 et 2007, toutes les zones monétaires ont connu une augmentation du volume des transactions de l'ordre de 5% les jours de réunion du FOMC, et ce indépendamment de l'importance des variations de prix sur les marchés de devises et des décisions inopinées du FOMC en matière de politique monétaire. La preuve nouvelle d'une hausse des transactions de change les jours où le FOMC siège est cohérent avec les modèles standard de l'approche basée sur des agents homogènes, utilisée par le marché financier.

Extreme coexceedances in new EU member states' stock markets

Charlotte Christiansen et Angelo Rinaldo
Working Paper 2008-10

Les auteurs analysent l'intégration financière des nouveaux pays membres de l'Union européenne (UE) aux marchés des actions. Pour ce faire, ils étudient les rendements extrêmes réalisés le même jour par les pays considérés. L'analyse porte sur les rendements extrêmes positifs et négatifs afin d'examiner l'asymétrie éventuelle. Les auteurs utilisent un modèle logit multinomial pour déterminer la manière dont la persistance, les catégories d'actifs et la volatilité sont liées aux comouvements extrêmes et simultanés. Ils découvrent que les effets diffèrent (a) selon que les comouvements sont négatifs ou positifs, (b) que les membres de l'UE sont anciens ou nouveaux et (c) que la période est celle précédant l'élargissement de 2004 ou celle suivant l'élargissement de 2004; ces résultats impliquent des liens plus étroits entre les marchés des actions des nouveaux pays membres et ceux d'Europe occidentale. Les preuves empiriques révèlent que les marchés des actions des pays ayant nouvellement adhéré à l'UE sont davantage exposés à des comouvements défavorables, à la volatilité et à la persistance. Il découle de ces résultats que l'inconvénient de l'intégration des marchés financiers est une propagation plus forte des chocs d'un pays à l'autre.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Le 18 septembre 2008, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
CH-8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Copyright

Banque nationale suisse, 2008
Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Prix

Versions électroniques disponibles gratuitement sur Internet
Versions imprimées: 25 francs par an (étranger: 30 francs)
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques
économiques: 15 francs par an (étranger: 20 francs)
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)

Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse (version imprimée)

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Case postale, CH-8022 Zurich
Téléphone: +41 (0)44 631 32 84; fax: +41 (0)44 631 81 14;
e-mail: library@snb.ch

Langues

La version imprimée du Bulletin trimestriel paraît en langues
française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789).

Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français:
www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand:
www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais:
www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

Internet

www.snb.ch