

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



# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Septembre 3/2007 25<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Sommaire</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
44	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
48	<b>Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés</b>
52	<b>Chronique monétaire</b>



### Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

La croissance robuste de l'économie mondiale s'est poursuivie au premier semestre de 2007, les impulsions les plus vigoureuses étant venues d'Europe et d'Asie. En revanche, l'économie américaine a connu un ralentissement au cours de cette période. Les perspectives restent fondamentalement favorables pour ces trois zones économiques. Du fait des turbulences qui ont agité les marchés financiers en août dernier et conduit à une hausse des primes sur les placements hasardeux, les risques d'un affaiblissement de la croissance sont toutefois prédominants.

En Suisse, la conjoncture a continué son expansion au cours du semestre d'été 2007. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3% par rapport à la période précédente et de 2,8% par rapport au trimestre correspondant de 2006. La demande intérieure a contribué à cette croissance vigoureuse au même titre que la demande d'exportation. La progression a été particulièrement forte au niveau des investissements en biens d'équipement. La situation de l'emploi s'est de nouveau améliorée, et le nombre de chômeurs a poursuivi son repli. Pour 2007, la BNS table sur une croissance du PIB inchangée, proche de 2,5%, bien que les risques conjoncturels se soient accrus à la suite des turbulences sur les marchés financiers.

Lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire en septembre, la BNS a décidé de viser un Libor pour dépôts à trois mois en francs suisses de 2,75%, après que ce taux a atteint 2,9% début septembre, en raison des primes de risque de crédit fortement accrues. Par cette décision, la BNS entend favoriser une détente sur le marché monétaire en francs suisses. Elle a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 25 points de base, la portant à 2,25%–3,25%.

### Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (p. 44)

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre juin et août avec quelque 150 représentants de divers secteurs et branches économiques ont donné l'image d'une phase de haute conjoncture reposant sur une large assise. La plupart des interlocuteurs ont signalé une croissance forte, voire très forte des ventes et des commandes; certains sont allés jusqu'à parler d'année record. Ils se sont montrés optimistes quant à l'avenir et n'ont guère évoqué l'éventualité d'un prochain ralentissement. Les turbulences du mois d'août sur les marchés financiers sont tout de même à l'origine de certaines préoccupations. Compte tenu des taux d'utilisation élevés des capacités de production et des bons résultats, de nombreuses entreprises ont procédé à des investissements d'extension ou en ont prévu. Les difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée ont été fréquemment mentionnées. La marge dont disposent les entreprises pour fixer leurs prix semble s'être globalement élargie de sorte que, de plus en plus, celles-ci sont en mesure de répercuter sur leur clientèle la hausse des prix des matières premières et de l'énergie. Les capacités de production insuffisantes et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits intermédiaires ont constitué une nouvelle fois leurs principaux soucis.

### Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies (p. 48)

Résumés de trois articles: Hans-Jürg Büttler, *An orthogonal polynomial approach to estimate the term structure of interest rates*, SNB Working Paper 2007-8; Raphael Auer, *The colonial origins of comparative development: Comment. A solution to the settler mortality debate*, SNB Working Paper 2007-9; Ernst Baltensperger, Philipp M. Hildebrand et Thomas J. Jordan *The Swiss National Bank's monetary policy concept – An example of a 'principles-based' policy framework*, SNB Economic Study No 3, 2007.

# Rapport sur la politique monétaire

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

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



## Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Aperçu
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
28	3 Evolution monétaire
28	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
31	3.2 Taux de change
34	3.3 Cours des actions, prix de l'immobilier et prix des matières premières
37	3.4 Agrégats monétaires
39	3.5 Crédits
41	4 Prévision d'inflation de la BNS
41	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
43	4.2 Prévision d'inflation du 3 <sup>e</sup> trimestre de 2007 au 2 <sup>e</sup> trimestre de 2010
26	Réactivité des prix aux variations de taux de change
32	Le franc suisse – Tendances à la revalorisation lors d'une baisse des bourses et d'une grande incertitude sur les marchés
42	La prévision d'inflation, élément de la stratégie de politique monétaire

## Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est en outre tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et monétaire et 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 2007. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-septembre 2007.

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

## Aperçu

La croissance robuste de l'économie mondiale s'est poursuivie au premier semestre de 2007, les impulsions les plus vigoureuses étant venues d'Europe et d'Asie. En revanche, l'économie américaine a évolué à un rythme modéré au cours de ces deux trimestres. Les perspectives restent fondamentalement favorables pour ces trois zones économiques. Du fait des turbulences qui ont agité les marchés financiers en août dernier et conduit à une hausse des primes sur les placements hasardeux, les risques d'un ralentissement ont toutefois joué un rôle prédominant.

Ces turbulences trouvent leur origine dans la crise hypothécaire et immobilière qui couvait aux Etats-Unis depuis quelque temps. Les corrections de cours massives sur les placements hypothécaires de moins bonne qualité ont grevé le secteur financier. Certaines banques américaines et européennes se sont retrouvées dans une situation précaire. Afin d'éviter que les liquidités ne viennent à manquer sur le marché monétaire, la plupart des banques centrales ont augmenté temporairement l'approvisionnement en liquidités en août. Au milieu de ce mois, la banque centrale américaine a en outre abaissé son taux d'escompte d'un demi-point pour le ramener à 5,75%, signifiant ainsi sa volonté d'assurer le bon déroulement des transactions sur le marché monétaire. Par ailleurs, en perspective de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* prévue à la mi-septembre, elle a également laissé entrevoir l'éventualité d'une réduction du taux de l'argent au jour le jour.

Dans le scénario de la conjoncture mondiale sur lequel repose sa prévision d'inflation de septembre 2007, la BNS part du principe que la dynamique de croissance perdra de sa vigueur aux Etats-Unis l'année prochaine, en raison des turbulences sur les marchés financiers. En Europe, cependant, la croissance devrait rester robuste.

En Suisse, la conjoncture a continué son expansion au cours du semestre d'été 2007. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel s'est accru de 3% par rapport à la période précédente; en comparaison annuelle, sa progression a été de 2,8%. La demande intérieure a contribué à cette croissance vigoureuse, au même titre que la demande d'exportation. La hausse a été particulièrement forte au niveau des investissements en biens d'équipement. L'emploi a continué de progresser, et le nombre de chômeurs a diminué. Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 150 représentants d'entreprises de divers secteurs et branches économiques confirment l'image d'une phase de haute conjoncture reposant sur une large assise. De nouveau, les capacités de production insuffisantes et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits intermédiaires ont été évoqués comme les principales sources de préoccupation. La

marge dont disposent les entreprises pour fixer leurs prix semble s'être globalement élargie, de sorte que les coûts plus élevés des matières premières et de l'énergie peuvent être répercutés plus fréquemment. Il semblerait par ailleurs que les turbulences d'août sur les marchés financiers aient suscité certaines inquiétudes.

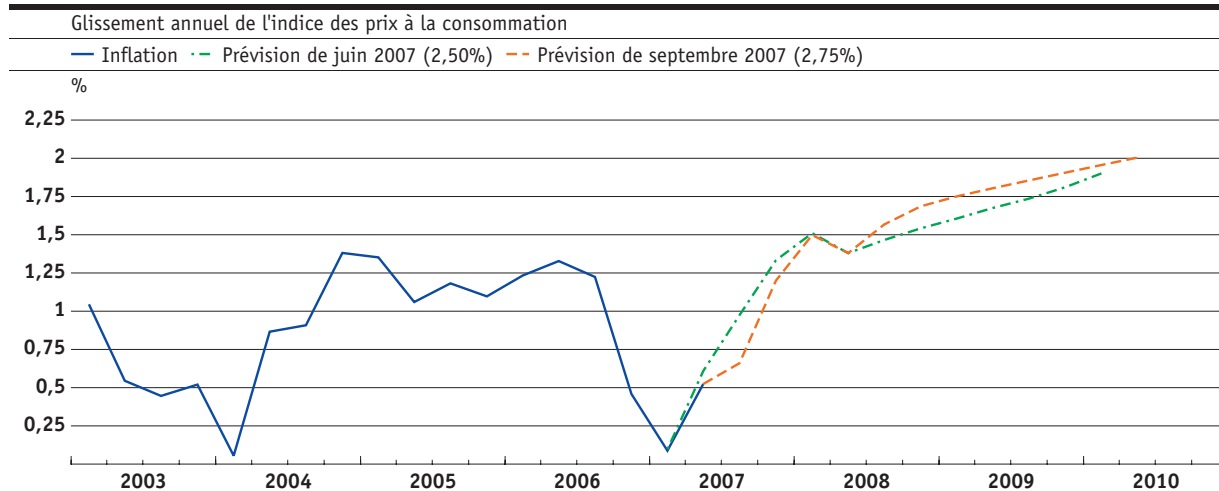
Pour 2007, la BNS escompte une croissance du PIB inchangée, proche de 2,5%, bien que les risques conjoncturels se soient accrus à la suite des turbulences sur les marchés financiers. Au cours des prochains trimestres, les principales impulsions de la demande devraient encore provenir des exportations et de la demande intérieure. Alors que la consommation privée est soutenue par l'évolution favorable des revenus, les taux d'intérêt et les coûts plus élevés ont exercé un effet modérateur dans la construction. En revanche, les investissements en biens d'équipement devraient continuer à augmenter considérablement, compte tenu du taux élevé d'utilisation des capacités de production et de la bonne situation bénéficiaire des entreprises.

Lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire en septembre, la BNS a décidé de viser un Libor pour dépôts à trois mois en francs suisses de 2,75%, après que ce taux a atteint 2,9% début septembre, en raison des primes de risque de crédit fortement accrues. Par cette décision, la BNS entend favoriser une détente sur le marché monétaire en francs suisses. En outre, elle a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 25 points de base, la portant à 2,25%–3,25%.

Les turbulences sur les marchés financiers n'ont guère eu d'incidence sur les perspectives d'inflation. Ces dernières se sont légèrement dégradées en raison de l'évolution positive de l'économie, du prix toujours élevé du pétrole et du franc relativement bas, et sont grevées de plus grandes incertitudes. Grâce au relèvement de la marge de fluctuation, les perspectives de renchérissement restent pratiquement identiques. Selon la prévision d'inflation de septembre, qui repose sur un Libor à trois mois resté constant à 2,75% ces trois prochaines années, l'inflation devrait continuer d'augmenter, bien que légèrement.

L'appréciation des perspectives de renchérissement est entravée par des incertitudes plus grandes qu'à l'accoutumée. Différents risques sont de nature à avoir une incidence sur l'inflation, et ce dans les deux sens: d'une part, le dynamisme de la demande globale, le prix élevé du pétrole et le cours relativement bas du franc alimentent le risque d'une accélération de l'inflation. D'autre part, certaines évolutions réduisant ce risque se profilent actuellement, notamment la crise hypothécaire américaine, susceptible de déboucher sur un ralentissement de la conjoncture internationale. En outre, l'ouverture du marché suisse de l'emploi et la pression plus forte exercée sur les marges par la concurrence globale continuent d'avoir un effet modérateur sur les prix.

Prévisions d'inflation de juin 2007, avec Libor à 2,50%, et de septembre 2007, avec Libor à 2,75%



**Prévision d'inflation de septembre 2007 avec Libor à 2,75%**

	2007	2008	2009
Inflation annuelle moyenne en %	0,6	1,5	1,8

# 1 Environnement international

La croissance robuste de l'économie mondiale s'est poursuivie au premier semestre 2007, les impulsions les plus vigoureuses étant venues d'Europe et d'Asie. En revanche, l'économie américaine a évolué à un rythme modéré au cours des deux derniers trimestres. Les perspectives restent fondamentalement favorables pour ces trois zones économiques. Du fait des turbulences qui ont agité les marchés financiers en août dernier et conduit à une hausse considérable des primes sur les placements hasardeux, les risques d'un ralentissement de la croissance dominent toutefois actuellement.

Ces turbulences trouvent leur origine dans la crise hypothécaire et immobilière qui couvait aux Etats-Unis depuis quelque temps. Les corrections massives apportées aux cours des placements hypothécaires de moins bonne qualité ont grevé le secteur financier. Certaines banques américaines et européennes se sont retrouvées dans une situation précaire. Afin d'éviter que les liquidités ne viennent à manquer sur le marché monétaire, la plupart des banques centrales ont temporairement augmenté l'approvisionnement en liquidités au mois d'août.

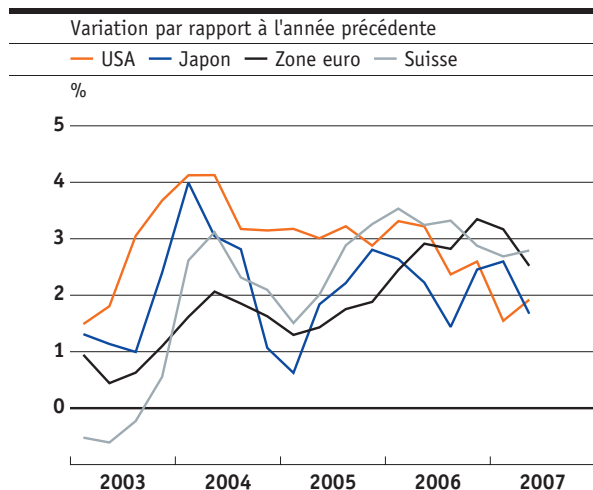
## L'économie américaine sur la voie d'une croissance modérée

Après une expansion particulièrement faible au premier trimestre, l'économie américaine a connu une croissance de 4% au deuxième trimestre, un taux aussi vigoureux n'avait plus été observé depuis début 2006. Tant le commerce extérieur que le secteur de la construction industrielle ont notamment

contribué à cette croissance. En revanche, alors que la croissance de la consommation des ménages s'était encore maintenue à un niveau élevé au cours du dernier semestre d'hiver grâce à la forte augmentation des revenus, elle s'est sensiblement affaiblie. Les investissements dans la construction de logements ont également freiné la croissance économique, mais dans une moindre mesure qu'aux quatre trimestres précédents.

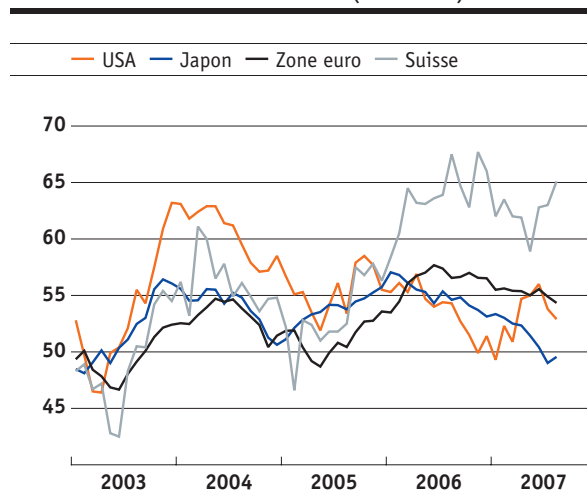
Pour le troisième trimestre, les indicateurs laissent présager une croissance modérée de l'économie américaine. La phase de faiblesse de l'industrie manufacturière semble ainsi surmontée, alors que la correction sur le marché immobilier n'est pas encore achevée. La détérioration des conditions de financement résultant de la crise hypothécaire a encore aggravé la situation, au point que le recul des investissements dans la construction de logements risque de se poursuivre jusqu'en 2008. Le marché de l'emploi a également connu une dégradation ces derniers temps. Malgré tout, les revenus ont continué de progresser, ce qui devrait stimuler encore la consommation des ménages privés et limiter les effets négatifs que l'absence de gains en capital exerce sur le comportement de consommation des ménages. Le commerce extérieur devrait également avoir contribué à la croissance eu égard à l'expansion toujours vigoureuse de l'économie mondiale. Dans l'ensemble toutefois, les perspectives conjoncturelles se sont dégradées et les risques conjoncturels ont augmenté. En conséquence, les prévisions consensuelles sur la croissance du PIB pour 2007 ont dû être révisées à la baisse entre mai et août, passant de 2,1% à 1,9%.

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

### Ralentissement temporaire de la croissance dans la zone euro

A la différence des Etats-Unis, la zone euro a enregistré une croissance moins soutenue au deuxième trimestre, bien que la conjoncture soit restée fondamentalement bien orientée. Le PIB a encore affiché un taux de croissance de 1,4%, contre 2,9% au premier trimestre. Toutes les grandes économies de la zone euro ont constaté un affaiblissement de leur croissance. Ce dernier est dû notamment au recul des investissements dans la construction et à une contribution négative à la croissance des stocks. En revanche, la consommation des ménages a augmenté, après avoir stagné au premier trimestre en raison d'un relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée.

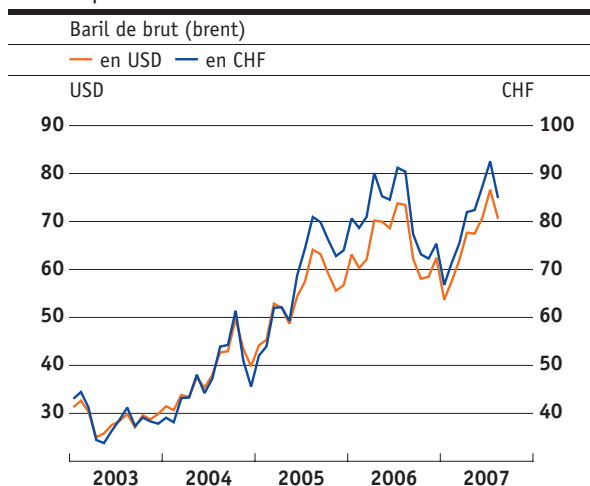
Nombre d'indicateurs laissent augurer une conjoncture toujours robuste dans la zone euro: des entrées de commandes en augmentation dans l'industrie, la bonne situation bénéficiaire des entreprises et le niveau élevé, tout récemment encore, de la confiance des consommateurs et des producteurs. Ce faisant, la consommation privée devrait profiter notamment de la hausse plus prononcée des salaires et de la progression continue de l'emploi. Les prévisions consensuelles sur la croissance du PIB en 2007, ont passé de 2,5% en mai à 2,7% en août.

### Conjoncture toujours favorable en Asie

Après avoir connu une forte croissance au cours des deux trimestres précédents, le Japon a enregistré une progression de 1,2% de son PIB réel au deuxième trimestre 2007. Cet affaiblissement a reposé sur un large front. En effet, le recul plus marqué des investissements en constructions et le ralentissement de la croissance des investissements en biens d'équipement ont joué un rôle modérateur. Les perspectives conjoncturelles pour le second semestre restent néanmoins positives, compte tenu de l'optimisme qui règne toujours parmi les entreprises, de l'évolution robuste des résultats et de la baisse du taux de chômage. Aussi les prévisions consensuelles sur la croissance du PIB en 2007 ont-elles passé de 2,2% en mai à 2,4% en août.

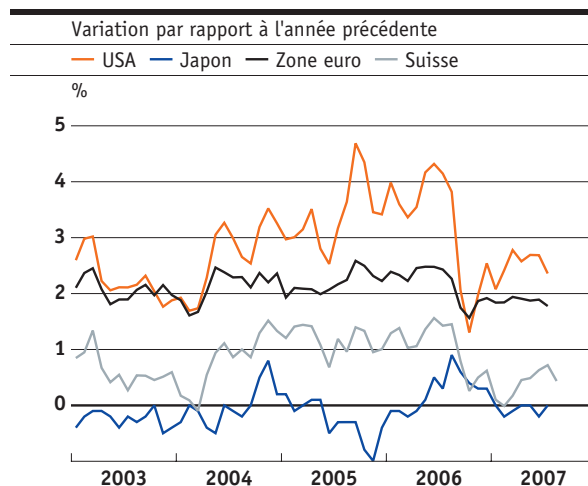
La Chine continue de connaître une phase de haute conjoncture. Le PIB réel a progressé de presque 12% par rapport à l'année précédente. Les principales impulsions sont toujours venues en grande partie des investissements favorisés par une forte dotation en liquidités et une amélioration des bénéfices des entreprises. Le gouvernement a certes pris une série de mesures destinées à freiner les investissements en forte expansion, toutefois sans grand résultat à ce jour. Aussi les prévisions consensuelles sur la croissance du PIB en 2007 ont-elles de nouveau augmenté en août, puisqu'elles se

Graphique 1.3  
Prix du pétrole



Sources: Reuters, BNS

Graphique 1.4  
Prix à la consommation



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

sont inscrites à 11,3%, contre 10,3% au mois de mai dernier. Dans d'autres pays émergents d'Asie du Sud-Est (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour et Taiwan), la croissance annuelle du PIB a atteint 5,5% au deuxième trimestre. Le secteur industriel, en particulier, a largement contribué à cette évolution, qui fait suite à une période de ralentissement continu de l'expansion de la production industrielle depuis le milieu de l'année 2006.

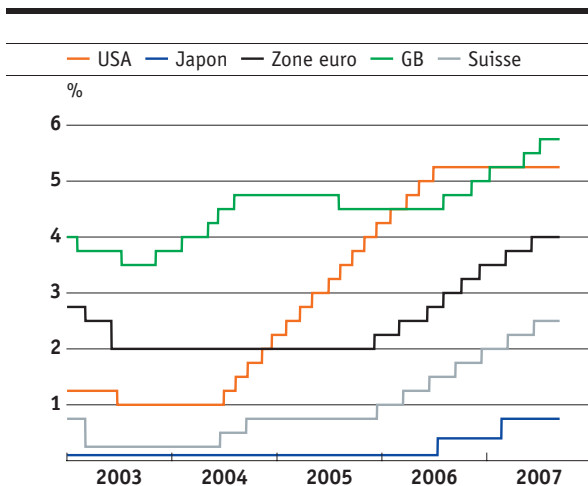
### Taux de renchérissement quasi-identiques

Malgré la croissance vigoureuse de l'économie et la hausse des prix de l'énergie, la pression inflationniste ne s'est pas intensifiée davantage dans les grands pays industrialisés. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel, mesuré à l'indice des prix à la consommation, avait certes atteint un niveau élevé en juin, mais a reculé en juillet, en raison de la baisse du prix de l'essence (2,4%). Même l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, a légèrement diminué pour s'établir à 2,2%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel a quelque peu faibli, passant de 1,9% en février à 1,8% en juillet. L'inflation sous-jacente, qui s'inscrit à 1,9%, équivaut pratiquement à la hausse globale des prix à la consommation. Au Japon, les prix à la consommation se sont maintenus entre avril et juillet à leur niveau de 2006, malgré l'augmentation des prix du pétrole, tandis que l'inflation sous-jacente demeurait négative (-0,5%).

### Réaction rapide des banques centrales aux turbulences sur les marchés financiers

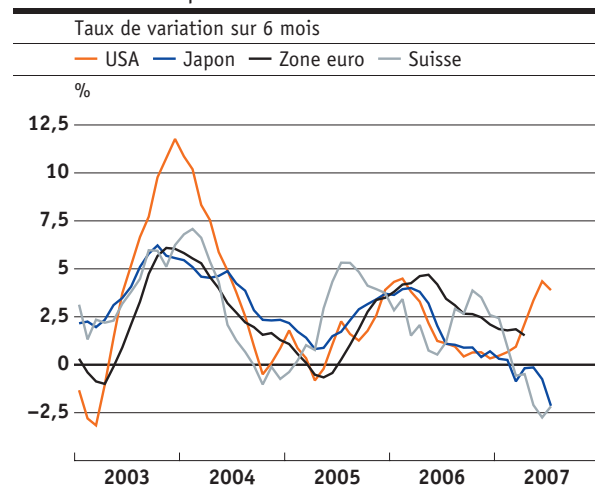
Au troisième trimestre, la politique monétaire des banques centrales a été placée sous le signe des turbulences qui ont agité les marchés financiers internationaux. Tant la Réserve fédérale américaine que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont temporairement approvisionné le système bancaire en liquidités supplémentaires, afin de contrer les tensions sur le marché monétaire. Mi-août, la banque centrale américaine a en outre abaissé son taux d'escompte d'un demi-point pour le ramener à 5,75%, signifiant ainsi sa volonté d'assurer le bon déroulement des transactions sur le marché monétaire. Par ailleurs, en perspective de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* prévue à la mi-septembre, elle laissait également entrevoir l'éventualité d'une réduction du taux de l'argent au jour le jour. Début septembre, la BCE a maintenu son taux principal de refinancement à 4%, après avoir manifesté courant août son intention de relever celui-ci. Elle a justifié cette décision en invoquant les incertitudes croissantes liées aux turbulences sur les marchés financiers. De même, la Banque du Japon n'a pas modifié le taux de l'argent au jour le jour (0,5%). En revanche, la Banque centrale de Chine a poursuivi sa politique monétaire restrictive en procédant à de nouvelles adaptations de ses taux, celui des réserves minimales passant de 11,5% à 12%.

Graphique 1.5  
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream, BNS

Graphique 1.6  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

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

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

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



## 2 Evolution économique en Suisse

### 2.1 Aperçu

#### Le PIB maintient son rythme de croissance soutenu

En Suisse, la conjoncture a continué son expansion au cours du semestre d'été. Selon les estimations du SECO, le PIB réel a augmenté de 3% au cours du deuxième trimestre, soit de 2,8% par rapport au trimestre correspondant de 2006. La demande intérieure a contribué à cette croissance robuste au même titre que la demande d'exportation. La reprise a été particulièrement forte au niveau des investissements en biens d'équipement.

En août, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publié son estimation annuelle du PIB pour 2006, qui fait état d'un taux de croissance de 3,2%. Jusqu'ici, la progression escomptée sur la base des prévisions trimestrielles du SECO s'élevait à 2,7%. De la même manière, les données annuelles pour 2004 et 2005 ont été révisées à la hausse. Selon les nouvelles données, le PIB aura augmenté en moyenne de 2,7% entre 2004 et 2006, enregistrant son expansion la plus forte depuis les années 1988 à 1990, où son taux de croissance annuel s'inscrivait en moyenne à 3,9%.

#### Haute conjoncture reposant sur une large assise

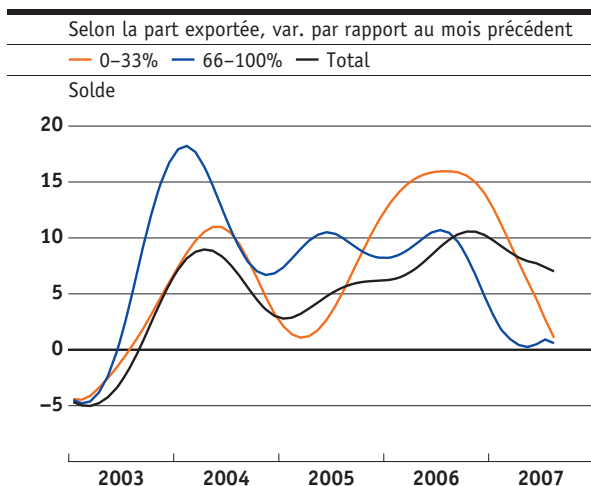
Du côté de la production, l'évolution du PIB confirme l'image d'une haute conjoncture reposant sur une large assise. C'est le secteur bancaire qui a le plus largement contribué à la croissance du PIB, réalisant à lui seul plus d'un point de cette croissance. Toutefois, des impulsions importantes ont également émané de l'industrie et des autres branches du secteur des services, notamment du commerce, de l'hôtellerie et de la restauration ainsi que des transports.

La bonne conjoncture de l'industrie se reflète également dans les données statistiques de l'OFS relatives à la production. Dans l'industrie manufacturière, la production a augmenté de 9% entre le premier et le deuxième trimestre de 2007. Elle restait cependant supérieure de 10,3% à son niveau de 2006 pour la même période. De même, la demande a continué de croître à un rythme soutenu, ce qui s'est notamment traduit par des réserves de travail considérables. Pour les mois à venir, les entreprises du secteur de l'industrie escomptent une augmentation du carnet de commandes et une production plus élevée.

#### Perspectives favorables

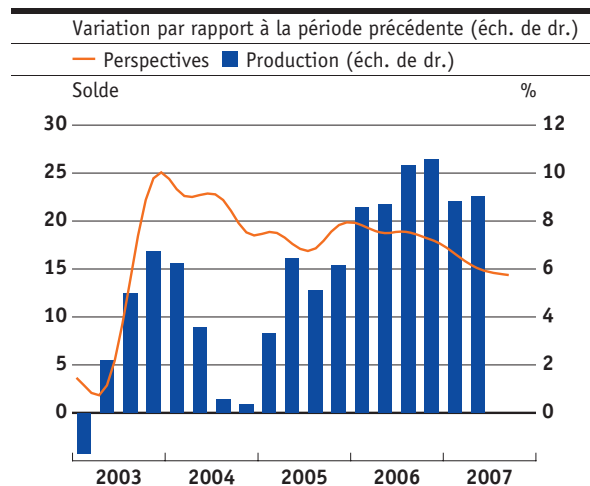
Selon les entretiens menés par les délégués aux relations avec l'économie régionale entre juin

Graphique 2.1  
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2  
Production industrielle



Sources: OFS et KOF

**PIB réel et composantes**

Tableau 2.1

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

	2003	2004	2005	2006	2005		2006				2007	
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	0,9	1,6	1,8	1,5	3,9	2,9	-0,2	2,2	0,2	1,1	3,0	1,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,9	0,8	0,5	-1,4	-2,7	-0,7	0,0	-6,1	1,4	0,3	-1,9	-0,3
Formation de capital fixe	-1,2	4,5	3,8	4,1	7,4	7,3	-0,0	5,1	0,9	7,3	-2,4	11,0
Construction	1,8	3,9	3,5	-1,4	-4,4	-4,1	-5,9	0,5	-2,0	5,9	-1,5	-13,8
Biens d'équipement	-3,6	5,0	4,0	8,9	18,9	17,9	5,3	8,9	3,2	8,4	5,7	34,0
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>6,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>5,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>8,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>4,0</b>
Exportations totales	-0,5	7,9	7,3	9,9	2,6	7,6	16,9	-0,2	12,1	15,7	10,2	1,9
Marchandises	-0,1	7,3	5,8	11,1	-2,3	8,5	21,1	0,3	14,2	14,9	13,0	-2,0
Hors MPPAA <sup>1</sup>	0,5	7,3	6,5	11,3	-3,1	8,5	15,8	8,5	9,3	17,3	8,5	3,5
Services	-1,4	9,7	11,2	6,8	16,7	5,1	6,6	-1,4	6,4	18,1	3,0	13,0
<b>Demande globale</b>	<b>0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>6,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>11,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,2</b>
Importations totales	1,3	7,3	6,7	6,9	1,7	14,9	4,6	4,4	-6,9	34,6	-10,9	3,6
Marchandises	1,9	5,8	5,6	7,8	2,3	13,0	9,9	4,0	-12,5	46,1	-13,4	3,6
Hors MPPAA <sup>1</sup>	2,4	5,9	5,3	7,4	3,9	8,4	10,9	3,0	-7,9	36,7	2,2	2,1
Services	-1,9	14,7	11,6	2,7	-1,1	23,6	-16,7	6,4	23,6	-8,0	1,7	3,5
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>

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

et août 2007 avec quelque 150 représentants des différents secteurs et branches économiques, l'économie suisse a poursuivi sa croissance vigoureuse pendant les mois d'été et ce, dans toutes les branches. De nouveau, les capacités de production en partie insuffisantes et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits intermédiaires ont été cités comme principales sources de préoccupation. Les perspectives conjoncturelles ont de nouveau été jugées favorables. Les turbulences qui ont agité les marchés financiers en août dernier ont toutefois suscité certaines inquiétudes (voir Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale, septembre 2007).

Pour 2007, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB proche de 2,5%. Cependant, en raison des turbulences récentes sur les marchés financiers, les risques d'un affaiblissement de la conjoncture se sont accrus.

Au cours des prochains trimestres, les principales impulsions de la demande devraient toujours provenir des exportations et de la demande intérieure. Alors que la consommation privée est soutenue par l'évolution favorable des revenus, les taux d'intérêt et les coûts plus élevés ont un effet modérateur dans le secteur de la construction. En revanche, les investissements en biens d'équipement devraient encore augmenter considérablement, compte tenu du taux élevé d'utilisation des capacités de production et de la bonne situation bénéficiaire des entreprises.

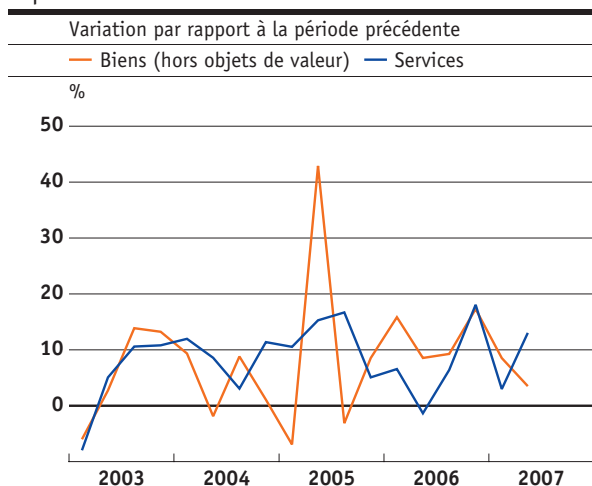
## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

### Expansion des exportations...

La Suisse a continué de profiter de la solidité de l'économie mondiale et du cours favorable du franc par rapport à l'euro. Les exportations de biens et de services ont progressé entre le premier et le deuxième trimestre pour s'établir, au deuxième trimestre, à 10,5% au-dessus du niveau de la période correspondante de 2006 (9,3% au premier trimestre). Dans le secteur des services, cette hausse a porté essentiellement sur les commissions encaissées dans le cadre d'opérations bancaires effectuées avec des clients étrangers ainsi que sur les revenus issus du commerce de transit (négoce international). Les recettes tirées du tourisme et des transports internationaux ont, elles aussi, évolué positivement.

Alors que les exportations de services se sont considérablement accrues par rapport à la période précédente, les exportations de biens ont cédé du terrain après avoir enregistré un taux de croissance élevé pendant près de deux années. En effet, les exportations de machines industrielles et d'instruments de précision ont ralenti, tandis que les exportations de matières premières chimiques ont, pour leur part, nettement diminué. En revanche, les autres exportations de produits semi-finis et de biens de consommation ont poursuivi leur tendance à la hausse, les exportations de l'industrie horlogère à un rythme encore plus soutenu. Les livraisons de

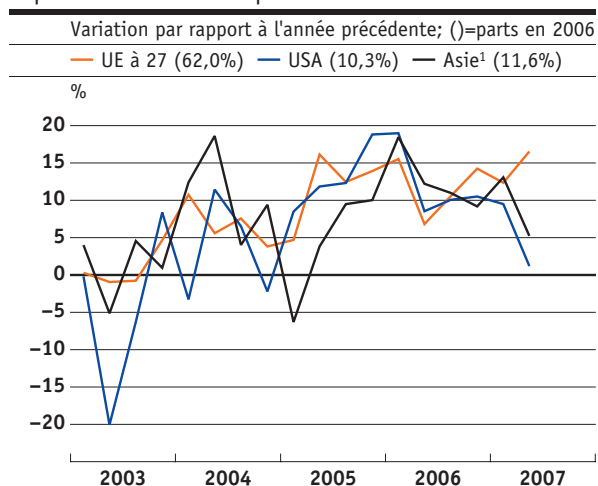
Graphique 2.3  
Exportations



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)

marchandises au sein de l'UE ont de nouveau connu une progression vigoureuse. Les exportations vers l'Allemagne, la France, l'Italie et vers les pays d'Europe centrale ont enregistré une augmentation supérieure à la moyenne. En revanche, les exportations de biens vers l'Asie, notamment le Japon, ont faibli et celles à destination des Etats-Unis ont chuté.

### ... et des importations

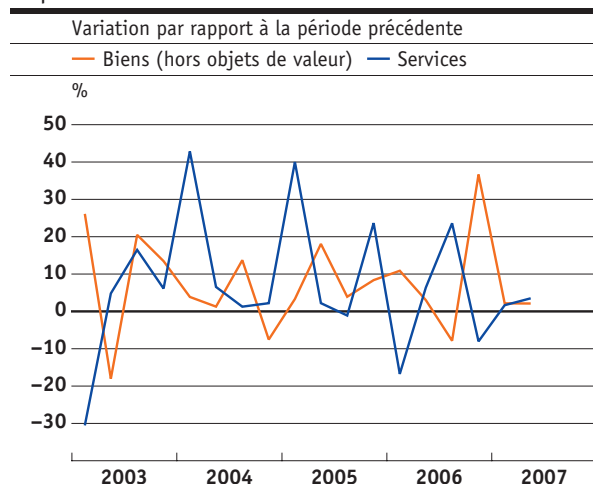
Les importations de biens et de services ont poursuivi leur tendance à la hausse au cours du deuxième trimestre. Au total, elles ont augmenté de 6,6% par rapport à leur niveau de la même période de 2006. Les importations de services ont tiré les dépenses vers le haut, notamment dans les secteurs du tourisme, des transports et dans le domaine des licences et brevets. En ce qui concerne les importations de biens (à l'exclusion des objets de valeur), celles de biens d'équipement se sont fortement accrues; cette évolution a été amplifiée par l'importation massive d'avions. De même, les importations de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré une hausse notable, alors que les celles de biens de consommation se sont stabilisées à un niveau élevé et que les importations d'énergie ont de nouveau régressé.

### Croissance modérée de la consommation

La consommation des ménages a augmenté de presque 2% par rapport au trimestre précédent, contre 3% pour le premier trimestre, ce qui l'amène à un niveau supérieur de 1,5% à celui de 2006. La demande a continué à reposer sur une large assise. Du côté des marchandises, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé de 4,7% au total par rapport au trimestre précédent. Les ventes de biens de consommation se sont avérées supérieures à celles de biens durables. La forte croissance du nombre de voitures de tourisme immatriculées jusqu'au mois de juillet inclus confirme l'image d'une demande de consommation vigoureuse. En ce qui concerne les services, pour lesquels les indicateurs comportent davantage de lacunes, le nombre de nuitées de la clientèle suisse a de nouveau augmenté après une phase de faiblesse enregistrée en début d'année. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ dans l'hôtellerie et la restauration, les établissements hôteliers se montrent résolument optimistes quant à l'évolution de leurs affaires au cours des prochains mois.

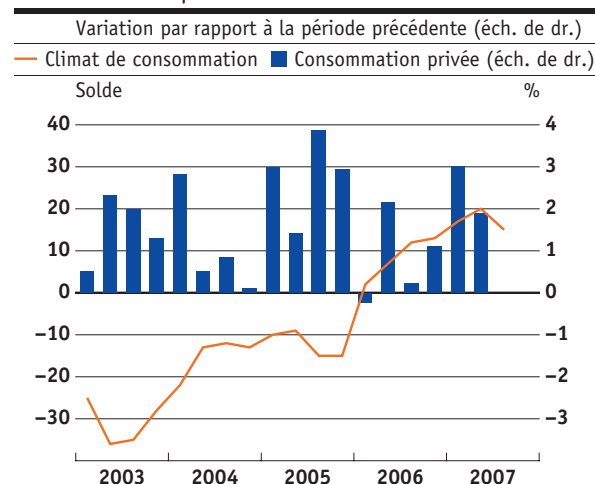
Actuellement, la consommation privée est largement soutenue par la progression des revenus. Les revenus des salariés devraient augmenter de

Graphique 2.5  
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6  
Consommation privée



Source: SECO

3,1% en termes réels en 2007, évolution qui découlerait à parts pratiquement égales d'une augmentation des salaires réels (y compris le versement de bonus) et de l'amélioration de l'emploi. La confiance des consommateurs a fait l'objet d'une certaine normalisation. Après avoir augmenté constamment au cours des dix-huit derniers mois, l'index du climat de consommation a légèrement baissé en juillet. Les ménages interrogés estiment que la situation économique générale et leur situation financière personnelle sont moins favorables que lors du précédent sondage. Par voie de conséquence, la sécurité de l'emploi n'a plus progressé dans l'opinion des personnes participant à l'enquête.

### Forte croissance des investissements en biens d'équipement

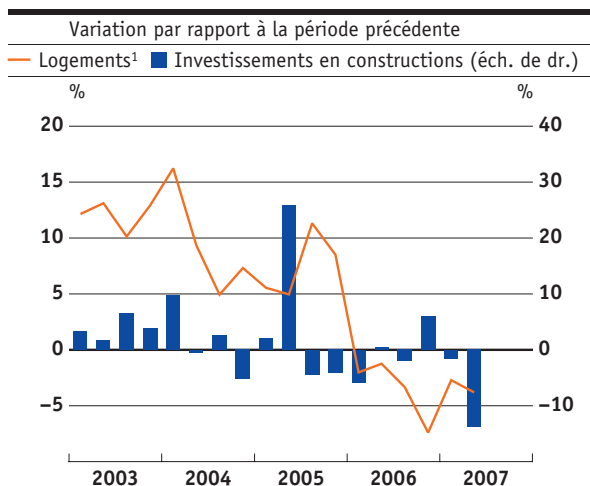
Au deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont connu une forte hausse par rapport à la période précédente (34%) et au deuxième trimestre de 2006 (12,2%). Les données relatives aux trimestres précédents ont été révisées à la hausse. Ainsi, l'activité d'investissement s'avère bien plus soutenue qu'elle n'apparaissait initialement et va de pair avec la croissance robuste de l'économie et le taux d'utilisation élevé des capacités de production des dernières années. Compte tenu de la bonne situation bénéficiaire des entreprises et de la forte utilisation des capacités de pro-

duction, les investissements en biens d'équipement devraient continuer d'enregistrer une forte croissance au cours des prochains trimestres. L'accroissement des capacités de production qui en résultera permettra au taux d'utilisation des capacités techniques qui, depuis trois ans, se situe bien au-dessus de sa moyenne à long terme, de se normaliser progressivement.

### Diminution des investissements en constructions

Les investissements en constructions sont les seules composantes de la demande à avoir baissé au cours du deuxième trimestre, confirmant la tendance déjà observée depuis douze mois. Par rapport au trimestre précédent, ils ont diminué de presque 14%, s'inscrivant à un niveau inférieur de 3,4% à celui de la période correspondante de 2006. Selon l'enquête trimestrielle de la Société Suisse des Entrepreneurs (SSE), les investissements ont reculé dans les secteurs de la construction de logements et du génie civil, tandis que les constructions pour l'industrie ont progressé. Au cours des prochains trimestres, les investissements en constructions devraient poursuivre leur tendance à la baisse. Ceci vaut notamment pour la construction de logements, où le nombre de logements dont la construction a été autorisée décroît depuis début 2006.

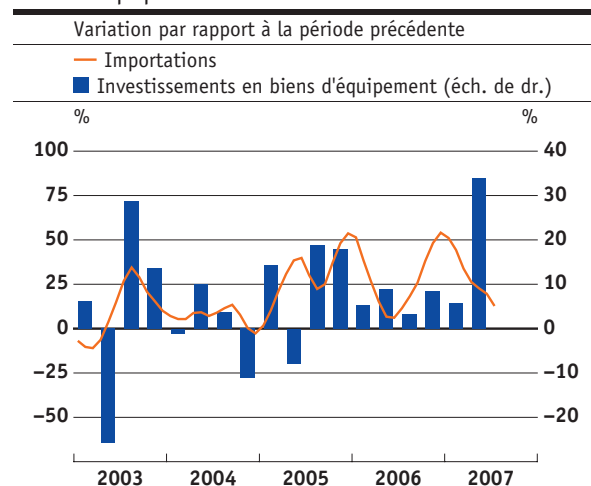
Graphique 2.7  
Constructions



Sources: OFS, SECO

1 Dont la construction a été autorisée

Graphique 2.8  
Biens d'équipement



Sources: AFD, SECO

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Augmentation de l'emploi

Le nombre d'emplois a poursuivi sa forte expansion au deuxième trimestre, enregistrant une augmentation de 2,1% par rapport au trimestre précédent et de 2,4% par rapport à la même période de 2006. Ce résultat correspond à un accroissement de 19 000 postes de travail en une année. Ce faisant, l'emploi a progressé tant pour les postes à temps plein qu'à temps partiel. Après conversion des postes à temps partiel en postes à temps plein, le volume de travail a augmenté de 2,2% par rapport au trimestre précédent, dépassant ainsi de 2,5% son niveau de la même période de 2006.

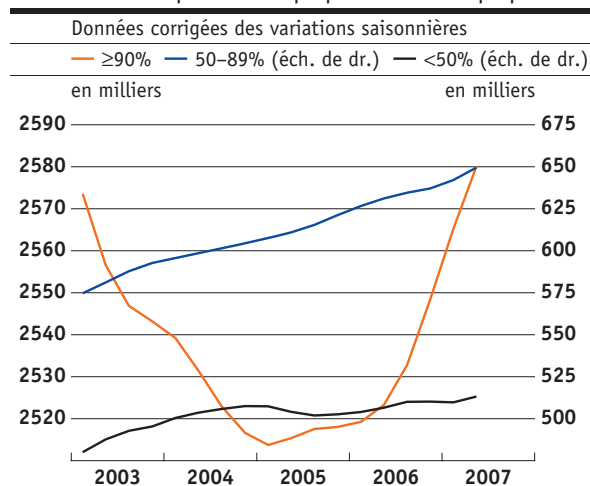
Cette progression s'est étendue à l'ensemble des branches, bien que la majeure partie des créations de postes ait concerné le secteur des services. Le commerce de gros, l'hôtellerie et la restauration ainsi que le secteur financier, notamment, ont enregistré le plus grand nombre de créations d'emplois. Le nombre croissant de postes vacants reflète une demande de personnel en pleine expansion. Au cours du second semestre de 2007 également, les principales impulsions en matière d'emploi devraient provenir du secteur des services; la construction et l'industrie devraient elles aussi fournir une contribution positive.

### Taux de chômage en baisse

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement a baissé de 2,8% à 2,7% entre mai et août 2007. Il est désormais de 105 900 personnes. Parallèlement, le nombre de demandeurs d'emploi qui comprend, outre les chômeurs inscrits, également les personnes prenant part à des programmes de perfectionnement et d'occupation, a reculé. Le taux de demandeurs d'emploi a diminué de 0,2 point de mai à août, pour s'établir à 4,1%. D'ici à la fin de l'année, il faut s'attendre à un nouveau recul des taux de chômage et de demandeurs d'emploi, corrigés des variations saisonnières, estimés respectivement à 2,5% et à 4% environ.

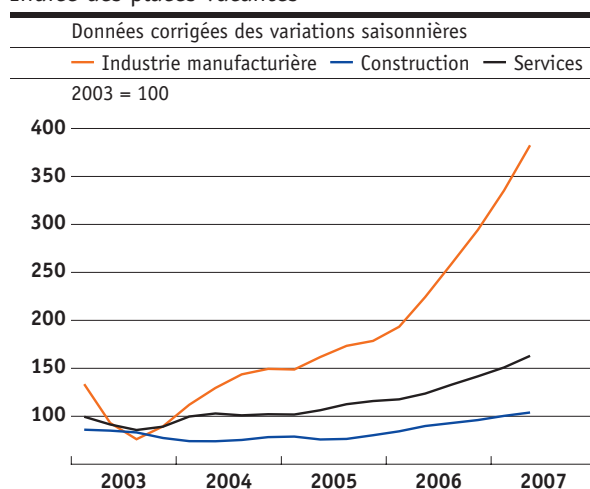
Graphique 2.9

Personnes occupées à temps plein et à temps partiel



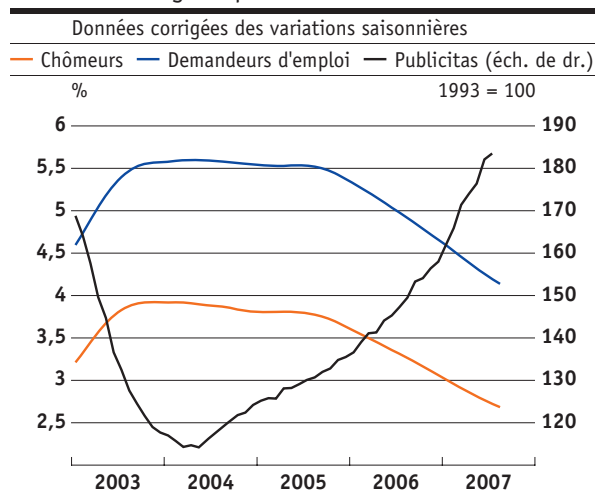
Graphique 2.10

Indice des places vacantes



Graphique 2.11

Taux de chômage et places vacantes



Sources pour graphiques 2.9 et 2.10: 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

## 2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande économique globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à pouvoir éviter une situation inflationniste ou déflationniste. L'offre globale, déterminée par l'existence de capitaux et de main-d'œuvre, mais aussi par le progrès technique, est en principe relativement rigide à court terme. Les modifications de la demande se répercutent par conséquent sur l'utilisation des capacités sur le plan technique et au niveau du personnel. Si leur taux d'occupation augmente au-delà de son niveau normal, et ce, sur une assez longue période, cela signale une tendance allant dans le sens d'une demande excédentaire et, par conséquent, d'une pression inflationniste croissante. A l'inverse, une offre excédentaire indique qu'il existe un risque de déflation.

### Utilisation des capacités de production légèrement en baisse dans l'industrie et la construction

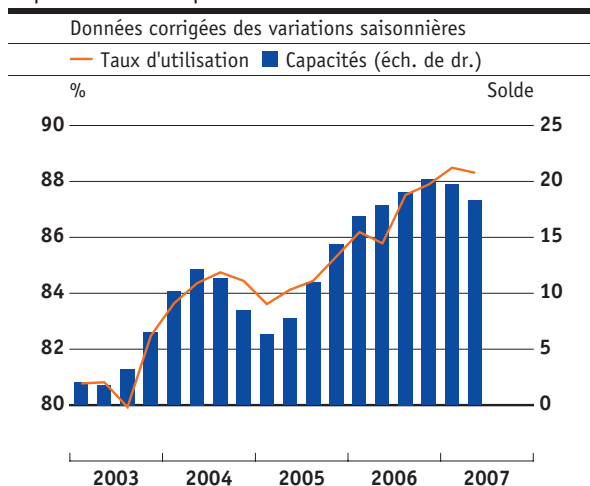
Un premier groupe d'indicateurs permettant d'évaluer l'utilisation des capacités de production provient des enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Ces enquêtes font état d'une légère baisse des capacités de production dans l'industrie au cours du deuxième trimestre; avec 88,3%, celles-ci sont encore nettement supérieures à leur moyenne à long terme. Sur la même

période, le nombre d'entreprises ayant déclaré une insuffisance des équipements techniques n'a cependant plus augmenté. Ce nombre a même diminué dans le secteur de la construction. Ainsi, il semblerait qu'une détente s'amorce progressivement au niveau des capacités techniques, grâce à l'augmentation des investissements. En revanche, un nombre croissant de sociétés des secteurs de l'industrie et de la construction ont ressenti le manque de main-d'œuvre comme une entrave à la production.

En ce qui concerne les services, les résultats disponibles de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ ont également signalé une forte utilisation des capacités de production dans leur ensemble, bien qu'il existe des différences notables d'une branche à l'autre. Ainsi, dans la restauration et l'hôtellerie, le commerce de détail et le secteur bancaire, les effectifs ont été jugés suffisants, alors que la branche des assurances a constaté un manque de personnel.

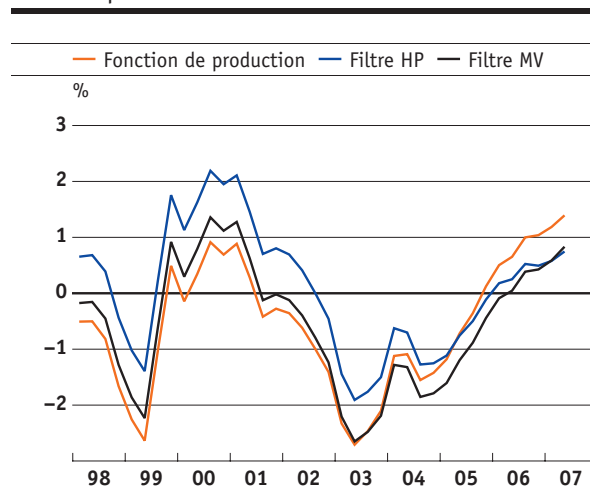
Les entretiens menés par les délégués de la BNS entre juin et août 2007 avec les représentants de différentes branches ont confirmé les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Au total, les représentants des entreprises ont souligné que le taux d'utilisation des capacités de production restait élevé. Parallèlement, il a souvent été question d'un manque de personnel qualifié. Les capacités de production s'avérant pleinement utilisées, il semblerait que la marge de manœuvre des entreprises pour fixer leurs prix se soit élargie.

Graphique 2.12  
Capacités techniques dans l'industrie



Sources: OFS et KOF

Graphique 2.13  
Ecart de production



Source: BNS

### Accroissement de l'écart de production

L'écart de production permet de mesurer de façon plus exhaustive l'utilisation des capacités de production dans l'économie, sous la forme d'un pourcentage représentant la différence entre le PIB réel et une estimation de la production potentielle en Suisse. Le graphique 2.10 présente trois estimations de l'écart de production, 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]). Ces trois évaluations montrent que l'écart de production positif depuis début 2006 a encore augmenté. Selon la méthode basée sur la fonction de production, l'excédent de production a atteint 1,4% au deuxième trimestre, selon les deux approches utilisant un filtre, il s'inscrit à 0,7% ou 0,8%. Cette évolution montre bien que le PIB réel, avec un taux de croissance de 3% au deuxième trimestre, a de nouveau progressé plus rapidement que le potentiel de production. Toutefois, la croissance du PIB, révisée

à la hausse pour 2006, a également contribué à l'augmentation de l'écart de production.

L'écart de production positif reflète un taux d'utilisation supérieur à la moyenne des capacités techniques. En revanche, l'offre de main-d'œuvre enregistre un retour à la normale, après une longue période de sous-emploi. La BNS part du principe que l'excédent de production se stabilisera aux alentours de son niveau actuel au cours des prochains trimestres, dans la mesure où la croissance escomptée du PIB, proche de 2%, correspond approximativement au potentiel de croissance prévu. Avec 2%, ce dernier reste légèrement plus élevé que la tendance à long terme (1,6%). Cette évolution s'explique notamment par deux facteurs. D'une part, il est probable que le stock de capital augmente davantage en raison de la forte propension à investir. D'autre part, l'arrivée de main-d'œuvre étrangère, la progression du taux de participation et le léger recul continu du chômage devraient entraîner une expansion massive de l'offre de main-d'œuvre.



## 2.5 Prix des biens

### Pression constante sur les prix du côté des prix à la production et à l'importation

Entre avril et juin 2007, la pression exercée par les prix à la production et à l'importation sur les prix en aval s'est accentuée. Le renchérissement annuel des prix à la production de biens d'origine suisse a augmenté, passant de 2,1% en avril à 2,4% en juillet dernier. Sur la même période, le renchérissement annuel des biens à l'importation a progressé de 0,1 point pour s'établir à 3,5%. L'étude des différents types de biens ne présente pas une image homogène. Tandis que la hausse des prix déjà élevés des biens intermédiaires s'est quelque peu modérée, les prix des produits énergétiques et des produits agricoles ont augmenté. Le renchérissement annuel des biens d'investissement et des biens de consommation a poursuivi sa courbe ascendante, signe d'une transmission progressive des augmentations de prix antérieures dans les secteurs de l'énergie et des matières premières.

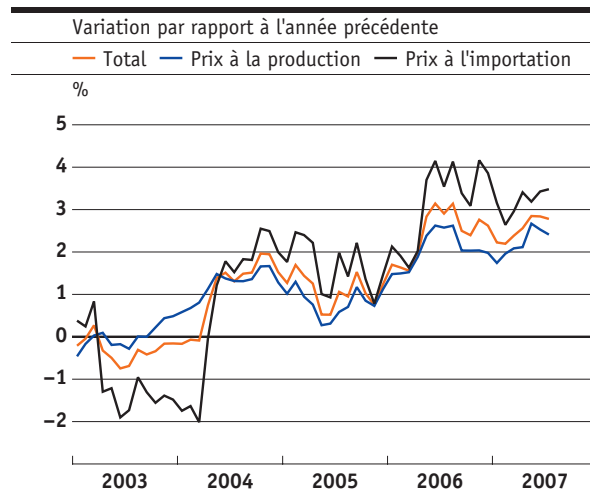
### Renchérissement des prix à la consommation toujours faible

Le renchérissement annuel, mesuré à l'aide de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), a tout d'abord augmenté de 0,5% en mai à 0,7% en juillet, pour retomber à 0,4% en août 2007. Dans l'ensemble, le niveau du renchérissement des prix à la consommation est resté inférieur à la prévision d'inflation émise par la BNS à la mi-juin. Le recul inattendu du renchérissement des services et des produits pétroliers a joué, à ce titre, un rôle déterminant.

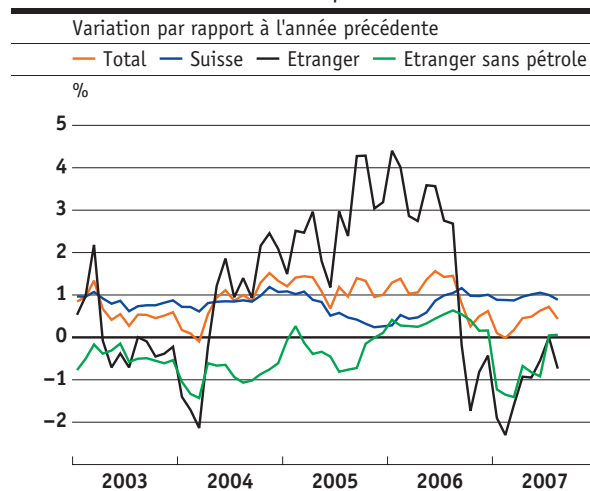
### Léger recul du renchérissement intérieur

Le renchérissement des biens à la consommation d'origine suisse s'élevait à 0,9% en août, ce qui le ramène à un niveau légèrement inférieur à celui de mai dernier (1%). Toutefois, le recul du renchérissement intérieur résulte de tendances opposées. Du côté des biens, la diminution des prix amorcée il y a deux ans et demi a marqué une pause, le renchérissement ayant même enregistré un taux positif de 0,2% pour les mois de juillet et août. Contrairement à certains autres pays, la Suisse n'a pas subi d'effets inflationnistes générés par les denrées alimentaires. Contre toute attente, l'indice des loyers qui font l'objet d'un relevé trimestriel s'est maintenu en août à son niveau de mai. Par la suite, le renchérissement annuel des loyers a diminué de 0,4 point pour s'établir à 2,1%. Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement a reculé de 0,6% en mai à 0,4% en août dernier. Enfin, il s'est affaibli dans le secteur des services publics, passant de 1,5% à 1,1%, principalement en raison d'un recul des tarifs hospitaliers.

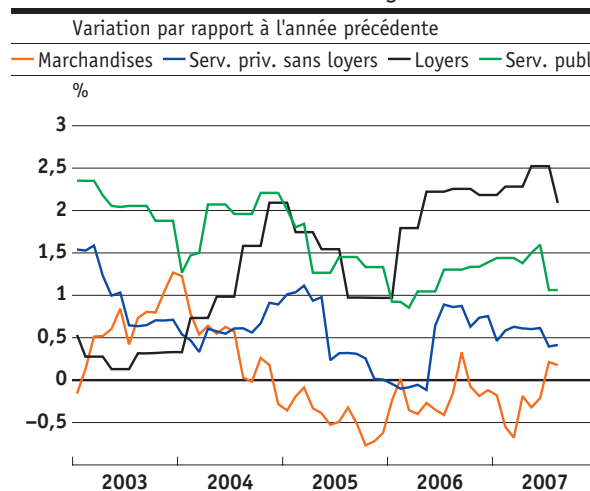
Graphique 2.14  
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15  
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16  
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS, BNS

### Effets toujours modérateurs des biens de consommation étrangers

Les biens de consommation étrangers ont de nouveau atténué le renchérissement annuel, bien que dans une mesure moindre par rapport au premier trimestre. Les prix ont reculé de 0,7% en août, alors qu'en mai, ils enregistraient -0,9%. Cette baisse des prix s'est certes renforcée pour les carburants et le mazout jusqu'au mois d'août, atteignant 4,4%, mais le niveau des autres biens de consommation étrangers a légèrement augmenté au mois d'août en comparaison annuelle (0,1%), après avoir baissé depuis janvier. Cette évolution est due à l'absence d'effets modérateurs sur le renchérissement, notamment dans les secteurs de l'habillement, des chaussures et des médicaments.

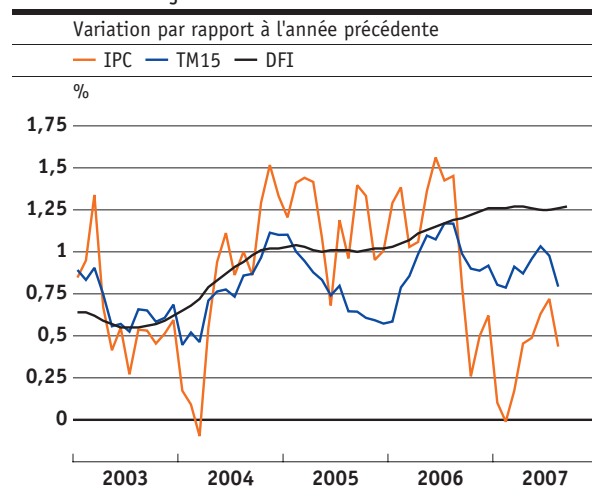
### Evolution différente des taux d'inflation sous-jacente

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 on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance de l'inflation. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente, 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%). La *dynamic factor inflation* (DFI), quant à elle, tient compte des variations de l'IPC qui influent non seulement sur certaines de ses sous-composantes, mais aussi sur d'autres données de l'économie réelle, sur des indicateurs financiers et des variables monétaires (voir Bulletin trimestriel 2, 2006, p. 24). Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent en revanche pour chaque période les mêmes biens du panier-type de l'indice (graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

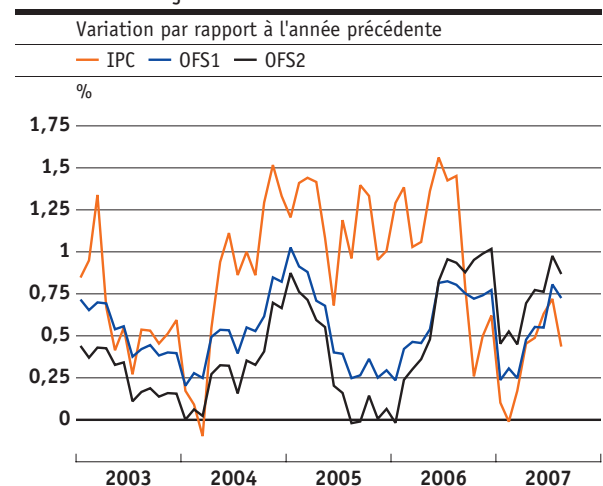
De mai à juillet, l'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée s'élevait à 1%, avant de baisser à 0,8% en août. En comparaison, la DFI s'est maintenue sensiblement au même niveau, soit 1,3%, transmettant ainsi l'image d'une tendance stable, dans l'ensemble, de l'inflation. Les deux inflations sous-jacentes calculées par l'OFS ont augmenté chacune de 0,1 point, pour s'inscrire à 0,7% et 0,9%.

Graphique 2.17  
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS, BNS

Graphique 2.18  
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

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

Tableau 2.2

	2006	2006	2007		2007			
		4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
<b>IPC, indice général</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Marchandises et services du pays	0,8	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9
Marchandises	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Services	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1
Services privés (hors loyers)	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4
Loyers	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,1
Services publics	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,1	1,1
Marchandises et services de l'étranger	1,9	-1,0	-1,9	-0,8	-0,9	-0,5	0,0	-0,7
Hors produits pétroliers	0,4	0,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,9	0,0	0,1
Produits pétroliers	9,3	-6,3	-4,9	-1,0	-1,7	1,0	-0,5	-4,4

Sources: OFS, BNS

## Réactivité du prix aux variations de taux de change

Pour déterminer la transmission des effets des fluctuations du taux de change (*pass-through*) du franc sur les prix en Suisse, il convient de distinguer deux niveaux: la transmission sur les prix à l'importation au niveau des producteurs et celle sur les prix à la consommation dans leur ensemble.

Les graphiques 2.19 et 2.20 illustrent les taux de variation de l'indice du taux de change effectif nominal du franc suisse ainsi que les taux de variation des prix à l'importation et à la consommation pour la période de janvier 1976 à décembre 2006. L'indice du taux de change du franc est défini de telle sorte qu'un taux de variation positif indique une dépréciation du franc sur le marché des changes. Le graphique révèle l'existence d'une corrélation, certes incomplète, mais néanmoins étroite entre les fluctuations du taux de change et les prix à l'importation. En revanche, on observe une relation nettement plus souple entre le taux de change et l'indice des prix à la consommation dont le panier contient, outre des marchandises importées, avant tout des biens et des services produits en Suisse.

Les graphiques 2.21 et 2.22 illustrent les résultats d'évaluations empiriques du *pass-through* sur les prix à l'importation et à la consommation<sup>1</sup>. Ils indiquent les effets d'une dépréciation de 1% du taux de change effectif du franc sur une période de trois et de douze mois. On estime en effet à douze mois la période à l'issue de laquelle les effets cumulés des fluctuations du taux de change ont atteint leur plus haut degré. Pour pouvoir évaluer la stabilité des résultats dans le temps, il faut distinguer deux sous-périodes: de janvier 1976 à avril 1993 et de mai 1993 à décembre 2006, la seconde sous-période coïncidant

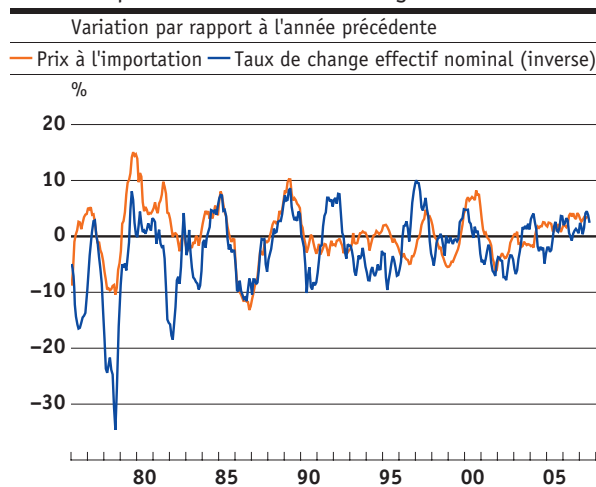
avec la phase d'inflation basse et stable qui dure encore aujourd'hui.

Les résultats confirment que le *pass-through* n'est pas exhaustif. En effet, les fluctuations des taux de change ne se reflètent pas entièrement dans les prix, même après douze mois. En outre, il s'avère comme prévu que le *pass-through* sur les prix à l'importation est nettement plus élevé que celui sur les prix à la consommation. Pendant la première sous-période, par exemple, une dépréciation inattendue du franc a une incidence à la hausse sur les prix à l'importation de 33% au bout de trois mois et de 47% après douze mois. En comparaison, les coefficients correspondants du *pass-through* du taux de change sur les prix à la consommation n'ont pas dépassé 7% et 13%, respectivement.

Les résultats indiquent également que le *pass-through* du taux de change sur les prix à la consommation a eu tendance à diminuer au cours des trente dernières années. Pendant la seconde période partielle, ce *pass-through* ne s'élève plus qu'à 1% au bout de trois mois et à 3% après douze mois. Certes, les évaluations du *pass-through* ne sont pas identiques pendant les deux périodes partielles, néanmoins les variations sont plus modérées et – à la différence du *pass-through* sur les prix à la consommation – elles ne sont pas significatives sur le plan statistique. Cette différence laisse penser que la transmission des variations des prix à l'importation sur les prix à la consommation s'est affaiblie à compter de 1993. Les évaluations empiriques du *pass-through* des prix à l'importation sur les prix à la consommation confirment cette hypothèse. Alors qu'une hausse imprévue des prix à l'importation pendant la première sous-période se répercute à hauteur de 67% sur les prix à la consommation au bout de douze mois, cette incidence ne représente plus que 14% dans la seconde sous-période.

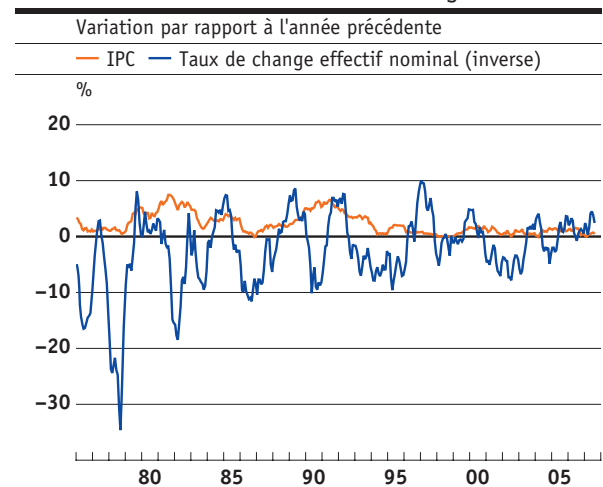
1 Voir J. Stulz (2007), *Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from Vector Autoregressions*, SNB Economic Study 2007, forthcoming, pour une description de la méthode

Graphique 2.19  
Prix à l'importation et taux de change



Sources: OFS, BNS

Graphique 2.20  
Prix à la consommation et taux de change



Sources: OFS, BNS

Dans l'ensemble, les résultats correspondent à une grande partie des études effectuées pour d'autres pays industrialisés. Cela vaut notamment pour le *pass-through* plus bas du taux de change ou des prix à l'importation sur les prix à la consommation. En revanche, seuls les résultats des pays en développement font explicitement état d'un recul pour le *pass-through* du taux de change sur les prix à l'importation. Les résultats correspondants des pays industrialisés divergent selon les pays et les secteurs, si bien qu'aucune orientation ne peut être clairement dégagée.

Quelles explications apporter à l'affaiblissement généralisé du *pass-through* dans les années 1990? Les principales discussions en avancement sont<sup>2</sup>:

- **Modification de la structure des importations:** dans les années 1990, la part des importations de matières premières et de produits énergétiques a diminué dans la plupart des pays. De ce fait, la structure des importations s'est modifiée, délaissant les produits standardisés avec un *pass-through* de taux de change élevé au profit de produits différenciés dont le *pass-through* de taux de change est plus bas. Campa et Goldberg (2005) fournissent une confirmation empirique justifiant cette explication<sup>3</sup>.
- **Tendance de l'inflation à la baisse:** au cours des quinze dernières années, la majorité des banques centrales ont réussi à réduire considérablement l'inflation et à ancrer les anticipations inflationnistes à un niveau plus bas. Taylor (2000) argue que le recul du niveau de l'inflation s'accompagne d'une diminution de sa persistance. Cela implique que les entreprises ne peuvent plus considérer comme permanentes les fluctuations du taux de change et des autres facteurs de coûts dans la même mesure qu'auparavant. En consé-

quence de quoi, à la suite d'une fluctuation du taux de change ou d'autres coûts, les prix sont adaptés dans une moindre mesure, de sorte que le coefficient de *pass-through* diminue<sup>4</sup>.

- **Réformes structurelles:** de nombreux pays ont procédé à des réformes destinées à renforcer la concurrence sur les marchés des biens et des facteurs, réduisant la marge dont disposent les entreprises pour fixer leurs prix. On observe également cette évolution en Suisse, où la pression en vue d'adapter le niveau des prix sur le marché intérieur à celui des marchés étrangers a commencé à s'accroître dans les années 1990. Pour de nombreuses entreprises, il s'est avéré plus délicat d'augmenter les prix, de sorte que souvent, par crainte de perdre des parts de marché, elles ont renoncé à modifier leurs prix.

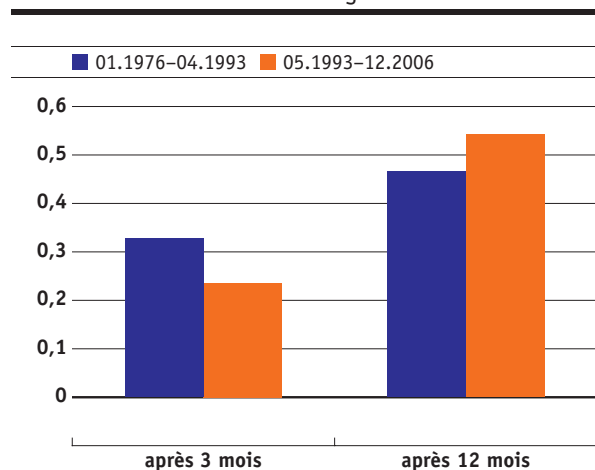
Comment l'effet de *pass-through* évoluera-t-il à l'avenir? Cela dépend d'une part de l'évolution des trois facteurs mentionnés précédemment. D'autre part, la question est également de savoir quel facteur jouera le rôle déterminant. Alors que les mouvements des tendances inflationnistes ont un effet constant sur le coefficient de *pass-through*, les répercussions des modifications de la structure des importations et des réformes conjoncturelles ne sont que temporaires. Le renforcement de la concurrence ne cesse de réduire les marges bénéficiaires, si bien que les entreprises sont moins en mesure de compenser les variations de leurs coûts par une adaptation de leurs marges, dans le but de préserver leurs relations avec les clients ou leurs parts de marché. Par conséquent, si, dans les années 1990, les réformes structurelles ou une modification structurelle des importations devaient avoir conduit à un recul du *pass-through*, il faudrait s'attendre à ce qu'il augmente à nouveau tôt ou tard.

2 Voir p. ex. International Monetary Fund, World Economic Outlook, avril 2006, 114–115

3 J.M. Campa et L.S. Goldberg (2005), *Exchange rate pass-through into import prices*, The Review of Economics and Statistics 87(4), 679–690.0

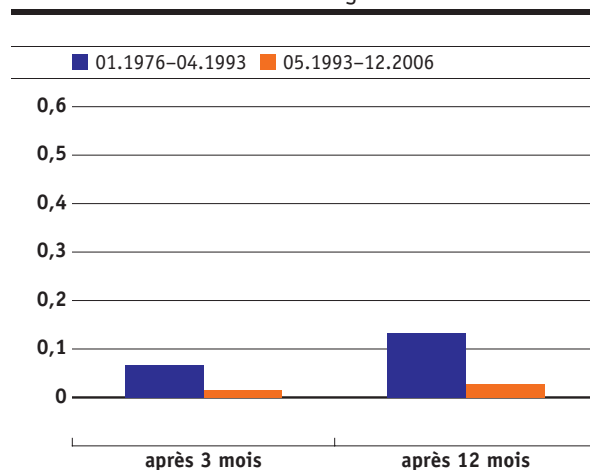
4 J.B. Taylor (2000), *Low inflation, pass-through and the pricing power of firms*, European Economic Review 44(7), 1389–1408

Graphique 2.21  
Réactivité des prix à l'importation  
aux variations de taux de change



Source: BNS

Graphique 2.22  
Réactivité des prix à la consommation  
aux variations de taux de change



Source: BNS

### 3 Evolution monétaire

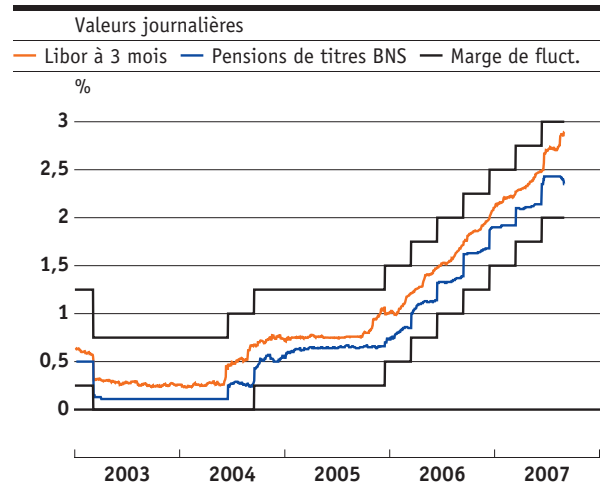
#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin 2007, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 2%–3%. Elle a signalé que d'autres relèvements des taux d'intérêt seraient probables les prochains mois, si le dynamisme de la conjoncture reste inchangé ou que l'évolution du cours du franc continue à assouplir les conditions monétaires.

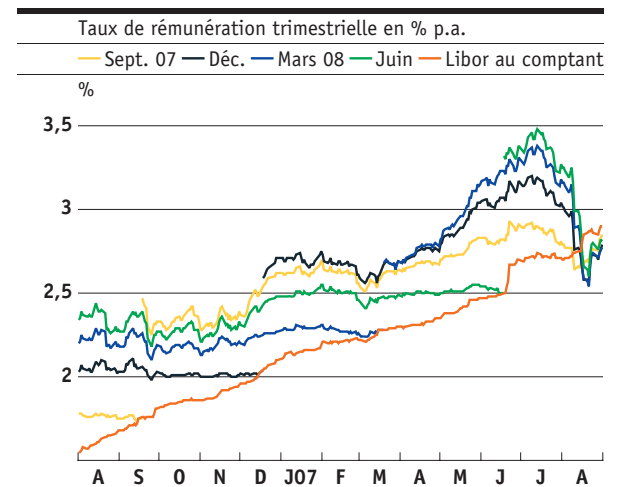
Peu après la dernière appréciation, à la mi-juin, de la situation économique et monétaire, le Libor à trois mois pour dépôts en francs a augmenté d'environ 20 points de base (voir graphique 3.1). Cette évolution est due, d'une part, à la nette hausse des anticipations du marché quant à un relèvement, non prévu, des taux d'intérêt de la Banque nationale. D'autre part, cette dernière a relevé, en l'espace de quelques jours, de 29 points de base le taux des pensions de titres à une semaine.

Au cours des mois qui ont suivi la dernière appréciation de la situation, l'évolution sur les marchés financiers a été assombrie par la crise survenue sur le marché hypothécaire américain. L'extension de la crise sur le marché américain des *subprime* s'est dessinée en juillet déjà. Deux fonds prestigieux de Bear Stearns ont fait faillite et plus de deux douzaines d'instituts financiers qui étaient actifs surtout sur ce marché des *subprime* ont été repris par d'autres établissements du fait de resserrements menaçants de liquidités. Lorsque les cours des actions se sont mis à perdre du terrain à l'échelle internationale, vers fin juillet et début août, et qu'un resserrement des liquidités est survenu sur les marchés financiers, les banques centrales ont renforcé l'approvisionnement en liquidités des marchés monétaires. En particulier, la Banque centrale européenne a mis, les 9 et 10 août, des liquidités à la disposition des marchés pour un montant total de 156 milliards d'euros. De son côté, la Banque nationale suisse a réagi au cours des deux mêmes jours en injectant à deux reprises des liquidités *overnight* à hauteur de respectivement 1,44 milliard et 1,7 milliard de francs. Dans la semaine qui a suivi, elle a toutefois résorbé ces liquidités supplémentaires. A la mi-août, la crise s'est aussi étendue aux deux plus grands fournisseurs d'hypothèques de premier ordre; d'un jour à l'autre, l'agence Moody's a nettement abaissé leur notation. Lors de sa séance extraordinaire du 17 août, la Réserve fédérale a décidé de réduire, ce qui a surpris, de 50 points de base le taux d'escompte, le ramenant ainsi à 5,75%; en revanche, elle a maintenu le taux des fonds fédéraux inchangé à 5,25%. Elle a justifié cette mesure par l'aggravation de la crise financière et par des risques accrus liés à la croissance. Pour calmer les marchés, la

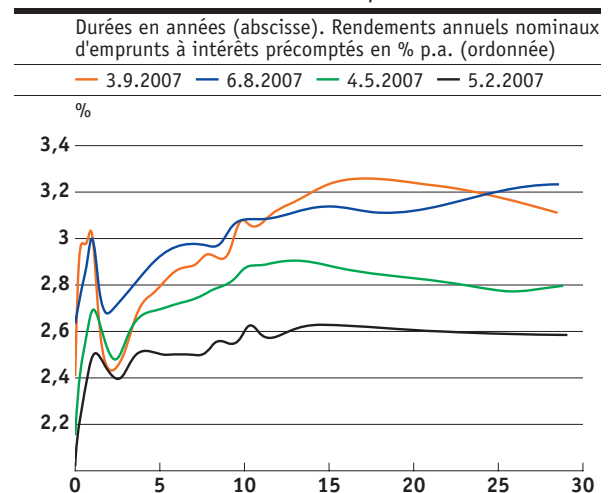
Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2  
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Sources pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

Réserve fédérale avait la possibilité de fournir des liquidités par le biais d'opérations d'escompte allant jusqu'à 30 jours et d'accepter une large palette de garanties, notamment des hypothèques et des titres gagés par une hypothèque (*mortgage-backed securities*).

Du fait de la demande plus forte de liquidités, le Libor à trois mois pour dépôts en francs a continué d'augmenter pour atteindre 2,90% début septembre.

### Aucune nouvelle hausse du Libor à trois mois n'est attendue sur le marché monétaire suisse

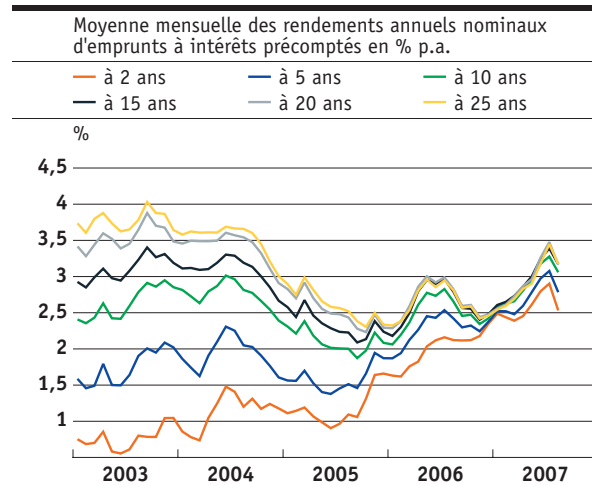
Lors de la dernière appréciation, à la mi-juin, de la situation économique et monétaire, les opérateurs sur les marchés s'attendaient à un taux de 2,7% à fin septembre, conformément à l'enquête *Consensus Forecast* qui est publiée périodiquement. Les taux d'intérêt des *futures* avec échéance en décembre 2007 ainsi qu'en mars et en juin 2008 ont eux aussi réagi au bond du Libor pour dépôts à trois mois en augmentant vigoureusement au cours de la seconde moitié de juin. Mais, à partir de la mi-juillet, ils se sont nettement repliés, en particulier après l'aggravation de la crise sur le marché hypothécaire américain (voir graphique 3.2). A fin août, le taux appliqué aux *futures* à trois mois et à exécuter en juin 2008 s'établissait à 2,8%; au cours de la deuxième semaine de juillet, il avait atteint le niveau record de 3,5%. Les taux d'intérêt des *futures* à exécuter en décembre 2007 et en mars 2008 se sont inscrits approximativement au même niveau. Ainsi, les opérateurs sur les marchés s'attendaient à ce que le Libor pour dépôts à trois mois, à l'époque stable, ne varie guère jusqu'à la mi-juin 2008.

### Repli des rendements à long terme en Suisse

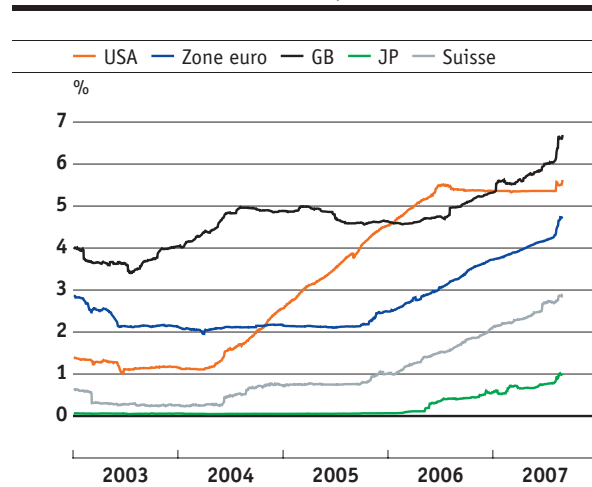
Jusqu'à fin juin, les obligations d'Etat ont constamment perdu de leur attrait, à la suite notamment de l'évolution encore favorable sur les marchés des actions; le rendement des obligations d'Etat à dix ans a donc augmenté pour atteindre 3,4%. L'extension de la crise sur le marché américain des hypothèques a par contre détérioré toujours plus, à partir de juillet, les perspectives sur les marchés des actions. Cette évolution et une conscience accrue des risques ont permis aux titres de créance de bonne qualité de gagner de nouveau du terrain à l'échelle internationale. Il en a résulté une pression sur le rendement des obligations à dix ans de la Confédération, qui s'est établi à 3% en moyenne au mois d'août. Dans le même temps, les primes pour le risque de crédit sur les emprunts de banques, de centrales de lettres de gage, de cantons et de débiteurs étrangers ont augmenté. Les emprunts des entreprises industrielles n'ont guère été touchés par la crise.

La hausse du niveau des taux d'intérêt ces douze derniers mois n'est pas restée sans répercussions sur le marché hypothécaire. Le taux d'intérêt des anciennes hypothèques à rémunération variable, qui est déterminant pour la fixation des loyers en vertu des dispositions légales, s'est accru notablement en août, et ce, pour la première fois depuis le

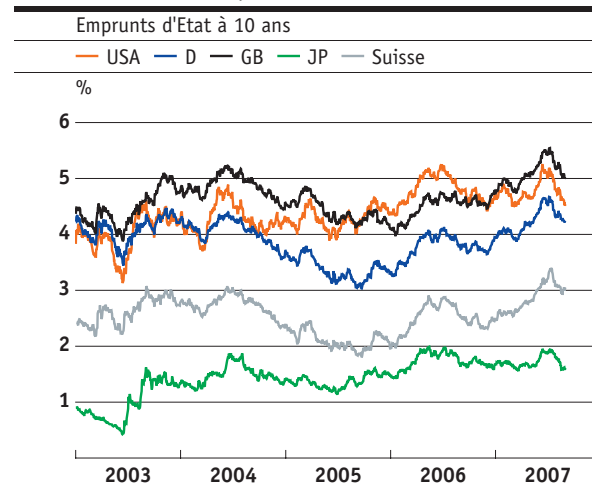
Graphique 3.4  
Rendements d'emprunts fédéraux



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



Graphique 3.6  
Taux d'intérêt sur le plan international



Source pour graphiques 3.4 et 3.5: BNS

Sources pour graphique 3.6: Thomson Datastream, BNS

mois d'octobre 2005. A la mi-septembre, il s'inscrivait à 3,21%. Le taux des nouvelles hypothèques avait déjà commencé à augmenter de manière constante après la dernière appréciation de la situation économique et monétaire, s'inscrivant à 3,23% à la mi-septembre. Les taux d'épargne ayant progressé moins fortement que ceux des anciennes hypothèques à rémunération variable, la marge des banques, soit la différence entre les taux d'épargne et ceux des anciennes hypothèques, s'est légèrement améliorée en août pour la première fois depuis trois ans. Mais cette marge est restée encore sensiblement inférieure à sa moyenne calculée sur une période de dix ans.

### Hausse des taux à court terme à l'étranger

En juillet et en août, la Banque centrale européenne (BCE) a pu stabiliser le taux de l'argent au jour le jour en injectant des liquidités. Cela n'a toutefois pas empêché le taux des dépôts à trois mois en euros de continuer à augmenter (voir graphique 3.5). L'écart d'intérêt entre les dépôts à trois mois en euros et en francs s'établissait à 185 points de base à la mi-septembre, contre 166 points de base à la mi-juin. Par contre, celui entre les dépôts à trois mois en dollars et en francs a continué à s'amenuiser durant la même période. A la mi-septembre, il était de 280 points de base. La grande incertitude régnant sur les marchés monétaires s'est également reflétée sur le taux à trois mois des contrats (*futures*) en dollars avec échéance en septembre, taux qui, début août déjà, était proche du taux au comptant.

### Rendements à long terme en baisse à l'étranger

A la suite des turbulences sur le marché américain des *subprime*, l'attrait des obligations d'Etat exemptes de risques s'est accru nettement de juillet à août (voir graphique 3.6). Le rendement des obligations à dix ans du Trésor américain s'est inscrit à 4,7% en août, contre 5,1% en juin, alors que celui des obligations d'une

durée identique de la République fédérale d'Allemagne a affiché dans le même temps 4,3% et 4,6%.

Tant l'écart de rendement entre les obligations à dix ans en dollars et en francs que celui entre les obligations d'une durée identique en euros et en francs ont reculé de juin à août. En août, le premier écart a été en moyenne de 164 points de base et le second, de 126 points de base.

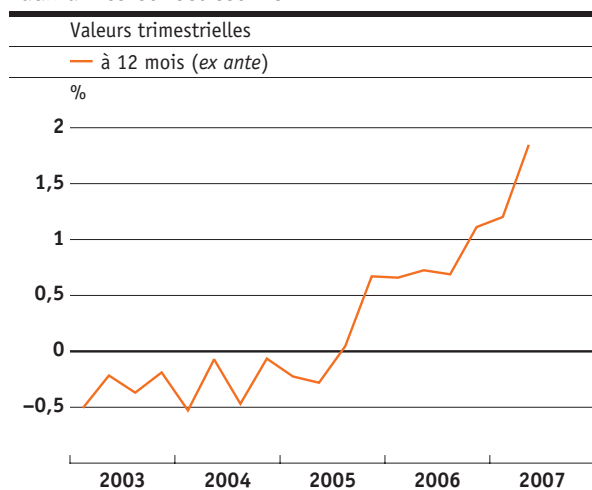
### Nouvelle hausse des taux courts en termes réels

Le graphique 3.7 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue durant cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles d'août 2007)<sup>5</sup>. Ainsi calculé, il s'élevait à 1,85% au deuxième trimestre de 2007. Il dépassait donc nettement son niveau du trimestre précédent (1,2%), ce qui s'explique par la progression des taux d'intérêt nominaux. Les anticipations inflationnistes revues à la hausse à court terme, du fait du relèvement du prix du pétrole, ont toutefois atténué légèrement cette évolution. Le taux d'intérêt réel à un an s'est ainsi établi, pour la première fois depuis le début de 2001, au-dessus de sa moyenne historique, qui est de 1,6%. Le bond de 65 points de base, observé du premier au deuxième trimestre, n'est cependant pas exceptionnel dans une phase de durcissement de la politique monétaire.

Les anticipations inflationnistes révisées à la hausse se reflètent également dans les données que le SECO a publiées en août sur le climat de consommation. Par rapport au trimestre précédent, la part des consommateurs attendant des hausses de prix au cours des douze prochains mois a progressé (voir graphique 3.8). Simultanément, la part des consommateurs qui tablent sur une évolution stable des prix a reculé nettement.

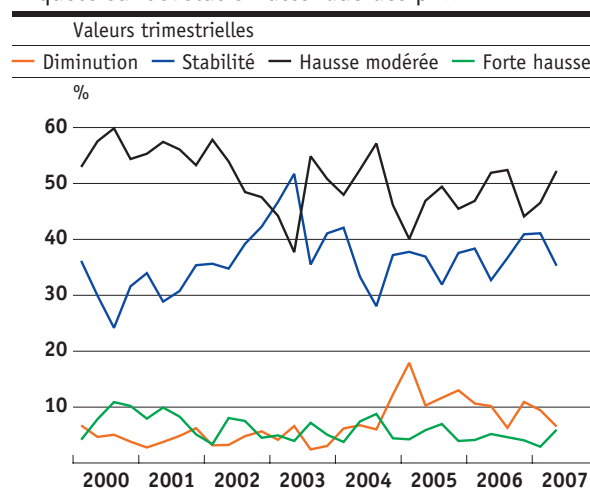
5 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.7  
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

Graphique 3.8  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: SECO, BNS



## 3.2 Taux de change

### Raffermissement du franc suisse

A fin juillet, l'euro a atteint des records historiques face au dollar des Etats-Unis et au franc suisse. En effet, il valait 1,38 dollar et 1,67 franc à cette période. A la suite de l'extension de la crise sur le marché hypothécaire américain, l'euro s'est affaibli à court terme aussi bien vis-à-vis du dollar que du franc; par la suite, il s'est toutefois de nouveau revalorisé. Face au dollar, l'euro dépassait, à la mi-septembre, de plus de 4% son niveau de la mi-juin. Si le franc avait cédé environ un centime presque chaque mois vis-à-vis de l'euro entre le milieu de 2006 et le milieu de 2007, il a pu regagner une partie du terrain perdu durant la première quinzaine d'août. Le franc s'est ensuite de nouveau affaibli quelque peu, l'euro s'inscrivant à 1,64 franc à la mi-septembre, soit environ un centime de moins que lors de l'appréciation de juin de la situation économique et monétaire. Ainsi, le franc s'est maintenu à un bas niveau par rapport à l'euro, ce qui a renforcé les risques d'inflation importée. Face au dollar, le franc s'est revalorisé de 5% depuis la dernière appréciation de la situation.

Le graphique 3.10 reproduit l'évolution de la valeur extérieure réelle du franc, en données pondérées par les exportations et corrigées des écarts dans l'évolution des prix entre les zones monétaires. Depuis le début de l'année, le franc s'est déprécié tant face à l'euro que vis-à-vis des monnaies des vingt-quatre principaux partenaires commerciaux de la Suisse. Le premier repli a été plus marqué que le second. Il en ressort que la faiblesse du franc reflétait aussi en partie le raffermissement de l'euro et, partant, que la monnaie helvétique s'est mieux affirmée face à d'autres monnaies. Par rapport au dollar, le franc a même progressé en termes nominaux depuis le début de l'année. Environ 15% des exportations vont vers les Etats-Unis.

Graphique 3.9  
Cours de change



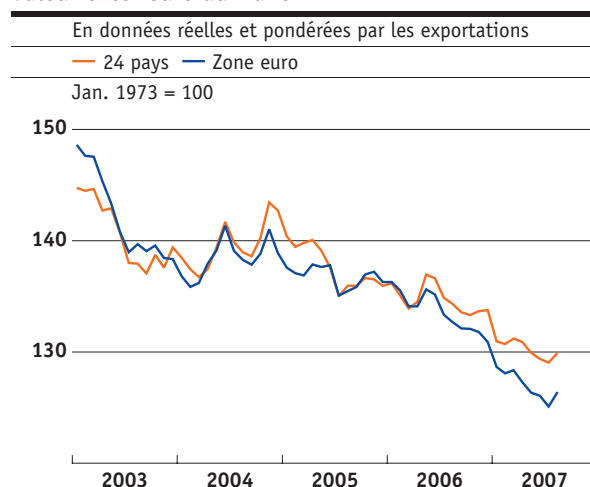
Source: BNS

En outre, plusieurs pays asiatiques, dont la part dans les exportations de la Suisse s'élève à environ 10%, ont des monnaies qui sont liées au dollar dans des mesures inégales. Les exportations suisses se dirigent à hauteur de 60%, en chiffres ronds, vers la zone euro.

### Tendances et turbulences sur les marchés

Depuis le début de 2006, l'euro s'est revalorisé face au dollar. Cette tendance pourrait s'expliquer par la forte croissance et le bas niveau de l'inflation dans la zone euro, tandis que l'économie américaine a évolué à un rythme plus modéré du fait d'une demande de consommation moins soutenue et de la correction intervenue sur le marché de l'immobilier. En outre, le déficit de la balance américaine des transactions courantes a sans doute pesé sur le dollar. La revalorisation de l'euro face au franc semble par contre plus surprenante. En Suisse, une inflation peu élevée et des taux d'intérêt bas dans un contexte de politique monétaire et de croissance similaires à la zone euro laissent plutôt prévoir une revalorisation du franc. Le texte «Le franc suisse – Tendances à la revalorisation lors d'une baisse des bourses et d'une grande incertitude sur les marchés» (à la page 32) montre que le franc suisse tend à se déprécier en cas de faible volatilité sur les marchés et de hausse des bourses. Si ces deux facteurs se modifient, c'est l'inverse qui se produit. A cet égard, les opérations de *cary trade* ont probablement renforcé le mouvement de repli du franc. L'incertitude sur les marchés financiers a toutefois amené nombre d'investisseurs à dénouer leurs positions de *cary trade*. Cela ressort également de la récente évolution du yen japonais, qui est lui aussi une monnaie attrayante pour les opérations de *cary trade*.

Graphique 3.10  
Valeur extérieure du franc



Source: BNS

## Le franc suisse – Tendence à la revalorisation lors d’une baisse des bourses et d’une grande incertitude sur les marchés<sup>6</sup>

Le comportement à court terme du franc suisse sur les marchés des changes est souvent caractérisé par deux phénomènes. Premièrement, le franc tend dans la plupart des cas à se déprécier (revaloriser) lors d’une hausse (baisse) des bourses. Deuxièmement, lors de l’accroissement des risques de marché (volatilité des cours des actions), une revalorisation est souvent observée. Cela s’est produit notamment après la crise russe ou les attentats terroristes du 11 septembre 2001.

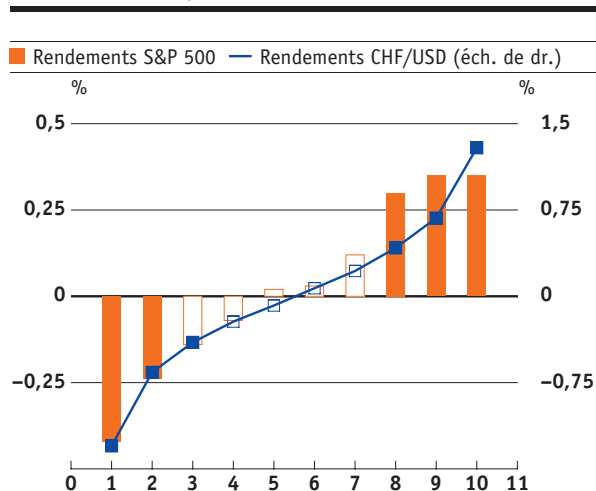
Le premier phénomène peut être observé empiriquement sur la base des rendements de change du franc suisse par rapport au dollar des Etats-Unis et des rendements de l’indice S&P 500. La période considérée va de début 1993 à fin 2005. Les rendements de change journaliers sont classés selon un ordre allant de la plus forte revalorisation à la plus forte dépréciation du franc suisse et répartis dans dix groupes de même grandeur. Par groupe, on calcule les rendements moyens de change et les rendements moyens y relatifs de l’indice S&P 500. En outre, les statistiques *t* sont prises en compte afin de déterminer les écarts significatifs des valeurs moyennes d’un groupe par rapport à la moyenne globale de l’échantillon. Au graphique 3.11, les rendements de l’indice S&P 500 sont présentés dans la partie gauche et les rendements de change dans la partie droite. Si les rendements de l’indice S&P 500 appartenant à un groupe déterminé s’écartent de manière significative de la moyenne

globale, soit de 1%, la colonne est de couleur orange. De même, les écarts significatifs dans les rendements de change sont indiqués par des petites cases bleues. Les colonnes et les cases sans couleur correspondent, du point de vue statistique, à des écarts non significatifs. Le graphique montre clairement qu’un franc suisse faible va de pair avec des rendements de l’indice S&P 500 plus élevés et qu’un franc plus fort s’accompagne toutefois d’une tendance à la baisse sur le marché américain des actions. Il convient de remarquer à ce propos que cette relation évolue de manière monotone.

Le graphique 3.12 représente le second phénomène de «monnaie refuge» où les rendements de change du franc suisse face au dollar des Etats-Unis sont mis en relation avec le risque de marché. Pour mesurer le risque de marché, on recourt à la volatilité journalière effective de l’indice S&P 500. Cette volatilité effective est établie sur une base annuelle pour des raisons pratiques. Au graphique 3.12, les rendements de change sont indiqués dans la partie droite et la volatilité effective de l’indice S&P 500 se rapportant à chaque groupe figure dans la partie gauche. Comme précédemment, les colonnes orange et les cases bleues représentent des écarts significatifs par rapport aux valeurs moyennes. Les colonnes sans couleur correspondent à des niveaux normaux de risques de marché. Lorsque le risque de marché est particulièrement élevé, le franc suisse se revalorise nettement. Le

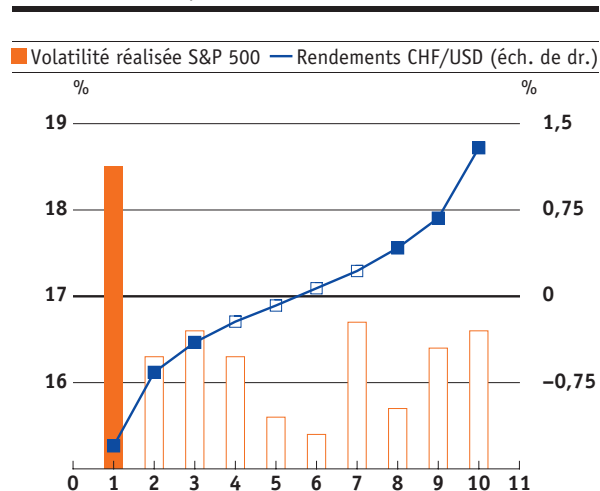
6 Voir Angelo Ranaldo et Paul Söderlind, *Safe haven Currencies, Swiss National Bank Working Papers, forthcoming* et Université de St-Gall, mai 2007, Discussion Paper, no 2007-22

Graphique 3.11  
Rendements CHF/USD et S&P 500



Sources: Thomson Datastream, Swiss-Systematic Asset Management SA

Graphique 3.12  
Rendements CHF/USD et volatilité réalisée



Sources: Thomson Datastream, Swiss-Systematic Asset Management SA

contraire n'est toutefois pas valable. Les plus fortes dépréciations du franc suisse apparaissent en cas de niveaux normaux de risque de marché.

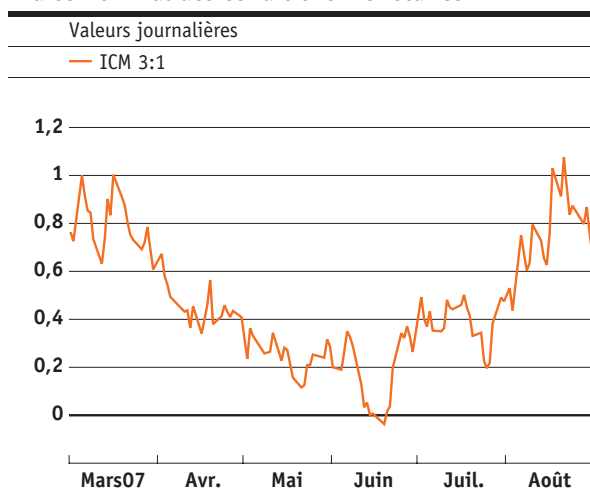
Ces deux phénomènes semblent constituer des caractéristiques spécifiques du franc suisse, qui peuvent expliquer, du moins en partie, les évolutions de cette monnaie. Ainsi, le franc suisse tendait à faiblir dans un contexte qui, il y a quelques semaines encore, était marqué par une hausse durable des bourses et une faible volatilité. Une modification de ces deux facteurs, comme cela s'est produit récemment, devrait alors entraîner une revalorisation du franc. De même, des incertitudes accrues réduisent l'attrait des carry trade – un facteur supplémentaire –, ce qui va à l'encontre d'une revalorisation du franc.

### Conditions monétaires plus restrictives

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

Sitôt après la dernière appréciation de la situation économique et monétaire, l'indice a progressé sensiblement du fait d'un Libor à trois mois orienté à la hausse et compte tenu d'une pondération des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc dans un rapport de 3 pour 1. L'ICM a continué de progresser vers la fin de juillet et le début d'août, ce qui a reflété le raffermissement du franc suisse à la suite des turbulences sur les marchés financiers et du crédit. Fin août, l'ICM s'établissait à 76 points de base, ce qui correspondait à des conditions monétaires plus restrictives en Suisse (voir graphique 3.13).

Graphique 3.13  
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS

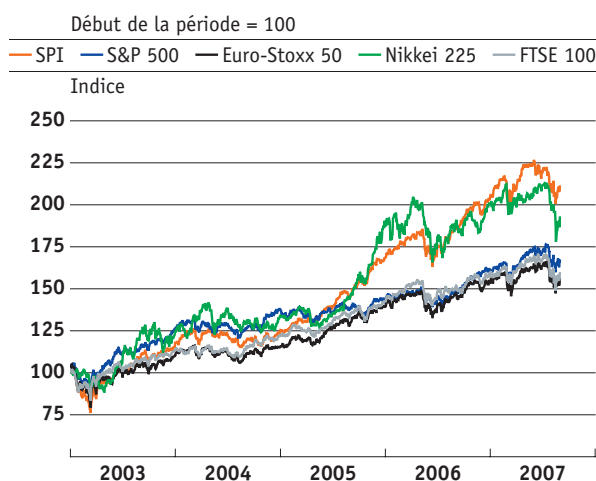
### 3.3 Cours des actions, prix de l'immobilier et prix des matières premières

Les actions, les biens immobiliers et les matières premières sont des placements. Pour l'analyse de la situation économique, leurs prix revêtent de l'importance, et ce, avant tout pour deux raisons. D'abord, une adaptation de ces prix entraîne des modifications de la valeur du patrimoine des entreprises et des ménages. Il en découle des effets sur la qualité des débiteurs et, de manière générale, sur l'épargne et les investissements. Ensuite, les anticipations inflationnistes influent sur les valeurs des placements. Etant donné que les modifications des anticipations inflationnistes engendrent une nouvelle évaluation des actions, des biens immobiliers et des matières premières, leurs prix renferment à leur tour des informations sur ces anticipations. Les matières premières sont en outre intéressantes pour une troisième raison. Elles entrent dans le processus de production de nombre de biens, de sorte que leurs prix influencent les coûts et, partant, exercent une pression sur le niveau général des prix.

#### Turbulences sur les marchés des actions

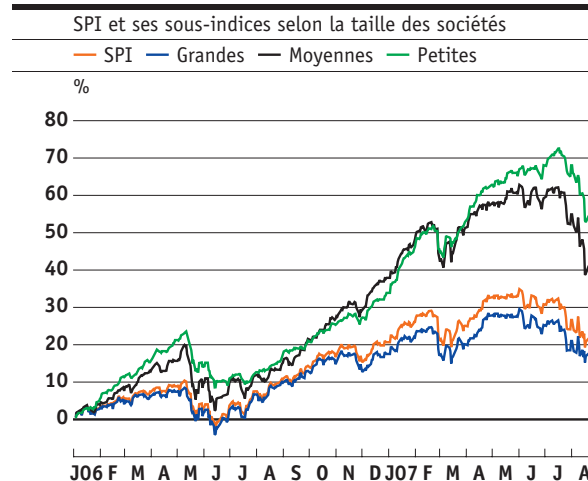
En juin et juillet, les marchés internationaux des actions ont évolué vers de nouveaux sommets historiques. Mais ce mouvement a été subitement interrompu, dans la semaine du 23 au 27 juillet, par la crise sur les marchés hypothécaire et du crédit. L'indice américain S&P 500 a enregistré durant cette période la plus forte correction des cinq dernières années (-5%). La vague de corrections a également gagné le reste du monde. Ainsi, le Swiss Performance Index (SPI) a perdu 5,4% au cours de cette semaine. En particulier, les cours des entreprises moyennes et grandes se sont effondrés. Ces deux compartiments sont frappés de plein fouet, car ils sont confrontés à des coûts élevés de refinancement. Les titres des secteurs bancaire et technologique ont enregistré les plus nets replis. Sur les marchés, le climat est resté tendu au cours des semaines suivantes. Du fait d'une contraction des liquidités sur les marchés interbancaires, nombre de banques centrales ont été amenées à fournir des liquidités supplémentaires. Le 17 août, le Nikkei a connu le plus fort recul observé en un jour, soit -5%, depuis le mois d'avril 2000. Le même jour, la Réserve fédérale américaine est intervenue sur les marchés et a réduit le taux d'escompte de 0,5 point pour le ramener à 5,75%. Ces interventions ont provoqué un changement temporaire d'orientation sur les marchés. Le S&P 500 aux Etats-

Graphique 3.14  
Cours des actions



Sources: Thomson Datastream, Bloomberg

Graphique 3.15  
Performance des actions suisses



Source: SWX Swiss Exchange

Unis, l'Euro-Stoxx 50 en Europe et le SPI ne s'inscrivaient, à la mi-septembre, que légèrement au-dessus de leur niveau du début de l'année, alors que le Nikkei marquait un repli de 9%.

Les incertitudes sur les marchés financiers internationaux se sont reflétées dans une volatilité accrue. Le graphique 3.17 montre la volatilité attendue pour les trente prochains jours à l'aide du *Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index* (VIX) ainsi que la volatilité effective, qui est mesurée par un écart-type annualisé des rendements mensuels du SPI et du S&P 500. Tant la volatilité attendue que la volatilité effective ont augmenté notablement vers la fin juillet. Une telle évolution a caractérisé non seulement les marchés des actions, mais aussi d'autres marchés financiers, à savoir ceux des obligations et des changes. Une volatilité accrue signifie un risque d'investissement lui aussi plus élevé, ce qui se traduit par une hausse de la prime de risque. Une fuite vers les placements sûrs a également été observée.

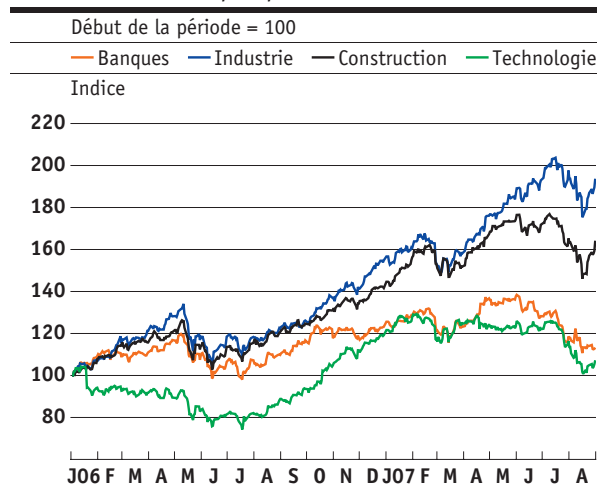
### Fortes fluctuations des prix des matières premières

Depuis l'appréciation de juin de la situation économique et monétaire, les marchés des matières premières ont évolué au même rythme que les marchés des actions. Ils ont encore enregistré une

hausse jusqu'à fin juillet, puis une correction s'est produite. A la mi-août, le *Goldman-Sachs-Commodity-Index* s'inscrivait de nouveau au même niveau qu'à la mi-juin. Cet indice a progressé depuis le début de l'année en raison surtout de l'évolution du prix du plomb, matériau qui sert à la fabrication des batteries d'automobiles. Le prix du pétrole a évolué de manière similaire. Le 20 juillet, il a encore atteint le niveau record de 79 dollars le baril. Par la suite, son prix a fléchi nettement. A la mi-août, le baril de pétrole était négocié à un prix inférieur à 70 dollars, ce qui correspondait approximativement au niveau observé lors du dernier examen. Le prix du pétrole est reparti à la hausse en septembre. Vers le milieu de ce mois, le baril valait 77 dollars. Les facteurs fondamentaux telles la croissance démographique, la bonne conjoncture et la mondialisation, qui revigorent généralement la demande de pétrole, n'ont pas varié.

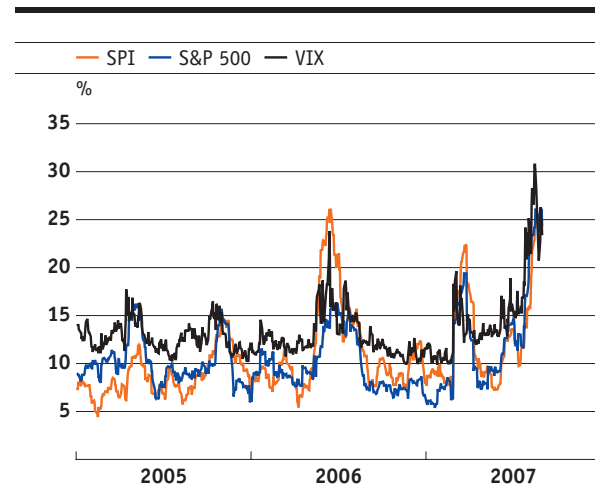
Contrairement à l'opinion selon laquelle l'or est une «valeur sûre», l'évolution du prix du métal jaune a été analogue à celle des cours des actions durant les phases de turbulences observées cette année sur les marchés financiers. Ainsi, le prix de l'or en francs suisses a perdu 6% dans la semaine du 27 février au 5 mars et 2% dans celle du 23 au 27 juillet. Dans le même temps, le SPI a reculé respectivement de 6% et de 5%.

Graphique 3.16  
SPI - Evolution de quelques branches



Source: Thomson Datastream

Graphique 3.17  
Volatilité des rendements des actions



Sources: Thomson Datastream, BNS

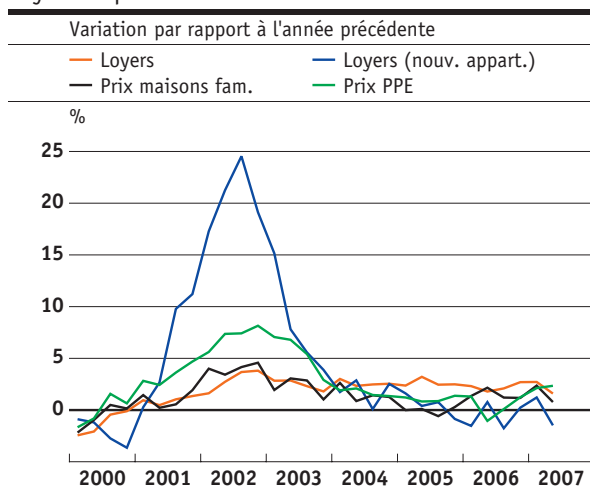
### Marché de l'immobilier stable

La bonne conjoncture et l'accord de libre circulation des personnes, passé avec l'UE, ont renforcé la demande de logements. On devrait donc s'attendre à une hausse des prix sur le marché de l'immobilier.

Toutefois, les données du deuxième trimestre de 2007 laissent présager que les pressions à la hausse sur les prix resteront modérées. Ainsi, les loyers des appartements, qui représentent le plus gros segment du marché suisse des logements et qui entrent pour environ 20% dans l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) dont ils sont l'élément le plus important, ont augmenté moins fortement, en l'espace d'une année, qu'au trimestre précédent, soit de 1,6% en termes réels, c'est-à-dire en pour-

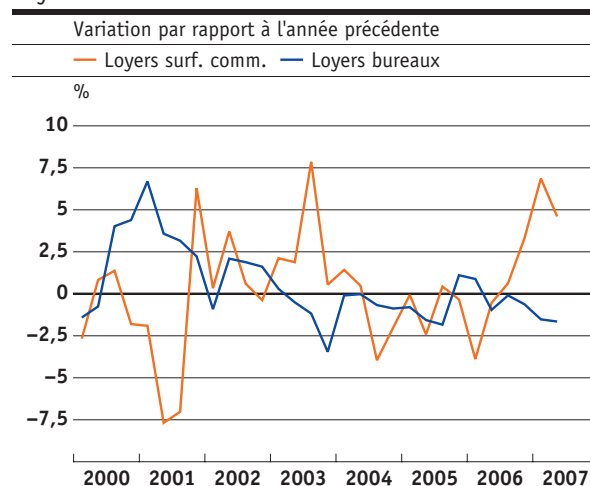
centage de l'IPC. Cette statistique repose en grande partie sur les loyers d'anciens appartements. Les loyers des appartements neufs ont diminué de 1,5%, après s'être accrus durant deux trimestres successifs. L'évolution du segment des maisons familiales et de celui des appartements en propriété par étage est elle aussi utile à l'analyse, même si les parts de ces segments dans l'ensemble du marché sont plus faibles. Les prix des maisons familiales ont augmenté dans une mesure nettement moins forte (0,8%), alors que ceux des appartements en propriété par étage ont progressé un peu plus qu'au trimestre précédent. Dans les bâtiments destinés à l'artisanat et à l'industrie, les loyers des bureaux sont restés orientés à la baisse, mais un net relèvement des loyers a été observé dans l'industrie (voir graphique 3.19).

Graphique 3.18  
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Source: Wüest & Partner

Graphique 3.19  
Loyers réels des surfaces commerciales et des bureaux



Source: Wüest & Partner

## 3.4 Agrégats monétaires

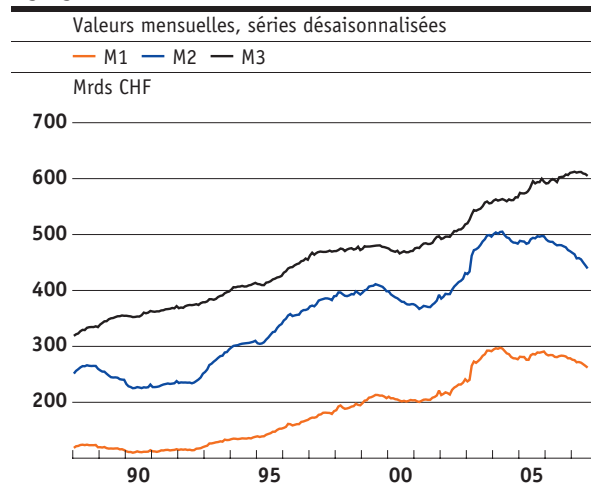
### Nouveau recul des agrégats monétaires M1 et M2

Il ressort du graphique 3.20 que les masses monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont reculé depuis le début de 2006; en août 2007, elles étaient inférieures de respectivement 7,5% et 8,6% à leur niveau du mois correspondant de l'année précédente. La masse monétaire M3 (M2 et dépôts à terme) a par contre augmenté durant le même laps de temps. En août toutefois, elle n'a progressé que de 0,3%. A l'instar des années quatre-vingt et du début des années nonante ou de la fin de 1990 et du début de l'an 2000, le ralentissement de la croissance ou une expansion négative des agrégats monétaires reflètent une politique monétaire plus restrictive.

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et les possibles risques d'inflation qui peuvent en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un excédent de monnaie. Plusieurs méthodes sont à disposition à cet effet. La Banque nationale recourt à l'*ECM-money gap* (voir Croissance des agrégats monétaires et inflation, Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). La masse monétaire d'équilibre est estimée à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Le graphique 3.21 montre les écarts, en pour-

centage, entre la masse monétaire M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidités est établi sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart-type. Si la marge se trouve au-dessus de la ligne zéro, il faut s'attendre à une pression sur les prix au cours des trimestres suivants. Mais, étant donné qu'elle est à l'intérieur de la marge depuis le début de 2004, il en découle que, d'après cet indicateur, il n'y a pas de risques d'inflation pour les prochains trimestres.

Graphique 3.20  
Agrégats monétaires



Source: BNS

### Agrégats monétaires<sup>1</sup>

Tableau 3.1

	2005	2006	2006			2007		2007		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Juin	Juillet	Août
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>41,9</b>	<b>43,1</b>	<b>43,3</b>	<b>42,3</b>	<b>43,6</b>	<b>44,6</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>43,6</b>	<b>43,5</b>
Variation <sup>3</sup>	0,4	3,0	4,2	2,6	2,2	3,1	1,5	1,3	3,1	2,7
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>284,2</b>	<b>282,4</b>	<b>281,8</b>	<b>280,5</b>	<b>281,0</b>	<b>276,0</b>	<b>270,0</b>	<b>267,2</b>	<b>262,6</b>	<b>259,8</b>
Variation <sup>3</sup>	-1,5	-0,6	1,1	-1,4	-3,4	-3,6	-4,2	-4,4	-6,1	-7,5
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>491,6</b>	<b>481,6</b>	<b>483,3</b>	<b>477,1</b>	<b>474,1</b>	<b>465,9</b>	<b>453,9</b>	<b>448,4</b>	<b>441,8</b>	<b>436,9</b>
Variation <sup>3</sup>	-0,8	-2,0	-0,7	-2,9	-4,7	-5,3	-6,1	-6,4	-7,5	-8,6
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>585,9</b>	<b>600,3</b>	<b>597,5</b>	<b>600,4</b>	<b>607,9</b>	<b>613,4</b>	<b>611,6</b>	<b>609,3</b>	<b>606,0</b>	<b>603,1</b>
Variation <sup>3</sup>	4,2	2,5	2,8	1,6	2,0	3,0	2,4	2,6	1,0	0,3

1 Définition 1995

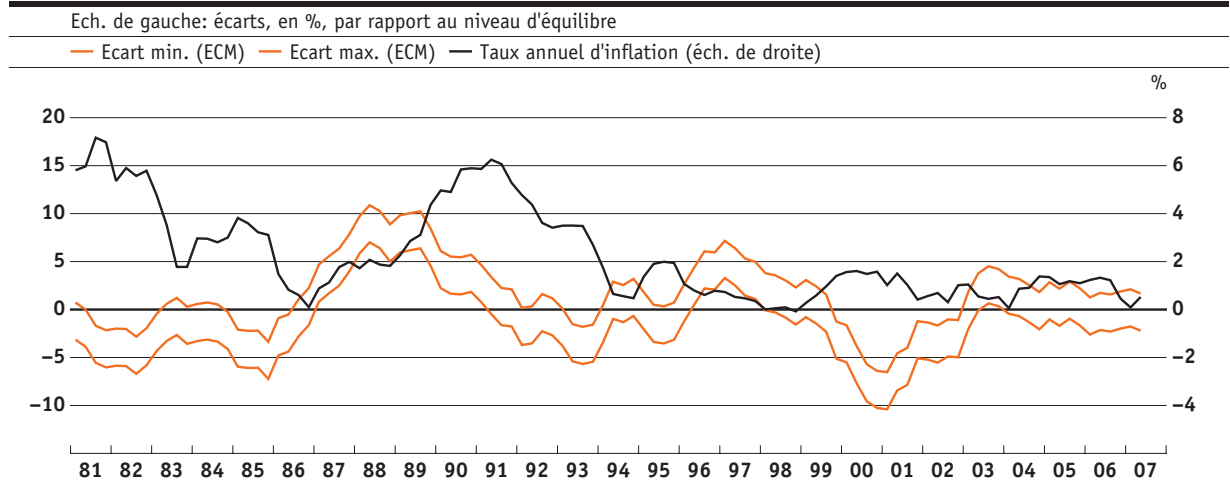
2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

Graphique 3.21

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



Source: BNS



## 3.5 Crédits

### Croissance plus prononcée des autres crédits

La croissance des crédits est restée robuste au deuxième trimestre 2007, puisqu'elle s'est inscrite à 5,3% en rythme annuel. Comme au trimestre précédent, les crédits aux ménages et aux entreprises ont évolué inégalement. Les prêts hypothécaires, qui sont accordés principalement aux ménages, ont augmenté de 4,2% à l'instar du premier trimestre, soit de 0,7 point de moins qu'au deuxième trimestre de 2006. Les taux de croissance, toujours positifs, ont permis d'atteindre un nouveau montant record de prêts hypothécaires.

Les autres crédits, auxquels recourent avant tout les entreprises, se sont accrus de 10,3% au deuxième trimestre, contre 9,6% au premier trimestre. Ils ne s'inscrivaient toutefois qu'à un niveau proche de celui de début 2002. Les crédits non gagés, qui représentent près de 60% de la catégorie des «autres crédits» ont progressé de 12,6% par rapport au deuxième trimestre de 2006; au premier trimestre, ils avaient marqué une hausse de 11,5%.

Ces rythmes inégaux de croissance entre les crédits aux ménages et aux entreprises sont dus au fait que la demande de crédits des particuliers réagit avant tout à l'évolution des taux d'intérêt,

tandis que les entreprises recourent aux crédits en tenant surtout compte de l'évolution économique. Le graphique 3.22 montre l'évolution du Libor à trois mois et la croissance annuelle des prêts hypothécaires. Il en ressort que l'expansion de ces crédits faiblit (ou s'accélère) si les taux d'intérêt augmentent (ou diminuent), si bien qu'il est probable que le ralentissement observé de la croissance des prêts hypothécaires s'explique en grande partie par un resserrement de la politique monétaire dans un passé récent<sup>7</sup>.

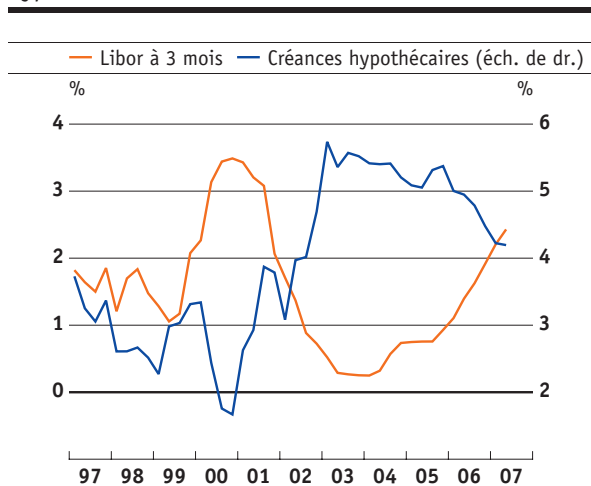
Le graphique 3.23 montre l'*output gap*, qui a été estimé à l'aide de la méthode basée sur la fonction de production<sup>8</sup>, et la croissance annuelle des crédits non gagés. Il en ressort qu'une accélération de l'expansion des crédits suit généralement une reprise économique. Une telle évolution reflète vraisemblablement le fait que les entreprises investissent lorsqu'elles s'attendent à une amélioration de la conjoncture<sup>9</sup>. Les données actuellement disponibles indiquent donc que les entreprises et les banques tablent sur une évolution positive de conjoncture ces prochains trimestres.

7 La corrélation de ces deux variables s'est établie à -0,79 ces dix dernières années.

8 Voir chapitre 2.4

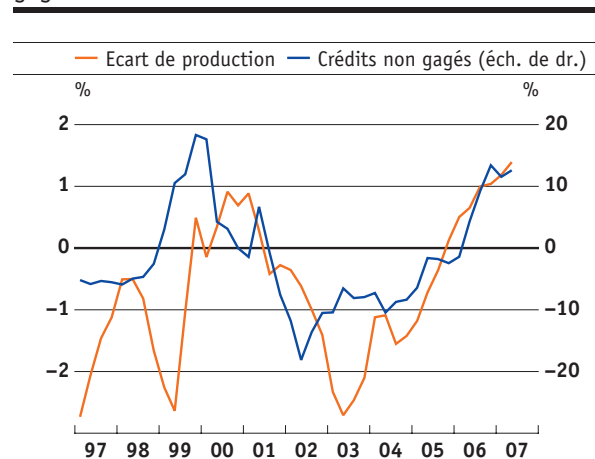
9 Les corrélations croisées montrent que la relation existant entre la croissance des crédits non gagés aujourd'hui et l'*output gap* trois mois plus tard est la plus étroite (corrélation de 0,59).

Graphique 3.22  
Taux d'intérêt et croissance annuelle des créances hypothécaires



Source: BNS

Graphique 3.23  
Conjoncture et croissance annuelle des crédits non gagés



Source: BNS

## Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2005	2006	2006			2007		2007		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Mai	Juin	Juillet
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>
Ménages <sup>2</sup>	6,5	6,1	6,6	5,8	5,9	5,1	5,0	4,7	4,8	4,3
Entreprises <sup>2</sup>	0,9	1,6	1,0	2,4	3,4	3,9	4,5	4,5	6,0	5,3
Créances hypothécaires <sup>1</sup>	5,2	4,8	4,9	4,8	4,5	4,2	4,2	4,1	4,0	3,8
dont ménages <sup>1</sup>	6,9	5,5	5,7	5,4	5,3	4,9	4,8	4,8	4,6	3,9
dont entreprises <sup>1</sup>	3,1	1,2	1,5	1,3	0,7	0,8	1,2	1,0	1,3	2,8
Autres crédits <sup>1</sup>	-0,7	4,6	4,4	5,4	8,1	9,6	10,3	9,7	13,1	11,2
dont gagés <sup>1</sup>	2,6	2,5	4,4	0,6	1,5	7,1	7,2	8,7	7,7	4,5
dont non gagés <sup>1</sup>	-3,1	6,3	4,3	9,3	13,4	11,5	12,6	10,5	17,1	16,0

1 Bilan mensuel

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 leur influence maximale sur le taux d'inflation au bout de trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prédiction d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la Banque nationale, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs.

### 4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la Banque nationale s'inscrivent largement dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de juin et de septembre 2007.

#### Une conjoncture mondiale toujours solide

Aux Etats-Unis, du fait des assainissements opérés dans le secteur de l'immobilier et des turbulences récentes qu'ont connues les marchés financiers et du crédit, qui risquent de limiter considérablement la contribution à la croissance de la consommation privée et des investissements, on s'attend à une croissance moins dynamique que lors de la dernière appréciation de la situation. De plus, les risques d'un ralentissement se sont accrus. En Europe, au contraire, on continue à prévoir une évolution positive de l'économie. Au niveau mondial, on table sur une conjoncture globalement solide.

#### Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2007	2008	2009
<b>Prédiction de septembre 2007</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	1,9	2,9	3,1
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,7	2,2	2,1
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,35	1,37	1,37
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	69,4	76,0	76,0
<b>Prédiction de juin 2007</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	2,2	3,0	2,9
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,6	2,2	2,0
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,34	1,35	1,35
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	65,2	68,0	68,0

1 Variation en %

2 Niveau

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

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

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

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

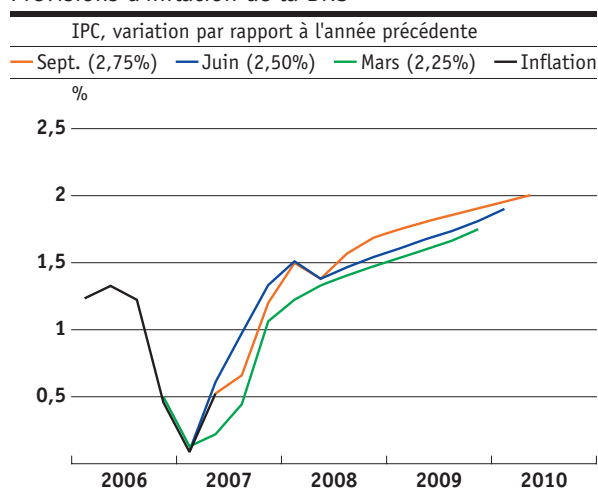
## 4.2 Prévision d'inflation du 3<sup>e</sup> trimestre de 2007 au 2<sup>e</sup> trimestre de 2010

La prévision d'inflation publiée chaque trimestre résulte de l'analyse de différents indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution future des prix en se basant sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de juin, de mars et de septembre 2007 font l'objet du graphique 4.1. La nouvelle prévision porte sur la période allant du troisième trimestre de 2007 au deuxième trimestre de 2010 et indique les perspectives en matière d'inflation établies sur la base d'un Libor à trois mois maintenu à 2,75% pendant toute cette période. Le taux de 2,75% correspond à la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 0,25 point de base pour la porter à 2,25%–3,25% le 13 septembre dernier. Les prévisions de juin et de mars reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 2,50% et 2,25%.

Les récentes turbulences sur les marchés financiers n'ont jusqu'à présent pas entraîné de modifications des perspectives d'inflation. Au contraire, ces dernières se sont légèrement dégradées en raison de l'évolution positive de l'économie, du prix toujours élevé du pétrole et du franc relativement bas. La nouvelle prévision montre que, dans le cas d'un Libor à trois mois constant à 2,75%, les perspectives de renchérissement restent quasiment inchangées. L'inflation devrait croître jusqu'au premier trimestre de 2008, puis baisser légèrement à compter du second trimestre. Ce mouvement s'explique essentiellement par l'évolution du prix du pétrole au trimestre correspondant de l'année précédente (effets de base). Si le Libor à trois mois demeure à 2,75%, l'inflation prévue devrait s'accélérer à partir du milieu de 2008 pour atteindre 2%.

L'évaluation des prévisions d'inflation est toutefois entravée par des incertitudes plus grandes qu'à l'accoutumée. Certaines adaptations structurelles de l'économie continuent d'avoir des répercussions favorables sur le renchérissement. Un affaiblissement de la conjoncture internationale dû à la crise des hypothèques et du crédit devrait également exercer une pression à la baisse sur les prix. Un recul du prix du pétrole et une revalorisation du franc suisse auraient des effets similaires. Par ailleurs, le taux élevé d'utilisation des ressources et le renchérissement des importations poussent à la hausse des prix. Au total, le risque d'une inflation supérieure aux prévisions est tout aussi grand que celui d'un renchérissement inférieur à celles-ci.

Graphique 4.1  
Prévisions d'inflation de la BNS



Source: BNS

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

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

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de juin à août 2007, sont résumés ci-après.

## Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre juin et août avec quelque 150 représentants de divers secteurs et branches économiques ont donné l'image d'une conjoncture haute et reposant sur une large assise. La plupart des interlocuteurs ont signalé une croissance forte, voire très forte des ventes et des commandes; certains sont allés jusqu'à parler d'année record. Ils se sont montrés optimistes quant à l'avenir; il n'a guère été question d'un ralentissement prochain. Les turbulences du mois d'août sur les marchés financiers sont tout de même à l'origine de certaines préoccupations.

Vu le fort taux d'utilisation des capacités de production et les bons résultats, de nombreuses entreprises ont procédé à des investissements d'extension ou en ont prévus. Les difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée ont été mentionnées fréquemment. La marge dont disposent les entreprises pour fixer leurs prix semble s'être globalement élargie de sorte que, de plus en plus, celles-ci sont en mesure de répercuter sur leur clientèle la hausse des prix des matières premières et de l'énergie. A nouveau, les manques de capacités et les problèmes d'approvisionnement en matières premières et en produits intermédiaires ont constitué leurs principaux soucis.

# 1 Production

## Industrie

Dans l'industrie, la production a fait preuve de dynamisme et les commandes ont marqué une vive expansion. Les capacités techniques et la main-d'œuvre disponible ont été largement utilisées. La quantité d'ordres en réserve assure le plein emploi jusqu'à une période avancée de 2008. Une excellente année se dessine donc à nouveau, tant sur le plan des ventes que sur celui des revenus. La demande repose sur une large assise géographique, l'Union européenne (notamment l'Allemagne) ayant le plus souvent été citée comme partenaire privilégiée. Les interlocuteurs de la BNS ont également jugé positive la marche des affaires en Asie (Chine et Inde essentiellement) et en Europe de l'Est (Russie). Par contre, leurs estimations quant aux Etats-Unis se sont révélées divergentes et globalement plus réservées. Les volumes de commandes ont été tels qu'il a souvent fallu engager des équipes supplémentaires ou annuler des congés afin d'y faire face. Du fait des problèmes d'approvisionnement et des retards de livraison constatés au niveau des matières premières et des produits intermédiaires, un (coûteux) accroissement des stocks a été envisagé à plusieurs reprises. Certains de nos interlocuteurs ont enregistré une baisse de la qualité des produits intermédiaires et, plus rarement, de leur propre production.

La bonne conjoncture a été ressentie dans la quasi-totalité des branches de l'industrie, aucune ne laissant entrevoir de ralentissement des activités. Cette vision positive s'est trouvée confirmée par les entretiens menés avec les représentants des industries de la fonderie, qui fait office d'indicateur avancé pour le secteur des machines. Ces derniers ont déclaré des entrées de commandes toujours aussi nombreuses. Les techniques énergétiques (y compris les énergies alternatives), le génie climatique, la technologie médicale et les produits pour l'industrie aéronautique ont particulièrement profité de la l'évolution favorable de l'économie. Les fournisseurs de l'industrie automobile, soumis à une concurrence spécialement âpre, ont eux aussi estimé la marche de leurs affaires satisfaisante, voire bonne. Dans le domaine des biens de consommation, l'horlogerie continue certes à tenir le haut du pavé, mais d'autres branches telles que l'ameublement et le textile ont également bénéficié de la demande soutenue.

## Services

Une image optimiste s'est également dégagée des entretiens menés avec les représentants du commerce de détail. Malgré une baisse durable de certains prix d'assortiment, les chiffres d'affaires de la plupart des grands distributeurs et centres commerciaux se sont révélés supérieurs au niveau enregistré un an auparavant. Les clients sont enclins à la dépense, ce qui profite surtout au segment des prix bas et au haut de gamme. Dans les zones transfrontalières, le commerce de détail a continué de bénéficier de l'affaiblissement du franc par rapport à l'euro, qui a influencé les achats en faveur des fournisseurs suisses.

Les représentants du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration se sont également déclarés satisfaits de la saison estivale. Même si les conditions météorologiques n'ont pas toujours été optimales, les hôteliers de diverses régions ont constaté une bonne occupation des chambres et une hausse de leur chiffre d'affaires par client. Les hôtes suisses, notamment, ont montrés une grande propension à la dépense. De même, les entreprises ont de nouveau fait preuve de largesse dans le financement de leurs séminaires et manifestations. Partout, la question du prix a été reléguée au second plan. Les interlocuteurs ont souvent expliqué cette situation par le bas niveau du franc par rapport à l'euro, grâce auquel les prix du tourisme suisse ont gagné en compétitivité. Tous attendent la prochaine saison d'hiver avec optimisme. Les entretiens menés avec les représentants d'autres branches liées à la consommation ou aux services aux entreprises, comme les sociétés d'informatique, les compagnies aériennes, les voyagistes et les entreprises de transport, ont confirmé le maintien d'un essor conjoncturel reposant sur une large assise.

Les interlocuteurs du secteur bancaire ont également réitéré leur opinion favorable. Les prêts hypothécaires comme les opérations de placement et les opérations de négoce ont prospéré. Par contre, les activités avec la clientèle commerciale ont connu un développement plus modéré, ce que les représentants des banques expliquent essentiellement par l'excellente liquidité de leurs clients. Il en résulte que les crédits ont souvent été amortis. Cette bonne situation a permis aux banques de continuer à réduire leurs correctifs. Il n'est guère surprenant que les turbulences qu'ont connues les marchés financiers au mois d'août aient suscité quelques inquiétudes, notamment auprès des banquiers.



## Construction et immobilier

La majorité des représentants de la construction ont signalé une bonne marche des affaires, dans laquelle la construction de logements a joué un rôle moteur. Tant dans le secteur principal de la construction que dans le domaine de la finition, les capacités de production ont été largement utilisées et les carnets de commandes bien remplis. La demande soutenue a permis une légère réduction de la concurrence qui, à son tour, a rendu possible des hausses de prix plus fréquentes. Les jugements quant aux perspectives ont toutefois divergé. Estimant déceler des signes manifestes d'essoufflement dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, certains prévoyaient un ralentissement des activités de construction dans les mois à venir. D'autres continuaient de croire en une conjoncture robuste du secteur de la construction. Dans le segment des résidences secondaires très bien situées, on note une forte hausse de la demande étrangère.

## 2 Marché du travail

La plus grande partie des interlocuteurs ont exprimé leur intention de continuer à renforcer leurs effectifs. Toutefois, les difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée ont fréquemment été mentionnées. Elles semblent concerner tout particulièrement les techniciens, les spécialistes des marchés financiers et les gestionnaires de projets. Certes, la libre circulation des personnes entre la Suisse et l'UE remédie quelque peu à cette situation, mais, depuis l'entrée en vigueur de l'accord, la main-d'œuvre qualifiée s'est également raréfiée dans les pays de l'Union. Dans cet environnement peu clément, les formations internes et le perfectionnement des collaborateurs de même que les programmes de réinsertion professionnelle pour les femmes ont gagné en importance. Parallèlement, de nombreux représentants d'offices de travail ont confirmé que les demandeurs d'emploi peu qualifiés ne signaient que difficilement des contrats d'embauche, le nombre de postes n'exigeant qu'une faible qualification étant peu élevé.

Un sujet souvent abordé a été l'intensification de la pression sur les salaires, même si celle-ci n'a pas encore semblé susciter trop d'inquiétude. Pour 2008, la majorité des interlocuteurs escomptent de substan-

tielles hausses de salaires. Le taux de rotation du personnel a également augmenté, notamment au niveau de la main-d'œuvre récemment arrivée de l'UE qui, une fois établie, cherche des postes mieux rémunérés. Dans certaines branches comme l'hôtellerie et la restauration, les travailleurs étrangers exigent en outre de plus en plus souvent diverses compensations à la faiblesse du franc suisse.

## 3. Prix, marges et situation bénéficiaire

Selon la majorité des interlocuteurs, la situation bénéficiaire des entreprises a évolué de manière réjouissante. Dans de nombreux cas, les prix ont pu être relevés, ce qui a permis de répercuter la hausse des prix des matières premières et de l'énergie. Lorsqu'il n'a pas été possible de procéder à des augmentations de prix, les tarifs spéciaux et rabais consentis ont été supprimés. Si l'environnement semble être devenu plus propice aux hausses de prix, c'est aussi parce que la concurrence actuelle suit en général le mouvement et que les clients n'accordent plus la priorité au facteur prix, mais plutôt à la disponibilité des produits et au délai de livraison. Une partie des représentants d'entreprises envisagent d'autres majorations de prix pour 2008. Le commerce de détail, dans lequel les prix des biens d'usage quotidien subissent la pression de la forte concurrence, constitue de nouveau l'exception qui confirme la règle. Les entreprises à vocation exportatrice ont continué à profiter de la faiblesse du franc par rapport à l'euro. Plusieurs de leurs représentants ont toutefois signalé que le calcul repose toujours sur un cours du franc nettement plus élevé.

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

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

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

## An orthogonal polynomial approach to estimate the term structure of interest rates

Hans-Jürg Büttler  
Working Paper 2007-8

La structure à terme des taux d'intérêt, ou la courbe des rendements, joue un rôle important dans la théorie économique et financière. Selon la définition, cette structure décrit le rapport entre le taux d'intérêt des emprunts à coupon zéro, taux d'intérêt au comptant, et la durée de vie restante des emprunts à coupon zéro. Malheureusement, les taux d'intérêt au comptant ne sont observés que pour des durées résiduelles de court terme. Notre tâche consiste à établir la courbe de rendement à partir du cours des emprunts cotés en bourse, avec coupons, sans recourir à un modèle portant sur la structure à terme des taux d'intérêt.

La littérature présente plusieurs approches, dont le *bootstrapping*, une régression utilisant les cours des emprunts, différentes fonctions *spline*, quelques fonctions exponentielles, des séries de Fourier et finalement la méthode dite de *forward rate*. Or, un grand nombre de méthodes connues repose clairement sur des modèles.

Dans notre étude, nous présentons un nouvel algorithme à partir duquel nous pourrions estimer la structure à terme des taux d'intérêt, qui ne dépend d'aucun modèle. Autrement dit, le taux d'intérêt au comptant tel qu'il est estimé converge vers le véritable taux d'intérêt au comptant, qui est toutefois inobservable. L'estimation des taux d'intérêt au comptant est faite au moyen d'une optimisation sous contrainte. Celle-ci minimise l'intégrale des carrés de la première dérivée du taux *forward* en temps continu, sous la contrainte que les cours estimés des emprunts restent dans l'intervalle *bid-ask* observé. Nous appliquons une série finie de polynômes de Laguerre pour l'approximation de la fonction à minimiser. Celle-ci peut être écrite sous une forme quadratique des constantes de Laguerre. Quant aux restrictions non-linéaires, elles peuvent être décrites d'une manière récursive. La solution unique constitue en outre un minimum global. L'erreur d'estimation est inférieure à un point de base si le nombre d'emprunts est suffisamment élevé.

## The colonial origins of comparative development: Comment. A solution to the settler mortality debate

Raphael Auer

Working Paper 2007-9

L'influent travail d'Acemoglu, Johnson et Robinson (2001) nous livre de nombreux éléments étayant la thèse selon laquelle la prospérité économique dépend dans une mesure considérable de la présence d'institutions visant à protéger la propriété privée. L'apport principal de ces trois auteurs est la mise au point d'une variable instrumentale – les taux de mortalité des colons européens – fortement corrélée à la qualité des institutions même si elle n'exerce aucune influence directe sur les différences de revenus. Albouy (2006) critique cette variable. Selon lui, elle manque de cohérence dans sa saisie et dans son interprétation. De plus, elle regroupe les taux de mortalité de populations extrêmement diverses et, par là même, non comparables.

La présente étude clôt le débat sur l'exactitude de telles données en instrumentalisant les taux de mortalité tirés de sources historiques au moyen d'un modèle géographique des déterminants de l'environnement sanitaire à l'époque de la colonisation. Tout d'abord, on établit que le modèle géographique des conditions sanitaires permet une bonne prévision des taux de mortalité et n'a qu'une influence indirecte sur les institutions. Ensuite, on renouvelle l'analyse empirique d'Acemoglu et al. en y projetant le modèle géographique des conditions sanitaires. La mortalité instrumentalisée ainsi obtenue est parfaitement représentative de la qualité des institutions et ce résultat est valable aussi bien pour les données d'origine que pour les séries

révisées d'Albouy. Si la prise en compte de la population dont proviennent les données historiques perfectionne le modèle des conditions sanitaires, en revanche, elle ne modifie en rien le rapport entre taux de mortalité des colons et institutions. Enfin, l'étude montre que la qualité des institutions constitue le facteur primordial expliquant les différences de revenus au niveau international. Que l'on utilise l'une ou l'autre des séries chronologiques, que la population dont les données historiques sont tirées soit intégrée ou non, le résultat est le même. L'étude en arrive à la conclusion que les données empiriques présentées par Acemoglu et al. confirment bel et bien leur hypothèse sur l'origine des institutions. Les trois auteurs n'ont commis aucune erreur de calcul.

### Bibliographie:

Acemoglu, Daron, Simon Johnson et James A. Robinson. 2001. *The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation*. *American Economic Review* 91(5), décembre, 1369–1401.

Albouy, David. 2006. *The Colonial Origins of Comparative Development: An Investigation of the Settler Mortality Data*. Center for International and Development Research. University of California, Berkeley. Working Paper C04'138, mai.

## The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a «principles-based» policy framework

**Ernst Baltensperger, Philipp M. Hildebrand et Thomas J. Jordan**

**Economic Study No 3 2007**

Depuis le début des années 1990, la pratique de la politique monétaire a considérablement évolué. Les nombreux progrès réalisés en termes de théorie de politique monétaire y ont fortement contribué. Les années 1990 connurent l'avènement de la théorie du ciblage direct de l'inflation (*inflation targeting*), qui exerça alors une nette influence sur le comportement des banques centrales. Le concept initial du ciblage direct de l'inflation fut défini comme un cadre de politique monétaire strictement «basé sur des règles», visant à contenir l'inflation à un niveau peu élevé et mettant l'accent sur la transparence et l'obligation de rendre compte. Récemment, un modèle plus flexible émergea, que l'on peut caractériser de cadre monétaire «basé sur des principes». Cette nouvelle perspective associe l'ancrage nécessaire à la stabilité nominale à long terme que préconise le concept initial du ciblage direct de l'inflation à la flexibilité à court terme qui repose sur une approche plus discrétionnaire et pragmatique de la politique monétaire.

Certes, la stratégie de politique monétaire introduite par la BNS en décembre 1999 présente des parallèles manifestes avec les idées et les principes du ciblage direct de l'inflation. Néanmoins, il renferme également de nombreuses différences. Aussi la BNS n'utilise-t-elle pas le terme de ciblage direct de l'inflation pour définir son concept de politique monétaire. En revanche, il existe à maints

égards une similitude notable entre le consensus se profilant en termes de «bonne pratique» de politique monétaire et le concept de la BNS. Depuis 2000, la flexibilité inhérente à ce nouveau concept a en effet permis à la BNS de réagir de manière adéquate à la série de chocs négatifs et positifs qu'a connus l'économie mondiale, sans devoir faire de concessions quant à sa vocation de garante de la stabilité des prix. Avec le bilan global positif de ces sept dernières années, le concept de la BNS pourrait constituer un cas d'étude intéressant pour une politique monétaire visant à s'établir comme solution intermédiaire entre discrétion totale et strict ciblage de l'inflation à court terme. Une forte crédibilité et une excellente renommée constituent toutefois les conditions sine qua non au succès d'une telle approche.

La présente étude fournit une vue d'ensemble de l'évolution de la discussion relative à la «bonne pratique» en matière de politique monétaire depuis les années 1990 et du consensus sur les principes qui en a résulté. Elle propose ensuite une description des éléments de la stratégie de politique monétaire de la BNS et des expériences réalisées à ce jour sur cette base. Enfin, elle passe en revue les principaux parallèles entre le concept de la BNS et le consensus se profilant en termes de «bonne pratique», dans le cadre d'une analyse qui traite également de certains sujets actuels controversés.



## La Banque nationale entend favoriser une détente sur le marché monétaire

Le 13 septembre 2007, à l'issue de son appréciation de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse s'est fixé pour objectif de favoriser une détente sur le marché monétaire en francs suisses. A ce titre, elle vise un Libor pour dépôts à trois mois en francs de 2,75%, après que ce taux a récemment atteint 2,9%. Elle a par conséquent adapté la marge de fluctuation de 25 points de base, la portant à 2,25%–3,25%.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

**Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse**

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8,  
case postale, CH-8022 Zurich. Fax: +41 44 631 81 14;  
e-mail: library@snb.ch.

**Langues**

Le Bulletin trimestriel paraît en langues française et allemande;  
sa version anglaise n'est disponible que sur Internet.

**Prix**

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

**Internet**

[www.snb.ch](http://www.snb.ch)

ISSN 1423-3797 (Version sur papier)  
ISSN 1662-2596 (Version électronique)





