4 Décembre 2006

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

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse
Bulletin trimestriel

Décembre 4/2006 24e année

Contenu

Sommaire

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre 2006

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-décembre 2006.

Table des matières

Avant-propos

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

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

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en décembre 2006. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 14 décembre 2006.

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

Aperçu

Au second semestre de 2006, l'économie mondiale a continué à croître vigoureusement. De vives impulsions ont découlé de la zone asiatique, mais la croissance aux Etats-Unis et en Europe n'a pas été aussi forte qu'au premier semestre. Les taux de renchérissement se sont repliés dans la plupart des pays. Ce repli s'explique principalement par le prix du pétrole, qui a diminué pour s'établir de nouveau à 60 dollars le baril. Les signaux venant des diverses inflations sous-jacentes n'indiquaient toutefois aucune fin d'alerte. Aussi les banques centrales ont-elles maintenu leur politique monétaire restrictive. Pour ce qui a trait à la conjoncture mondiale, les perspectives sont restées dans l'ensemble favorables. Mais des risques découlent toujours de l'évolution du prix du pétrole et des déséquilibres des balances courantes, déséquilibres qui pourraient entraîner des corrections abruptes dans les cours de change.

En vue de sa prévision d'inflation, la BNS établit chaque trimestre un scénario de conjoncture internationale. Plusieurs des hypothèses retenues pour la prévision de septembre ont été modifiées. Ainsi, la BNS a ramené de 3,4% à 2,9% son hypothèse de croissance pour l'économie américaine en 2007. Elle a donc tenu compte des signes, plus nombreux en automne, d'un affaiblissement temporaire de la croissance. En revanche, elle a légèrement révisé à la hausse sa prévision de croissance pour les pays de l'UE (UE à 15) et l'a portée à 2,3% du fait de la reprise robuste de la conjoncture en Europe. Le prix du pétrole ayant fortement diminué entre-temps, la BNS a en outre revu à la baisse son hypothèse dans ce domaine et opté pour un baril à 58 dollars, contre 78 dollars en septembre.

En Suisse, la conjoncture est restée vigoureuse, dans un environnement économique mondial favorable, au second semestre de 2006. Tant les exportations que la demande intérieure, en particulier la consommation privée, ont contribué à la croissance. Au troisième trimestre, l'emploi a marqué une forte progression, après avoir stagné au trimestre précédent, et le chômage a continué son repli. Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des représentants de diverses branches, la conjoncture est très bonne et les entreprises se montrent optimistes pour ce qui concerne la marche des affaires en 2007.

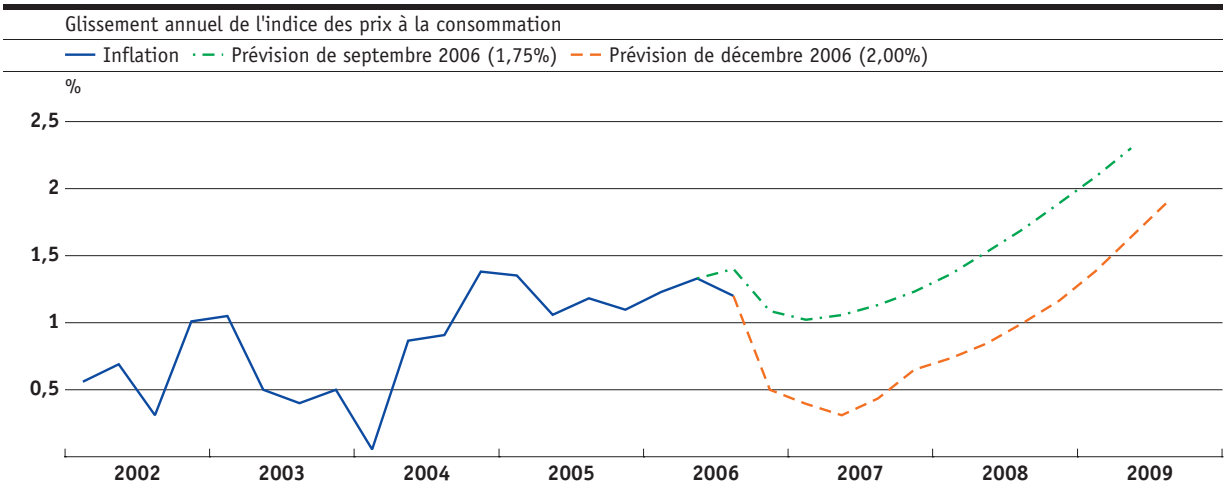
La BNS escompte une croissance annuelle moyenne du PIB réel d'un peu moins de 3% en 2006 et d'environ 2% en 2007. Ainsi, la croissance devrait se poursuivre, mais à un rythme moins vigoureux. Cependant, elle continuera à reposer sur une large assise et restera supérieure au potentiel estimé pour l'économie suisse. Ainsi, l'utilisation des ressources au sein de l'économie, qui a fortement augmenté en 2006, devrait se maintenir à un niveau élevé, et le chômage poursuivra sans doute son repli jusqu'à fin 2007.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre, la BNS a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 1,50%–2,50%. Elle a en outre annoncé son intention de maintenir le Libor, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. Elle a donc une nouvelle fois ajusté sa politique monétaire à l'évolution économique. Grâce à cet ajustement, les perspectives d'inflation devraient rester favorables, même dans une phase d'utilisation élevée des ressources au sein de l'économie.

Selon la prévision d'inflation de décembre, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 2% ces trois prochaines années, les perspectives de renchérissement se sont améliorées. Pour l'essentiel, trois raisons expliquent cette amélioration. La récente baisse du prix du pétrole entraînera à court terme une nette diminution des taux annuels d'inflation. En outre, l'ouverture du marché suisse du travail et la souplesse que cette ouverture donnera au niveau de la production auront des effets modérateurs sur l'inflation. Enfin, le durcissement apporté jusque-là à la politique monétaire devrait contrecarrer une nouvelle accélération du renchérissement.

Par le relèvement de 25 points de base du Libor à trois mois qu'elle a décidé le 14 décembre, la BNS poursuit la normalisation graduelle de sa politique monétaire. Si l'économie évolue conformément aux attentes, elle poursuivra sa stratégie.

Prévisions d'inflation de septembre 2006, avec Libor à 1,75%, et de décembre 2006, avec Libor à 2,00%



Prévision d'inflation de décembre 2006 avec Libor à 2,00%	2006	2007	2008
Inflation annuelle moyenne en %	1,1	0,4	0,9

1 Environnement international

Au second semestre de 2006, l'économie mondiale a continué à croître vigoureusement. De vives impulsions ont découlé de la zone asiatique, mais la croissance aux Etats-Unis et en Europe n'a pas été aussi forte qu'au premier semestre. Les taux de renchérissement se sont repliés dans la plupart des pays. Ce repli s'explique principalement par le prix du pétrole, qui a fléchi pour s'établir, en septembre, à 60 dollars le baril. Les signaux venant des diverses inflations sous-jacentes n'indiquaient toutefois aucune fin d'alerte. Aussi les banques centrales ont-elles maintenu leur politique monétaire restrictive.

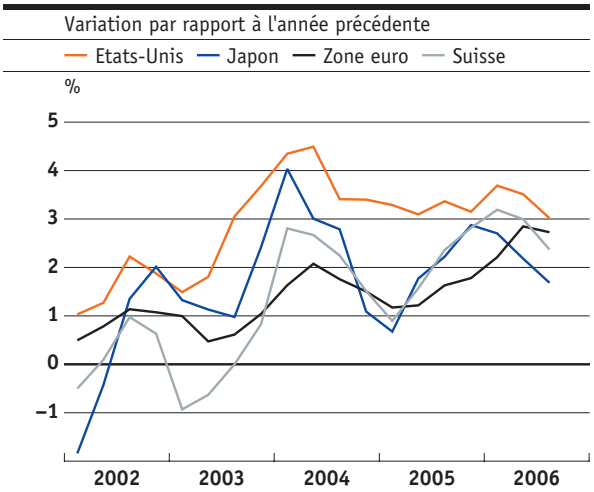
Pour ce qui a trait à la conjoncture mondiale, les perspectives sont restées dans l'ensemble favorables. Les prévisions consensuelles pour 2007 le confirment; celles de novembre sont inférieures à celles d'août uniquement dans le cas des Etats-Unis. Mais des risques découlent toujours de l'évolution du prix du pétrole et des déséquilibres des balances courantes, déséquilibres qui pourraient entraîner des corrections abruptes dans les cours de change.

Ralentissement de la conjoncture aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le PIB réel a progressé de 2,6% au deuxième trimestre et de 2,2% au troisième trimestre. Ce ralentissement est imputable à l'effondrement du secteur de la construction de logements et, dans une plus faible mesure, au recul inattendu des exportations de services. En revanche, la consommation privée et les investissements des entreprises sont restés à des niveaux élevés.

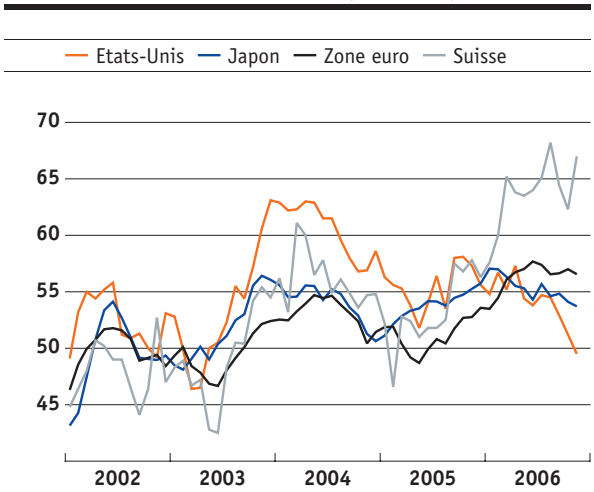
Il est probable que la croissance économique s'accélère quelque peu au quatrième trimestre. Les trimestres suivants, l'évolution de la conjoncture pourrait toutefois être instable, car deux secteurs importants – l'immobilier et l'automobile – sont dans une phase d'adaptation difficile. Le climat de consommation est néanmoins robuste, ce qui incite à l'optimisme. Depuis le mois d'août, les indicateurs afférents au climat de consommation ont pour la plupart évolué favorablement. La hausse des salaires et la baisse du prix du pétrole soutiennent la consommation privée. Les niveaux élevés tant du taux d'utilisation des capacités de production que des bénéfices des entreprises et les conditions de financement attrayantes ont maintenu un climat propice aux investissements. Les exportations profitent vraisemblablement de la conjoncture robuste en Asie et en Europe. Selon les prévisions consensuelles de novembre, la croissance du PIB réel devrait être de 2,5% en 2007; un tel taux est légèrement inférieur au potentiel, lequel est estimé à 3% environ.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

Conjoncture bien établie dans la zone euro

Dans la zone euro également, la croissance a marqué un ralentissement au troisième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 2,1%, contre 4% au deuxième trimestre. Les principales impulsions sont venues de la consommation privée et des investissements, deux composantes de la demande qui, jusque-là, avaient connu une évolution modérée. Par contre, les impulsions venant de l'étranger ont faibli. Le tassement s'est fait sentir dans chacun des trois grands pays, mais particulièrement en France où la croissance du PIB avait presque atteint 5% au deuxième trimestre.

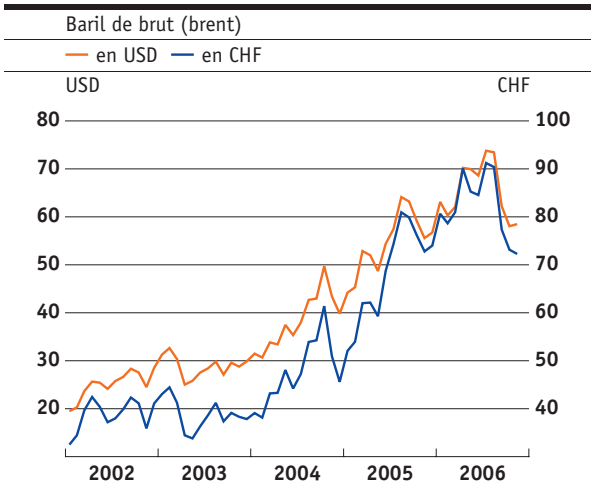
Les perspectives conjoncturelles pour la zone euro sont restées bonnes. Dans les entreprises, le climat n'a cessé de s'éclaircir, et la demande de main-d'œuvre s'est renforcée. L'amélioration de la situation caractérise notamment l'Allemagne et l'Italie, deux pays qui, après une longue phase de faiblesse, enregistrent de nouveau une progression de l'emploi et un repli du chômage. Ces deux évolutions et la baisse du prix du pétrole devraient stimuler la consommation privée. Du côté des entreprises, la forte demande de crédits est le signe d'investissements toujours vigoureux. Il faut toutefois s'attendre à ce que le relèvement de la TVA en Allemagne, au 1er janvier 2007, et le durcissement de la politique fiscale en Italie freinent temporairement la croissance dans la zone euro. Selon les prévisions consensuelles publiées en novembre, la croissance du PIB réel devrait être de 1,9% en 2007, soit un taux légèrement supérieur à celui qui ressortait des prévisions d'août.

Dynamisme économique en Asie grâce aux exportations

Au Japon, le PIB réel n'a augmenté que de 0,8% au troisième trimestre. La faiblesse de la croissance est due principalement à un net recul de la consommation privée, recul qui s'explique en partie par les conditions météorologiques. En revanche, les exportations et les investissements des entreprises ont continué à progresser vigoureusement. Les bons résultats qu'enregistre le secteur exportateur grâce à la forte demande en provenance d'Asie et au bas niveau du yen devraient soutenir la conjoncture japonaise à l'avenir également. Selon les prévisions consensuelles établies en novembre, la croissance devrait s'inscrire à 2% en 2007.

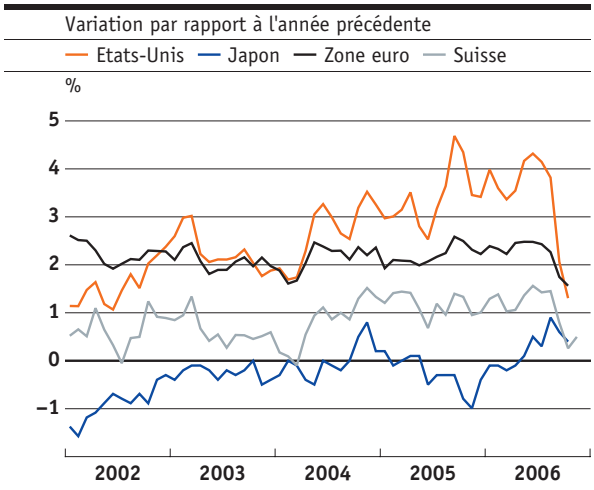
En Chine, le rythme de la croissance économique ne s'est guère ralenti au troisième trimestre. En comparaison annuelle, le PIB réel s'est accru de 10,4%, contre 11,3% au deuxième trimestre. Les investissements et les exportations ont donné les principales impulsions. En octobre, la production industrielle et les investissements ont progressé à des rythmes légèrement moins soutenus. Rien n'indique toutefois que la croissance pourrait marquer un fort ralentissement. Les autres pays d'Asie de l'Est ont eux aussi enregistré une évolution favorable de la conjoncture. L'économie s'est remise à croître après avoir, au premier semestre, subi les effets du mauvais temps, de divers conflits de travail et d'un ajustement des stocks dans le domaine des technologies de l'information et de la communication (TIC).

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



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

Renchérissement en repli

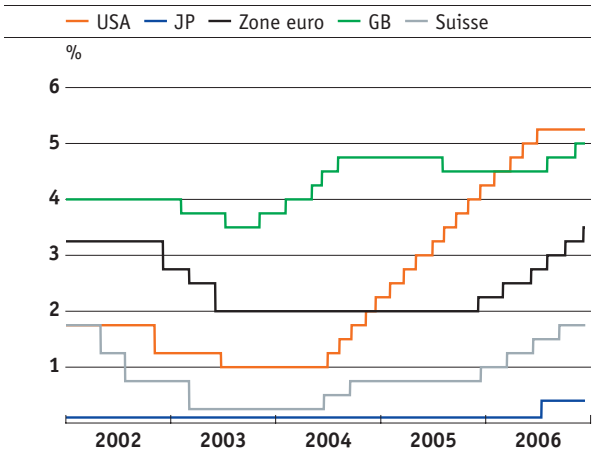
Dans les pays du G7, le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la consommation, s'est replié au cours du troisième trimestre grâce surtout à la baisse du prix du pétrole. Le taux annuel moyen de renchérissement s'établissait à 1,8% en septembre, alors qu'il avait atteint 3,2% en juin. Le taux d'inflation sous-jacente par contre a encore augmenté; ce taux est calculé en excluant de l'indice les prix du pétrole et ceux des denrées alimentaires. En septembre, il s'inscrivait à 2%, soit à son niveau le plus élevé depuis novembre 2001.

Les prix ont eu tendance à évoluer d'une manière semblable aux Etats-Unis et dans la zone euro. Entre juillet et octobre, les taux annuels de renchérissement ont marqué des replis sensibles, passant à 1,3% aux Etats-Unis et à 1,6% dans la zone euro. Des niveaux aussi bas n'avaient plus été observés depuis novembre 2001 aux Etats-Unis et depuis février 2004 dans la zone euro. Les taux d'inflation sous-jacente sont par contre restés stables, soit à 2,7% aux Etats-Unis et à 1,5% dans la zone euro. Au Japon, le taux annuel de renchérissement a diminué de 0,1 point entre juin et septembre pour s'établir à 0,6%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente est demeuré négatif (–0,5%).

Politique monétaire – Evolutions divergentes

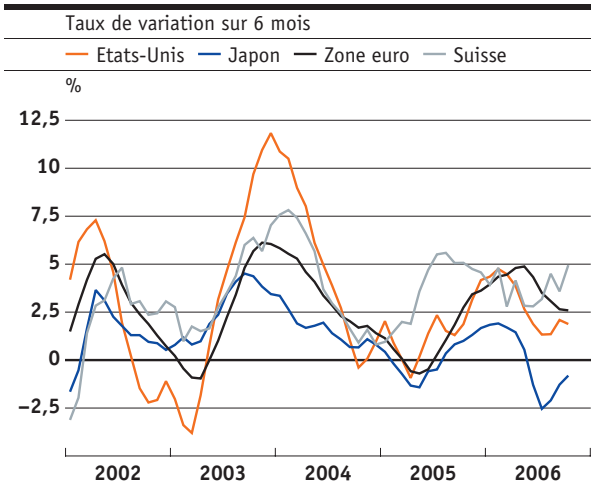
Dans les grands pays industrialisés, la politique monétaire n'a pas été homogène. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a maintenu le taux de l'argent au jour le jour inchangé au second semestre, après l'avoir porté de 5% à 5,25% en juin. Elle a donc gardé le cap légèrement restrictif de sa politique monétaire. Elle a justifié sa décision par le fait que le risque d'inflation persistait malgré le ralentissement de la croissance. En octobre et en décembre, la Banque centrale européenne a relevé de 0,25 point chaque fois le taux qu'elle applique à ses opérations principales de refinancement; ce taux a ainsi passé à 3,5%. Elle a expliqué les deux hausses par le risque d'inflation découlant du renforcement de la conjoncture et de l'expansion vigoureuse des crédits. La banque centrale chinoise a elle aussi durci sa politique monétaire dans le but de freiner la croissance rapide des crédits et des investissements. En août, elle a légèrement relevé le taux d'intérêt à court terme (ce taux à un an a passé à 6,12%). En novembre, elle a porté de 8,5% à 9% le taux des réserves minimales. Quant à la banque centrale du Japon, elle n'a pas modifié sa politique monétaire. Sa dernière adaptation du taux de l'argent au jour le jour remonte au mois de juillet. Le taux avait alors passé de 0% à 0,25%. La banque centrale du Japon a notamment attiré l'attention sur l'incertitude au sujet de l'évolution des prix.

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

Prévisions consensuelles

Tableau 1.1

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

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

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Ralentissement de la croissance du PIB et progression de l'emploi

En Suisse également, l'essor de la conjoncture s'est maintenu au troisième trimestre de 2006. Selon les estimations du seco, le PIB réel a augmenté de 1,5% par rapport à la période précédente et de 2,4% en comparaison annuelle. L'emploi a marqué une forte progression et le taux de chômage a continué son repli.

Par rapport au premier semestre, la croissance du PIB s'est ralentie dans une mesure plus forte que ce qu'attendait la BNS. Les éléments moteurs de la conjoncture sont cependant restés intacts, ce qui s'est reflété dans la vigoureuse expansion de la demande globale (hors stocks). On retiendra en particulier que le commerce extérieur, du fait d'un sensible recul des importations, a apporté une importante contribution positive à la croissance du PIB. Mais une contribution négative tout aussi importante est venue des stocks.

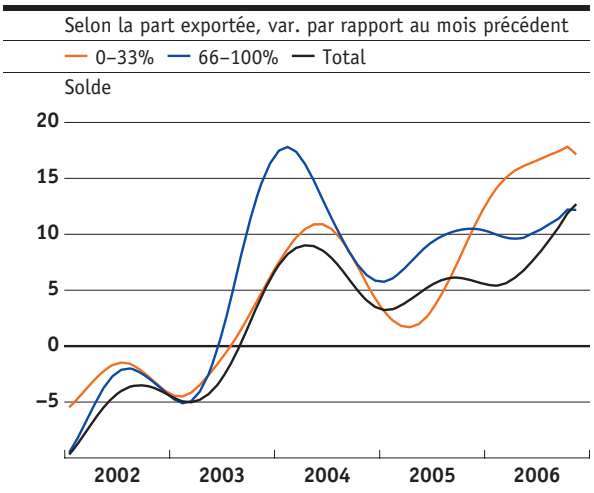
L'industrie, toujours moteur de la croissance

Du côté de la production, l'industrie, les assurances, l'immobilier et le secteur public ont constitué les principaux moteurs de la croissance. La création de valeur a marqué un léger repli dans la construction, mais un net recul dans le secteur bancaire. De tous les secteurs de la production, le secteur bancaire avait fourni la plus forte contribution à la croissance du PIB en 2005.

La statistique de la production, que dresse l'Office fédéral de la statistique (OFS), confirme la conjoncture toujours favorable dans l'industrie. Ainsi, la production dans l'industrie manufacturière s'est accrue, au troisième trimestre, de 8,6% par rapport au trimestre précédent et de 8,3% en comparaison annuelle. De nombreux autres indicateurs relatifs au secteur industriel atteignaient dernièrement des niveaux historiquement élevés. L'enquête menée chaque mois dans l'industrie par le KOF fait apparaître une nette augmentation, jusqu'en septembre, des commandes et de la production. En même temps, les entreprises ont signalé un bon niveau de leurs carnets de commandes. Elles ont été plus nombreuses à adapter leurs prix de vente à la hausse.

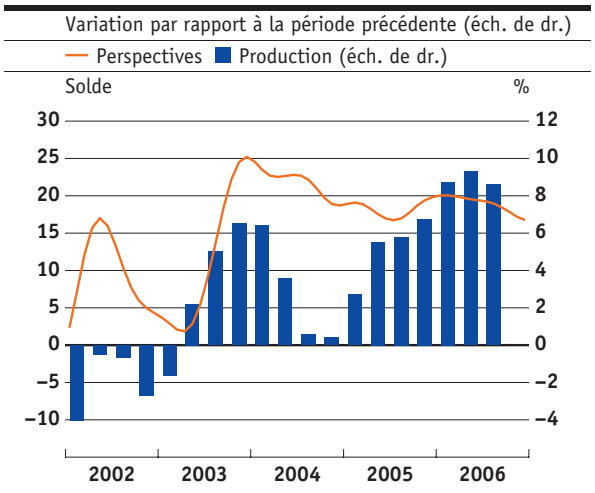
Les premiers indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre laissent percevoir un ralentissement graduel de la conjoncture dans l'industrie. Dans l'ensemble, la croissance de la production est cependant restée robuste. Les entreprises tablaient, pour les prochains mois, sur une évolution toujours favorable de la demande et de la production.

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)

	2002	2003	2004	2005	2004	2005				2006		
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Consommation privée	–0,0	0,8	1,5	1,3	0,7	2,1	0,9	2,5	2,7	1,1	2,0	2,0
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,7	2,6	–0,8	–1,6	–0,1	–2,8	–0,2	–2,8	0,4	1,6	–4,7	3,0
Formation de capital fixe	0,3	–1,4	4,5	3,2	–8,0	6,6	15,2	–4,8	0,7	3,2	15,4	–0,7
Construction	2,2	1,8	3,9	3,5	–8,3	9,4	27,8	–10,8	–3,7	–3,3	7,7	3,5
Biens d'équipement	–1,2	–3,9	4,9	2,9	–7,8	4,4	5,3	0,7	4,6	9,1	22,1	–4,0
Demande intérieure finale	**0,2**	**0,5**	**1,9**	**1,4**	**–1,5**	**2,4**	**3,9**	**0,1**	**2,0**	**1,6**	**4,1**	**1,5**
Demande intérieure	**–0,5**	**0,4**	**1,5**	**1,1**	**–1,5**	**1,2**	**–1,2**	**3,5**	**5,3**	**1,6**	**2,3**	**–6,4**
Exportations totales	–0,7	–0,4	8,4	6,4	–1,2	0,3	26,2	6,9	11,5	10,6	0,4	11,6
Marchandises	1,1	–0,1	7,8	5,8	–4,3	–1,5	33,5	–2,0	12,2	21,2	–0,7	15,1
Sans les MPPAA[1]	0,4	0,7	7,6	6,3	1,3	–5,0	39,0	–5,0	11,9	17,5	6,4	7,1
Services	–5,7	–1,4	10,0	8,0	7,5	5,2	8,7	34,2	9,8	–13,4	3,8	2,2
Demande globale	**–0,5**	**0,1**	**3,7**	**2,9**	**–1,4**	**0,9**	**7,3**	**4,7**	**7,4**	**4,6**	**1,7**	**–0,4**
Importations totales	–2,6	1,0	7,4	5,3	–6,6	0,1	17,6	6,7	19,7	8,6	–0,1	–4,5
Marchandises	–3,0	2,2	6,4	5,5	–7,4	–2,2	20,7	6,8	19,8	11,7	–1,2	–5,0
Sans les MPPAA[1]	–2,2	2,8	6,6	5,1	–7,9	–1,3	18,6	9,0	13,6	14,1	–1,6	–8,0
Services	–0,7	–4,8	12,1	4,4	–2,6	11,0	4,1	6,4	19,2	–6,2	5,8	–2,3
PIB	**0,3**	**–0,2**	**2,3**	**1,9**	**0,7**	**1,3**	**3,5**	**3,9**	**2,7**	**2,8**	**2,5**	**1,5**

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

Bonnes perspectives conjoncturelles pour 2007

Les quelque 140 représentants d'entreprises de diverses branches économiques avec lesquels les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens entre septembre et novembre ont conservé leur optimisme pour 2007. Presque tous escomptent des chiffres d'affaires en hausse notable. Pour eux, le risque principal vient de l'évolution sur les marchés des matières premières (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale», p. 38, dans la présente édition du Bulletin trimestriel).

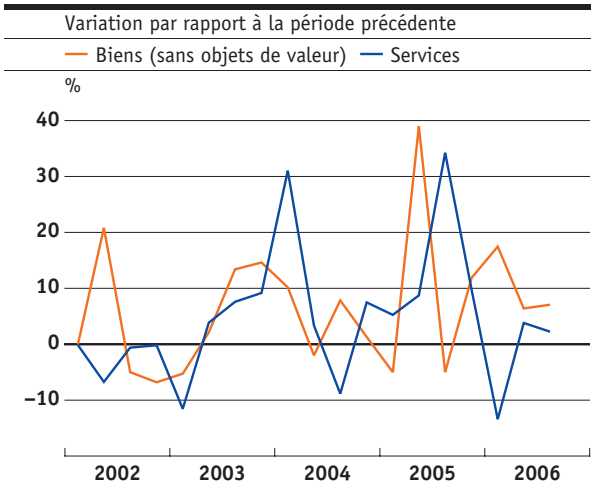
La BNS table sur une croissance annuelle moyenne du PIB réel d'un peu moins de 3% en 2006 et d'environ 2% en 2007. L'essor de la conjoncture, qui avait commencé au milieu de 2003, se poursuivra ainsi à un rythme plus modéré. La croissance attendue continuera cependant à reposer sur une large assise et restera supérieure au potentiel estimé pour l'économie suisse. Par conséquent, l'utilisation des ressources au sein de l'économie devrait se maintenir approximativement à son niveau élevé de 2006, et le chômage aura sans doute tendance à se replier jusqu'à fin 2007. Grâce à l'amélioration de l'emploi et des revenus, la consommation privée devrait demeurer un soutien important de la conjoncture. Les exportations et les investissements continueront cependant à donner de vigoureuses impulsions.

Vigueur des exportations, mais diminution des importations

En termes réels, les exportations de biens et de services ont poursuivi leur tendance à l'expansion au troisième trimestre. La croissance des exportations de biens s'est accélérée par rapport au trimestre précédent, mais celle des exportations de services a faibli, notamment à la suite d'une baisse des commissions encaissées par les banques. L'expansion des exportations de biens a reposé sur une large assise, les ventes à l'étranger de biens d'équipement et de produits semi-finis ayant marqué des progressions supérieures à la moyenne. La répartition géographique montre que les exportations vers l'UE, les Etats-Unis et les pays membres de l'OPEP ont progressé nettement. Les exportations vers l'Allemagne ont toutefois perdu de leur vigueur vers la fin du troisième trimestre. Il en est allé de même des exportations vers les pays asiatiques, en particulier vers le Japon.

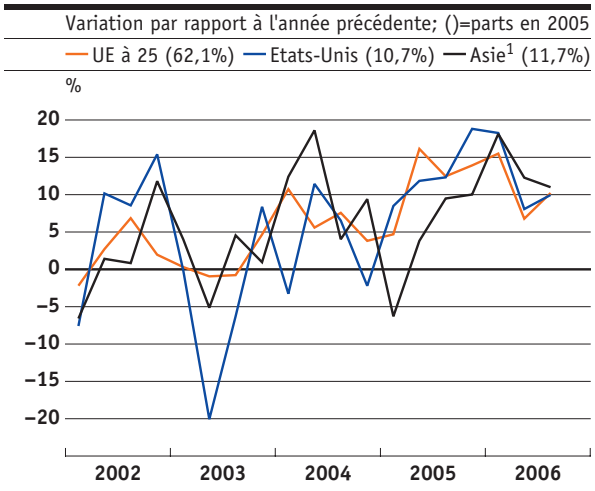
Les importations, en termes réels, de biens et de services ont sensiblement reculé au troisième trimestre, après avoir stagné au deuxième trimestre. Du fait de leur fort accroissement au cours des trimestres précédents, elles s'établissaient toutefois à un niveau supérieur de presque 4% à celui de la période correspondante de 2005. Le recul observé du deuxième au troisième trimestre est dû en majeure partie aux achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis, mais aussi de biens d'équipement. En outre, les importations dans les domaines de la chimie et de la pharmacie ont marqué, en septembre, un effondrement inattendu. Dès octobre, les importations se sont clairement redressées, à l'exception toutefois de celles de biens d'équipement.

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)

Consommation privée toujours robuste

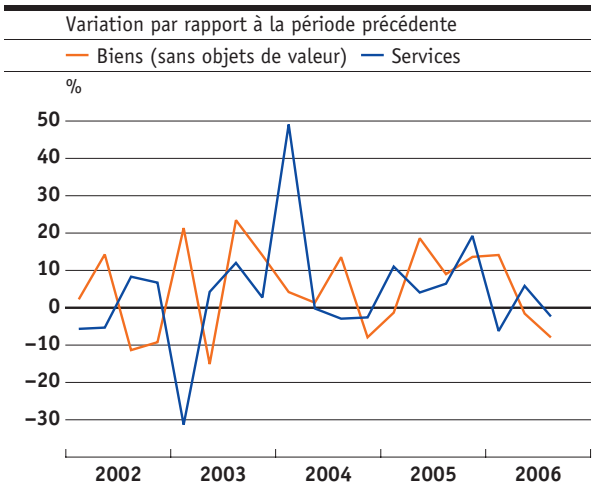
Au troisième trimestre, la consommation privée a une fois encore apporté un soutien significatif à la conjoncture. Elle a augmenté de 2%, tant par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. La consommation de biens comme celle de services ont évolué positivement. Du deuxième au troisième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont accrus de 3,7% en termes réels; leur croissance s'est ainsi accélérée. Du côté des biens durables, les ventes de montres et de bijoux ont vivement augmenté par rapport au trimestre précédent, tandis que celles de voitures neuves ont faibli, après leur vive expansion du début de l'année. Dans le domaine de la consommation de services, le tourisme a enregistré des chiffres d'affaires en hausse, et le taux d'occupation des hôtels suisses n'avait jamais été aussi élevé depuis 2001.

L'indice du climat de consommation, qui avait fortement progressé depuis le début de l'année, s'est stabilisé en octobre. Les ménages se sont exprimés en termes encore plus positifs que lors de la précédente enquête quant à la situation, aussi bien actuelle que passée, de l'économie et du marché du travail; leurs attentes pour l'année à venir sont restées inchangées. La BNS estime que les revenus réels des salariés devraient augmenter de plus de 2% en 2007 grâce à une progression de l'emploi et à une hausse des salaires réels. Ce taux correspond approximativement à l'accroissement observé en 2006. La consommation devrait ainsi rester, en 2007 également, un important soutien de la conjoncture.

Investissements en constructions en augmentation

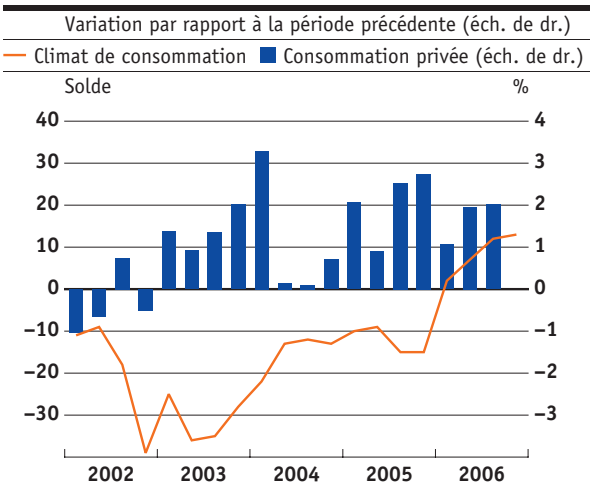
Au troisième trimestre, les investissements en constructions dépassaient de 3,5% leur niveau de la période précédente et de 1% celui du trimestre correspondant de 2005. La construction de logements a continué à progresser si l'on se réfère au

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

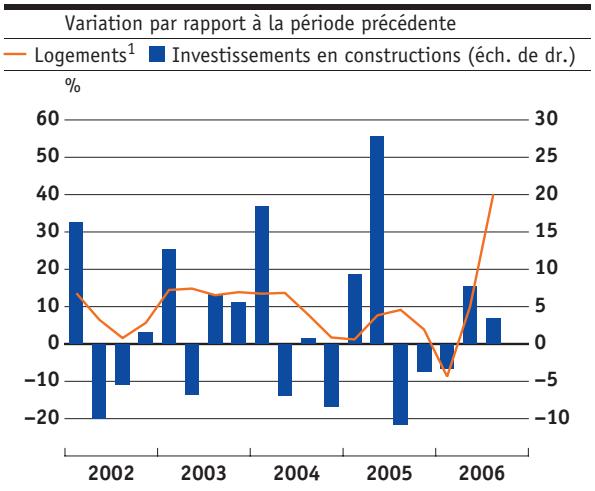
nombre de logements en construction. En outre, les données de la Société suisse des entrepreneurs (SSE) font ressortir une augmentation simultanée des constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services.

Actuellement, la situation dans la construction est remarquablement bonne. Tant le volume des constructions que les réserves de travail sont à des niveaux élevés. Quant à l'emploi, il affichait une tendance haussière encore récemment. Selon l'indice des prix de la construction calculé par l'OFS, les entreprises ont pu appliquer des augmentations de prix substantielles en une année. Dans la construction de logements, les signes de stagnation observés au premier semestre ont disparu au troisième trimestre; le nombre de permis de construire, constant depuis la fin de 2005, a de nouveau progressé. L'amélioration dans le domaine des revenus et de l'emploi et le niveau toujours bas des taux d'intérêt expliquent sans doute ce redémarrage. Il ressort de l'enquête trimestrielle de la SSE que la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services devrait elle aussi connaître une expansion au cours des prochains trimestres; il faut par contre s'attendre à une diminution du volume de travail dans le génie civil.

Recul temporaire des investissements en biens d'équipement

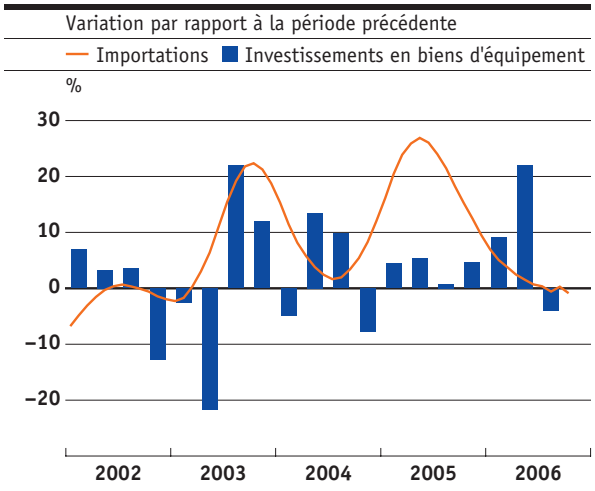
Après leur vive progression du deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont diminué légèrement au troisième trimestre. Néanmoins, ils dépassaient encore de 7,6% leur niveau de la période correspondante de 2005. La répartition par catégories montre que les achats d'avions – une composante très volatile – ont tout particulièrement fléchi. Les investissements des entreprises devraient s'accélérer au cours des prochains trimestres étant donné la perspective d'une conjoncture robuste, le taux élevé d'utilisation des capacités de production et les bénéfices des entreprises.

Graphique 2.7
Constructions



1 Dont la construction a été autorisée.
Sources: OFS et seco

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2.2 Utilisation des capacités de production

Hausse du taux d'utilisation des capacités de production

Au troisième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a encore progressé légèrement pour s'établir à 87,4%. Selon l'enquête trimestrielle du KOF, il atteignait ainsi – comme d'ailleurs au premier semestre – ses niveaux les plus hauts depuis plus de quinze ans. Depuis 1966, soit depuis que cette enquête est menée, des taux d'utilisation plus élevés n'ont été observés que dans les phases de haute conjoncture du début des années septante et en 1989/90.

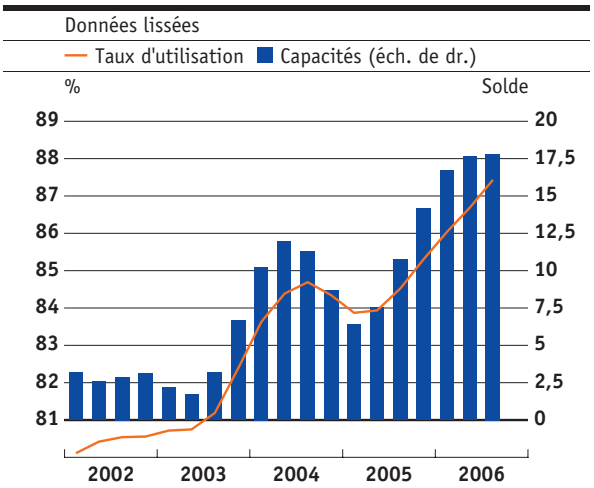
Un tel taux d'utilisation des capacités de production est d'autant plus remarquable qu'une forte part des entreprises interrogées signalent depuis un certain temps déjà une extension de leurs capacités techniques. Cet indicateur a lui aussi atteint, au cours des derniers trimestres, un niveau historiquement élevé. L'expérience montre toutefois qu'il faut un certain temps pour que les biens d'équipement soient entièrement intégrés dans le processus de production. Il n'est donc guère étonnant que les entreprises, en dépit des investissements effectués, continuent à considérer leurs capacités techniques comme un frein à la production plus important que la main-d'œuvre disponible.

Ecart de production positif

L'écart de production dans l'économie est un instrument plus complet qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et une estimation de la production potentielle. Cet indicateur tient compte non seulement de l'industrie, mais aussi des autres secteurs de l'économie et intègre, en plus de l'utilisation des capacités techniques, la situation régnant sur le marché du travail. Le graphique 2.10 présente trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]).

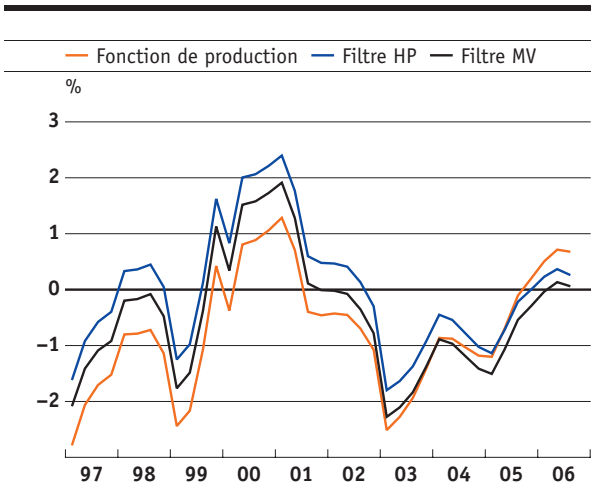
Ces estimations montrent que le PIB réel est supérieur à la production potentielle depuis le quatrième trimestre de 2005, selon les deux premières méthodes, et depuis le deuxième trimestre de 2006, selon le filtre multivarié. En outre, les trois estimations indiquent que la croissance du PIB réel au troisième trimestre était très proche de celle de la production potentielle. Par conséquent, l'écart de production a peu varié d'un trimestre à l'autre.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Forte progression de l'emploi

Le nombre des emplois a fortement augmenté au troisième trimestre, après avoir presque stagné au trimestre précédent. Il a progressé de 1,8% d'un trimestre à l'autre et de 1,3% par rapport à la période correspondante de 2005. Du deuxième au troisième trimestre, l'emploi s'est accru de 3,5%, soit à un rythme supérieur à la moyenne dans l'industrie, et de 1,4% tant dans le secteur des services que dans celui de la construction. Au sein du secteur des services, ce sont surtout les banques et les entreprises de l'immobilier qui ont augmenté leurs effectifs. Par contre, les diminutions de postes ont continué, à un rythme il est vrai faiblissant, dans le commerce de détail.

Le graphique 2.11 montre l'évolution de l'emploi selon le taux d'occupation. Les trois catégories ont bénéficié de la demande de main-d'œuvre en hausse; les emplois à plein temps ont nettement progressé. Après conversion des postes à temps partiel en postes à plein temps, le volume de travail a augmenté de 1,6% au troisième trimestre et dépassait ainsi de 1,1% son niveau de la même période de 2005.

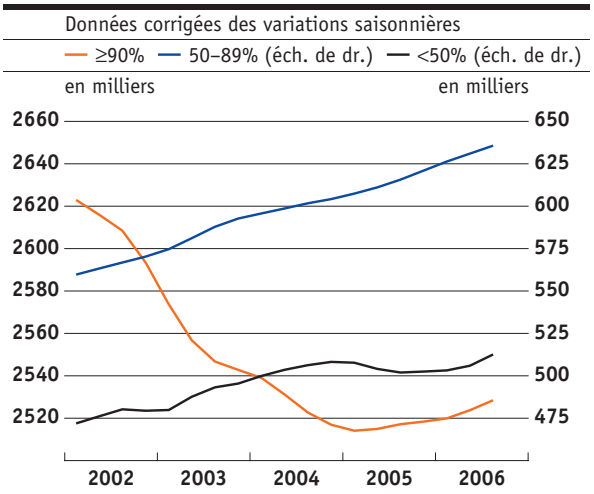
Nouveau repli du chômage et davantage de places vacantes

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué, passant de 3,4% en juillet à 3,1% en novembre. Ainsi, 122 600 personnes étaient encore inscrites en tant que chômeurs auprès des offices du travail. Dans la même période, le taux des demandeurs d'emploi a baissé de 0,3 point pour s'établir à 4,7%, ce qui correspond à 186 600 personnes.

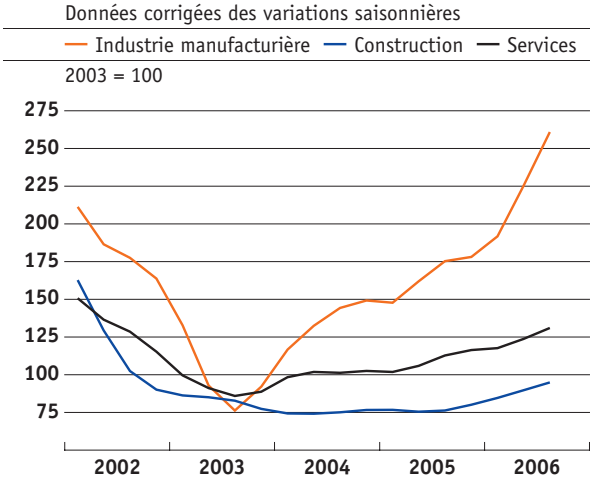
L'accroissement du nombre d'actifs occupés (+49 000 en une année) a été nettement plus important que le recul du nombre de demandeurs d'emploi (–28 000). L'écart entre les deux chiffres s'explique par la plus forte participation de la main-d'œuvre suisse, mais aussi par l'arrivée de travailleurs étrangers et de frontaliers.

Il ressort des graphiques 2.12 et 2.13 que le nombre de places vacantes a augmenté tant selon la statistique de l'OFS que selon les données de Publicitas. La demande de main-d'œuvre a continué à progresser plus fortement dans l'industrie que dans le secteur des services. Au sein de ce dernier, le secteur financier a accru les d'offres d'emploi dans une mesure supérieure à la moyenne. Au cours des prochains trimestres, on peut donc s'attendre à une poursuite de la croissance de l'emploi et du repli du taux de chômage.

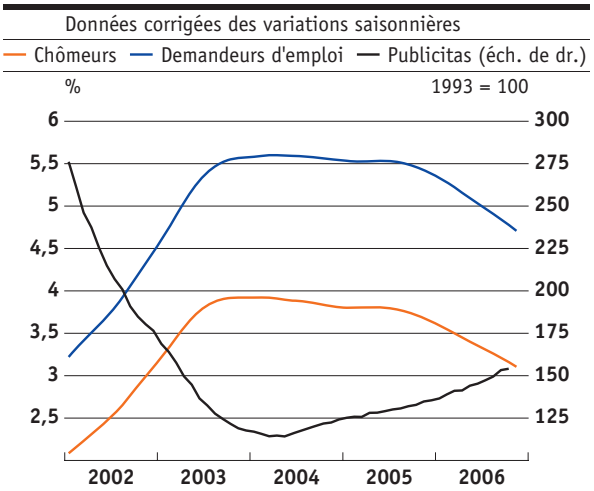
Graphique 2.11
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



Graphique 2.12
Indice des places vacantes



Graphique 2.13
Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

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

2.4 Prix des biens

Ralentissement de la hausse des prix de l'offre totale

Les pressions que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, ont faibli entre juillet et octobre. Mesuré aux prix à la production, le renchérissement annuel s'est replié, passant de 2,6% en juillet à 2% en octobre. Quant aux prix à l'importation, ils ont augmenté en un an de 3,1% en octobre, après 3,5% en juillet. Ces ralentissements sont dus en majeure partie aux prix des produits énergétiques; ceux-ci étaient, en octobre, inférieurs de 2,7% à leur niveau du mois correspondant de 2005, alors qu'ils affichaient encore une hausse annuelle de 10,5% en juillet. La tendance à l'augmentation des prix s'est par contre maintenue du côté des biens intermédiaires, des biens d'équipement et des biens de consommation.

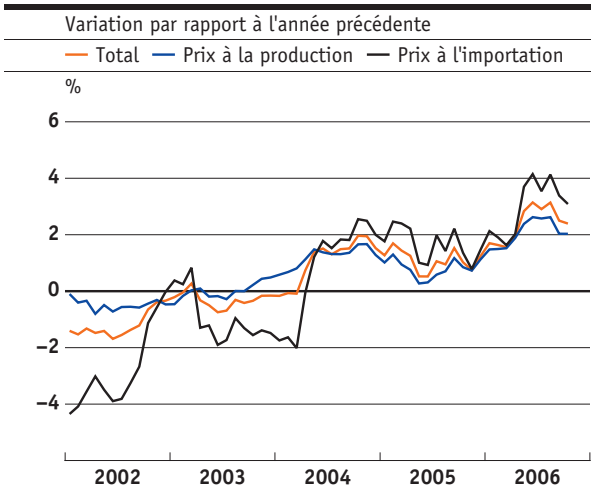
Renchérissement moins élevé au niveau des prix à la consommation

Le renchérissement annuel, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), a faibli, passant de 1,5% en août à 0,3% en octobre, soit son niveau le plus bas depuis mars 2004. En novembre, il s'établissait à 0,5%. Dans l'ensemble, le renchérissement est resté en deçà de la prévision d'inflation qu'a publiée la BNS à la mi-septembre; celle-ci partait en effet de l'hypothèse d'un prix du pétrole stable à 78 dollars des Etats-Unis le baril. Abstraction faite de cette composante, la hausse annuelle des prix à la consommation était de 0,8% en novembre, contre 0,9% en août.

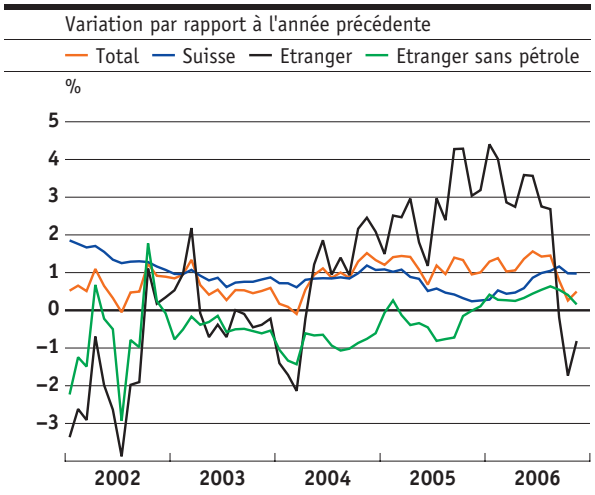
Stabilisation du renchérissement intérieur

En novembre, le renchérissement annuel des marchandises et des services d'origine suisse était, comme en août, de 1%. Ainsi, le renchérissement intérieur s'est stabilisé, après une accélération dans les sept premiers mois de l'année. Du côté des marchandises d'origine suisse, la baisse des prix en un an est restée approximativement inchangée (novembre: 0,2%). Les prix de nombreuses denrées alimentaires transformées (chocolat, pâtes) ont diminué. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a marqué une hausse de 0,5% entre août et novembre. Ainsi, le renchérissement annuel des loyers s'est replié de 0,1 point pour atteindre 2,2%. Dans les autres services du secteur privé également, le renchérissement a diminué

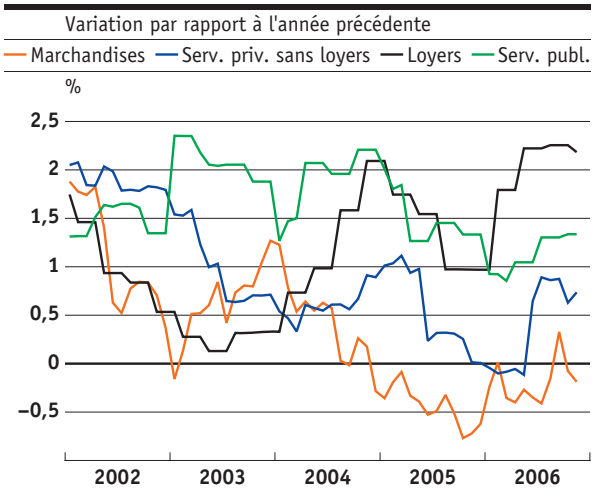
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



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 et BNS

entre août (0,9%) et novembre (0,7%), notamment à la suite de baisses de prix dans les domaines de la gastronomie, de l'hôtellerie et du trafic aérien. Dans les télécommunications, les prix étaient, en novembre, inférieurs de 2,2% à leur niveau du même mois de 2005; le rythme de la baisse des prix a par conséquent fléchi. Quant au niveau des prix des services publics, il est resté stable, ce qui fait que le renchérissement s'est maintenu à 1,3% dans ce domaine.

Baisse des prix à l'importation

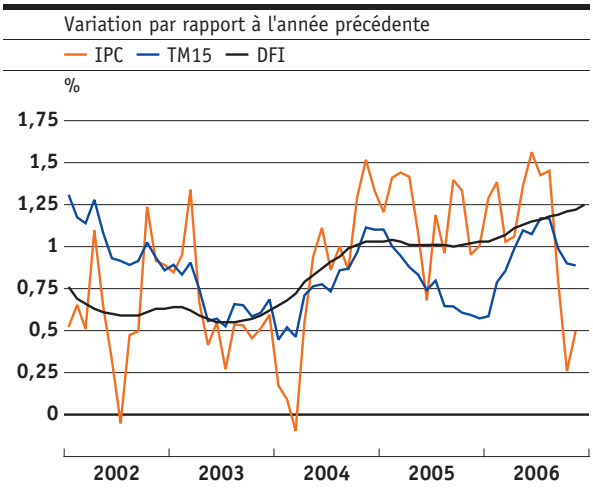
Le renchérissement des marchandises et services importés a faibli, passant de 2,7% en août à –0,8% en novembre. Cette évolution s'explique surtout par la baisse sensible des prix des produits pétroliers qui entrent dans l'indice des prix à la consommation (mazout et carburants). Ceux-ci ont en effet reculé de 12,3% entre août et novembre. Leur niveau de novembre était inférieur de 5,2% à celui du mois correspondant de l'année précédente. Le renchérissement des autres biens importés a diminué; il s'établissait à 0,2% en novembre, contre 0,6% en août. Ce ralentissement a découlé de baisses de prix plus fortes dans l'électronique de divertissement et de médicaments meilleur marché.

Signaux divergents venant des inflations sous-jacentes

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent l'évolution des prix à long terme. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente; tous deux sont représentés dans le graphique 2.17. Pour ce qui est de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans la *dynamic factor inflation* (DFI), on tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

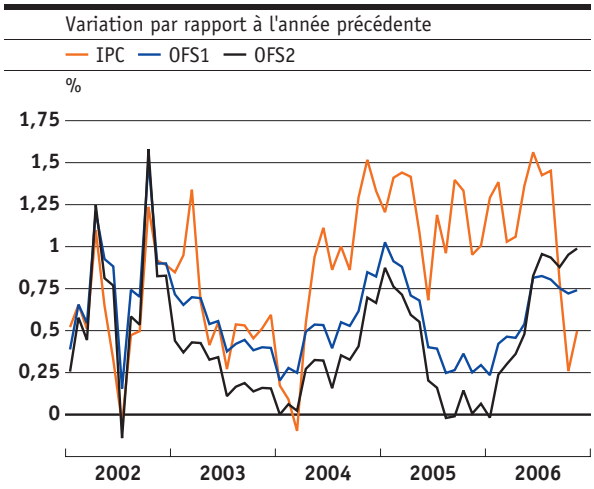
L'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée a diminué de 0,3 point entre août et novembre pour s'établir à 0,9%, alors qu'elle avait tendance à s'accélérer dans la phase précédente. En revanche, la *dynamic factor inflation* indiquait une tendance inflationniste stable à 1,2%. Les calculs des deux inflations sous-jacentes de l'OFS ont également donné des résultats hétérogènes: entre août et novembre, l'inflation sous-jacente 1 a diminué de 0,1 point pour s'établir à 0,7%, tandis que l'inflation sous-jacente 2 s'est légèrement accélérée, passant de 0,9% à 1%.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

Indice suisse des prix à la consommation et composantes Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2005	2006			2006			
		1er trim.	2e trim.	3e trim.	Août	Septembre	Octobre	Novembre
IPC, indice général	**1,2**	**1,2**	**1,3**	**1,2**	**1,5**	**0,8**	**0,3**	**0,5**
Marchandises et services du pays	0,6	0,4	0,6	1,1	1,0	1,2	1,0	1,0
Marchandises	–0,4	–0,2	–0,3	–0,1	–0,2	0,3	–0,1	–0,2
Services	1,0	0,6	0,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
Services privés, sans loyers	0,5	–0,1	0,2	0,9	0,9	0,9	0,6	0,7
Loyers	1,4	1,5	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Services publics	1,5	0,9	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Marchandises et services de l'étranger	2,7	3,8	3,3	1,7	2,7	–0,2	–1,7	–0,8
Sans produits pétroliers	–0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,2
Produits pétroliers	18,5	21,4	18,1	7,7	12,8	–2,2	–10,0	–5,2

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de septembre 2006, 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 1,25%–2,25%. Elle a également annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. De plus, elle a souligné que d'autres hausses du Libor sont à attendre si la conjoncture évolue comme prévu.

Attente d'un nouveau durcissement de la politique monétaire

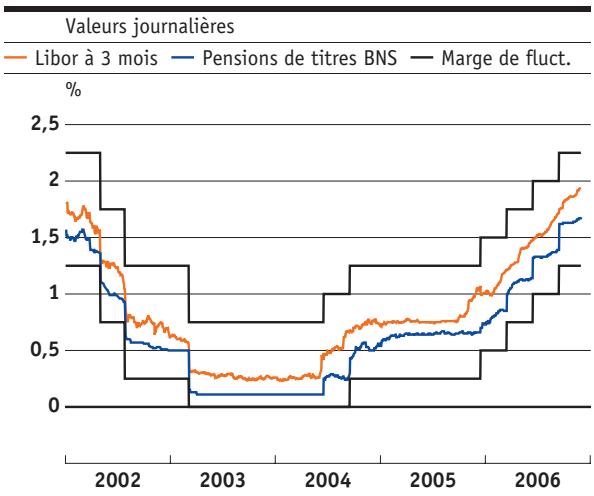
Entre la mi-septembre et la mi-décembre, le Libor à trois mois n'a cessé de progresser, passant de 1,75% après la dernière décision de politique monétaire à 1,99% à la mi-décembre. Ainsi, les marchés s'attendaient à un nouveau relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois lors de l'examen de la situation de décembre.

La perspective d'une prochaine hausse de la marge de fluctuation du Libor à trois mois s'est également reflétée sur le marché des contrats à terme *(futures)*. A fin novembre, le taux d'intérêt appliqué aux *futures* à exécuter à la mi-décembre s'établissait à 2,01% (voir graphique 3.2), ce qui indique l'attente d'un relèvement de 25 points de base du Libor. Quant aux taux d'intérêt appliqués aux *futures* à exécuter en mars et en juin 2007, ils ont légèrement diminué après la mi-septembre, passant à respectivement 2,21% et 2,33% à fin novembre. Les opérateurs sur les marchés tablaient donc toujours sur de nouveaux relèvements, au premier semestre de 2007, de la marge de fluctuation du Libor.

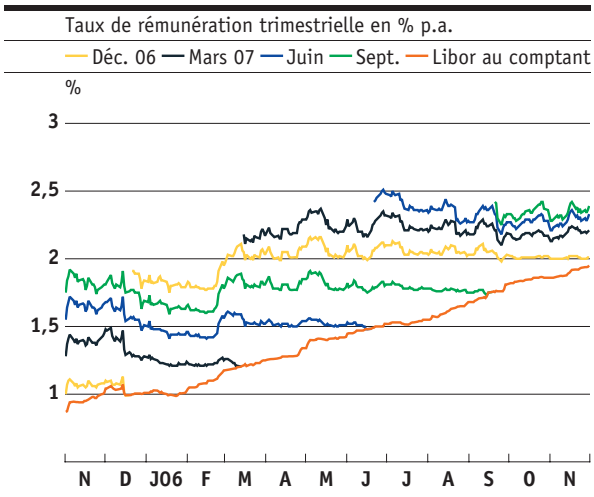
Hausse, à l'étranger également, des taux à court terme

Entre la mi-septembre et la mi-décembre, le Libor pour dépôts à trois mois en francs a augmenté légèrement au sein de la marge de fluctuation, tandis que les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro ont marqué une hausse plus forte du fait de nouveaux durcissements de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne

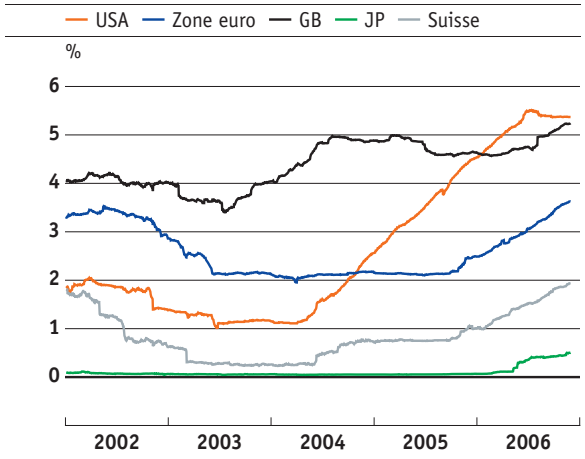
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

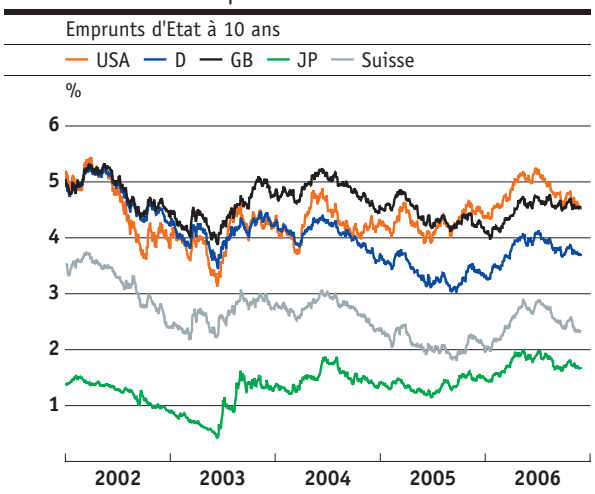
(BCE). Le Libor à trois mois pour dépôts en euros s'établissait à 3,68% à la mi-décembre, contre 3,34% à la mi-septembre. Aussi l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en euros et en francs était-il de 1,69 point à la mi-décembre, contre 1,59 point à la mi-septembre. La Réserve fédérale des Etats-Unis ayant maintenu son taux directeur inchangé à 5,25% depuis le début d'août, les rémunérations sur les dépôts à court terme en dollars n'ont guère varié. Comme les rémunérations sur les dépôts à court terme en francs ont légèrement augmenté, l'écart par rapport aux placements en dollars a quelque peu diminué. Il était de 3,37 points à la mi-décembre, contre 3,64 points à la mi-septembre.

Nouveau repli des taux à long terme

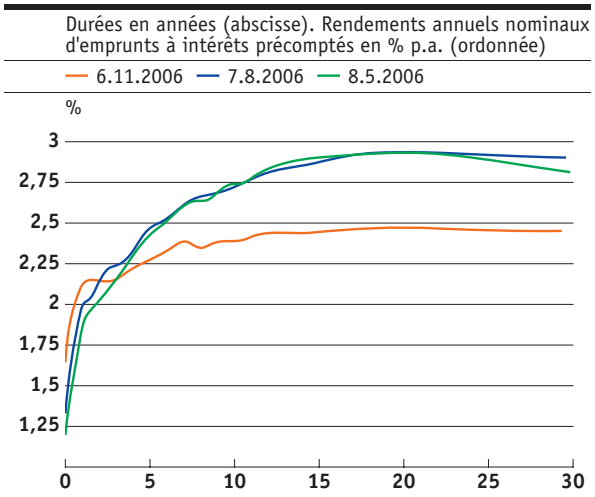
Contrairement aux taux d'intérêt à court terme, les taux longs ont diminué à partir de la mi-septembre. Le rendement des obligations de la Confédération suisse à dix ans a ainsi fléchi de 6 points de base pour s'inscrire à 2,44% à la mi-décembre. Il s'est donc replié, comme au trimestre précédent, après avoir sensiblement augmenté au premier semestre de 2006. La même évolution a été observée sur les marchés obligataires étrangers. Le rendement des bons du Trésor des Etats-Unis à dix ans était de 4,49% à la mi-décembre, soit un niveau inférieur de 31 points de base à celui de la mi-septembre. Le rendement des emprunts allemands correspondants a diminué de 7 points de base pour s'établir à 3,80% à la mi-décembre.

Le graphique 3.6 montre l'évolution des rendements nominaux, pour diverses durées, d'emprunts à intérêts précomptés de la Confédération suisse. Les rendements ont légèrement augmenté pour les courtes durées, mais diminué pour les longues durées. Cette évolution se reflète également dans la courbe, plus plate, des taux d'intérêt (voir graphique 3.5). Une courbe plus plate des taux d'intérêt – elle est observée également sur les autres marchés obligataires – peut être le signe d'un ralentissement attendu de la croissance économique. Elle peut aussi traduire des craintes inflationnistes plus modérées à la suite de la baisse des prix des matières premières.

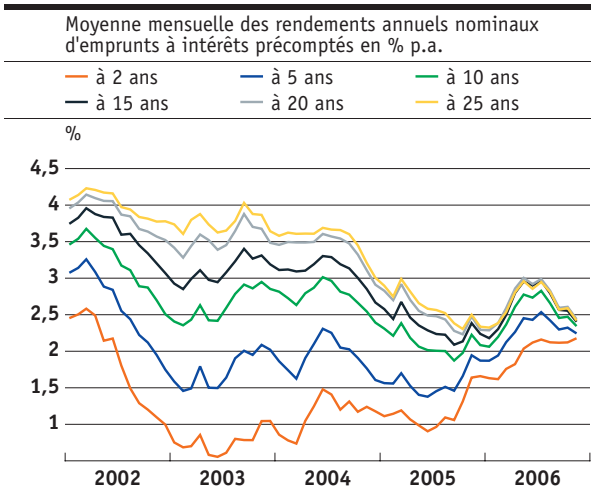
Graphique 3.4
Taux d'intérêt sur le plan international



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



Graphique 3.6
Rendements d'emprunts fédéraux



Sources pour graphique 3.4: Thomson Datastream et BNS

Source pour graphiques 3.5 et 3.6: BNS

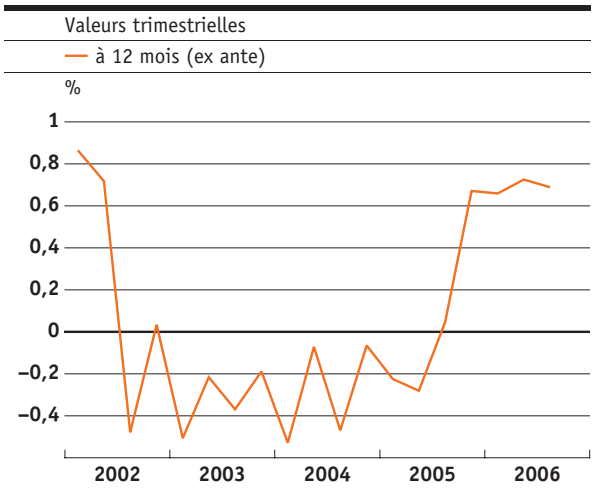
Taux d'intérêt réels à court terme toujours positifs

Le graphique 3.7 montre 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 dans 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'octobre 2006[1]). Ainsi calculé, le taux réel était de 0,7% au troisième trimestre. Il était positif pour le quatrième trimestre consécutif, après avoir été négatif pendant une longue phase. La légère hausse que le taux d'intérêt nominal a enregistrée au troisième trimestre a été compensée par des anticipations inflationnistes à court terme un peu plus élevées. Le taux d'intérêt réel à un an était toujours nettement inférieur à sa moyenne à long terme (1,6%).

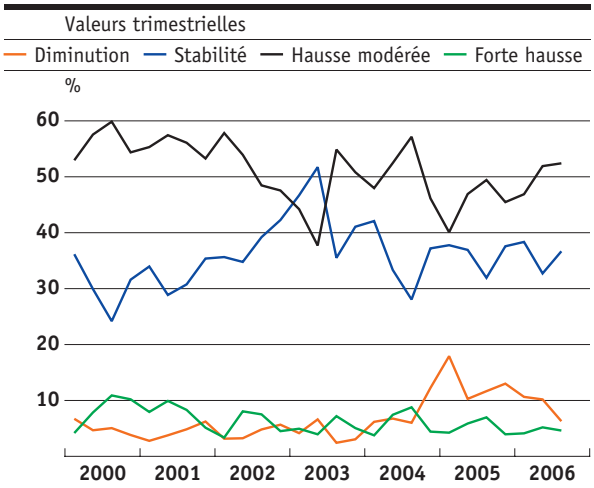
Les données que le Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) a publiées en octobre sur le climat de consommation indiquent elles aussi des anticipations inflationnistes qui sont toujours modérées. Les prix, pour plus de la moitié des participants à l'enquête, ne devraient augmenter que légèrement au cours des douze prochains mois. La part des participants escomptant une forte augmentation des prix est restée très faible.

1 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Source pour graphique 3.7: BNS

Sources pour graphique 3.8: seco et BNS

3.2 Cours de change

Affaiblissement du dollar

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre, l'euro s'est raffermi face au dollar des Etats-Unis. La relation de change entre l'euro et le franc est en revanche restée quasiment stable. Le dollar valait 1,202 franc à la mi-décembre, contre 1,256 à la mi-septembre. Quant à l'euro, il s'échangeait contre 1,594 franc à la mi-décembre, après 1,595 à la mi-septembre.

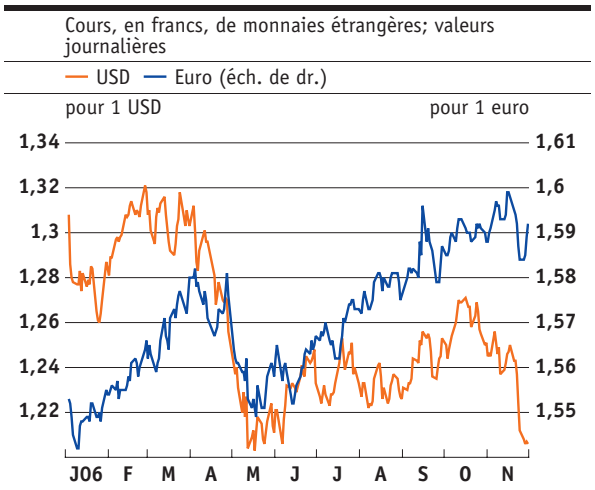
En données pondérées par les exportations et corrigées des écarts entre les taux d'inflation, la valeur extérieure du franc (en termes réels) s'est elle aussi stabilisée depuis le mois de septembre. Elle est restée approximativement constante tant vis-à-vis des vingt-quatre partenaires commerciaux que par rapport à la zone euro (voir graphique 3.10).

Conditions monétaires plus restrictives

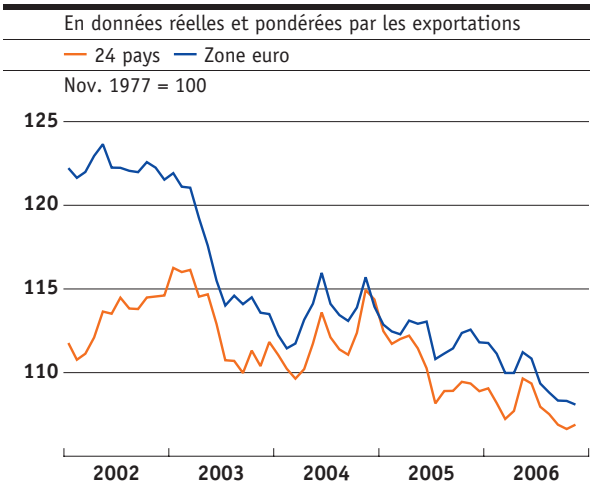
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. L'ICM est remis à zéro après chaque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

Avec une pondération des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc dans un rapport de 3 pour 1, les conditions monétaires étaient plus restrictives à fin novembre qu'après l'examen de la situation économique et monétaire de la mi-septembre (voir graphique 3.11). L'ICM est resté proche du niveau zéro jusqu'à la mi-novembre, puis a augmenté. A fin novembre, il s'établissait à environ 30 points de base, à la suite d'une légère revalorisation du franc sur les marchés des changes et d'une hausse des taux d'intérêt à court terme.

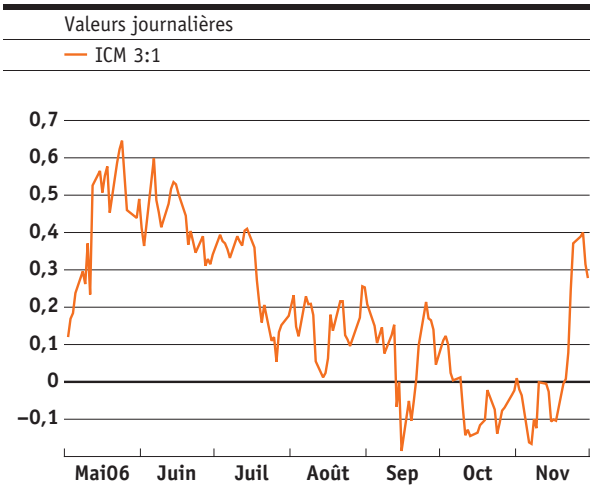
Graphique 3.9
Cours de change



Graphique 3.10
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.11
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.9, 3.10 et 3.11: BNS

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

L'évolution des cours et des prix sur les marchés des actions, de l'immobilier et des matières premières peut fournir des signaux au sujet des anticipations inflationnistes qui se forgeront. Les fluctuations des prix et des cours sur ces marchés peuvent également engendrer des effets de patrimoine. Depuis la mi-septembre, ces marchés ont sans doute influé positivement sur les patrimoines. Les anticipations inflationnistes sont restées modérées. Les baisses du prix du pétrole brut ont probablement contribué à les atténuer.

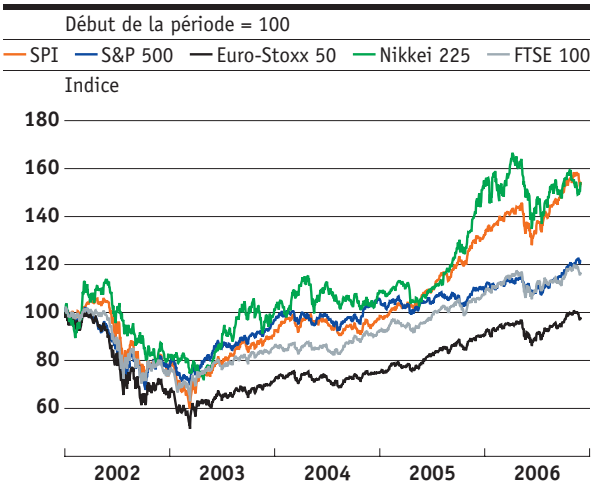
Hausse des cours des actions

Les cours des actions ont continué leur mouvement de hausse entre les mois de septembre et de décembre. La plupart des marchés internationaux des actions se sont ainsi rapprochés de leur maximum historique ou ont retrouvé leur niveau record. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 a augmenté d'environ 7% entre la mi-septembre et la mi-décembre. L'indice européen Euro-Stoxx 50 a quant à lui gagné quelque 5% durant cette période. Le Swiss Performance Index (SPI) a progressé d'environ 6%. Sa progression – toutes les branches y ont contribué (voir graphique 3.13) – s'est donc inscrite dans la moyenne. La performance des valeurs technologiques est à noter tout particulièrement. Ces valeurs avaient encore marqué des replis au premier semestre de l'année.

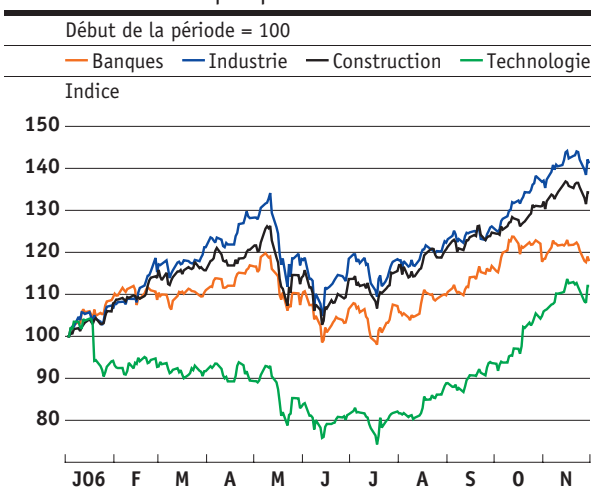
Le SPI a progressé de 17% entre le début de l'année et la mi-décembre; il avait enregistré des gains de 20% en 2003 et de 30% en 2005. La conjoncture robuste, les bénéfices élevés des entreprises et les efforts de maintes sociétés pour améliorer leur bilan ont contribué à cette évolution positive. De plus, des fusions, des reprises et des offres de reprise ont poussé les cours à la hausse.

Le graphique 3.14 montre la volatilité des rendements des actions, un indice de l'incertitude. Après avoir fortement augmenté en mai et en juin, la volatilité des rendements s'est réduite et a approximativement retrouvé son bas niveau du début de l'année.

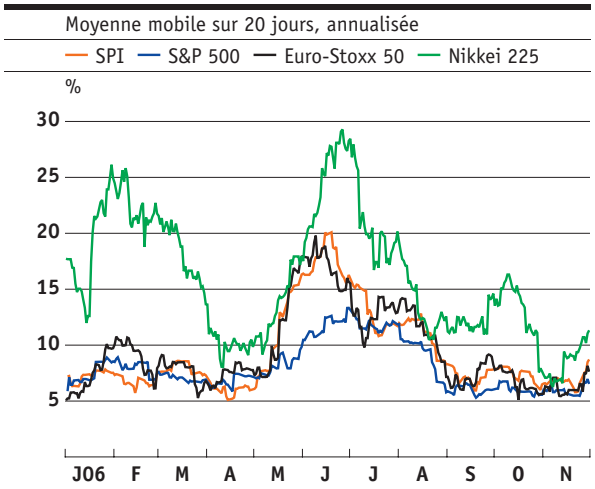
Graphique 3.12
Cours des actions



Graphique 3.13
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.14
Volatilité des rendements des actions



Sources pour graphique 3.12: Thomson Datastream et Bloomberg

Source pour graphique 3.13: Thomson Datastream

Sources pour graphique 3.14: Thomson Datastream et BNS

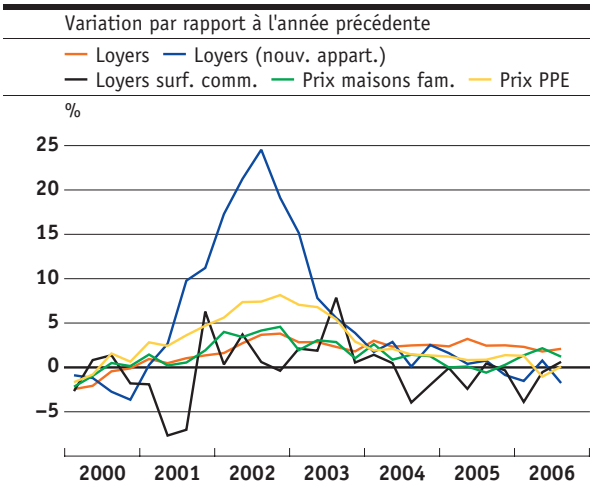
Marché de l'immobilier toujours stable

Les loyers des appartements constituent un bon indicateur de l'évolution des prix sur le marché de l'immobilier. Il s'agit en effet du segment le plus important du marché suisse. En outre, les loyers entrent pour environ 20% dans la composition de l'indice suisse des prix à la consommation. L'évolution du segment des maisons familiales et de celui des appartements en propriété par étage est elle aussi utile à l'analyse, en dépit du fait que les parts de ces segments dans l'ensemble du marché sont nettement plus faibles. En termes réels, les loyers des appartements ont augmenté en un an de 2,1% au troisième trimestre, après 1,8% au trimestre précédent. Il convient de souligner que cette statistique repose en grande partie sur les loyers des anciens appartements. Les loyers des nouveaux appartements ont diminué de 1,7% au troisième trimestre, alors qu'ils avaient encore marqué une légère hausse au deuxième trimestre. Entre le troisième trimestre de 2005 et la période correspondante de 2006, les prix des maisons familiales ont augmenté de 1,2%, tandis que ceux des appartements en propriété par étage sont restés approximativement constants. Les loyers des surfaces industrielles et des bureaux n'ont pas évolué de manière homogène. Ceux des surfaces destinées à l'industrie et à l'artisanat ont légèrement progressé, après avoir diminué au cours des trois trimestres précédents. Quant à ceux des bureaux, ils ont reculé au troisième trimestre, comme au trimestre précédent. Dans l'ensemble, l'évolution du marché de l'immobilier indique que les pressions à la hausse sur les prix sont restées modérées. Mais des différences sont perceptibles d'une région à l'autre.

Baisse du prix du pétrole

Début novembre, l'indice des prix des matières premières que calcule Goldman Sachs était légèrement inférieur à son niveau de fin 2005, mais aussi à celui de la mi-septembre 2006. Par la suite, il a augmenté, progressant de 3% jusqu'à la mi-décembre. Les prix des métaux ont suivi la même évolution. Ceux des métaux précieux se sont toutefois accrus de 10% entre la mi-septembre et la mi-décembre. Par rapport au début de l'année, ils ont même enregistré une hausse de 23%. Le prix du pétrole brut est resté volatil entre la mi-septembre et la mi-décembre. Il a fléchi, passant temporairement à 56 dollars le baril, soit à un niveau inférieur à celui du début de l'année.

Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Source: Wüest & Partner

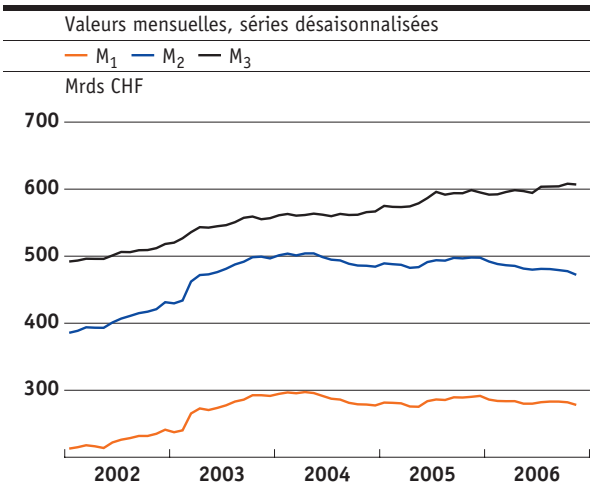
3.4 Agrégats monétaires

Aucun risque d'inflation décelable dans l'évolution des masses monétaires

En novembre, les masses monétaires M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) étaient inférieures de respectivement 4,2% et 5,2% à leur niveau du mois correspondant de 2005. Comme le montre le graphique 3.16, ces deux agrégats avaient ainsi retrouvé leur niveau du milieu de l'année 2003. En revanche, la masse monétaire M_3 (M_2 et dépôts à terme) dépassait de 1,4% son niveau de novembre 2005. Les dépôts à terme se sont accrus de 34,7%, tandis que les dépôts d'épargne et, dans une moindre mesure, les dépôts à vue ont fléchi. De tels mouvements incitent à conclure à des remaniements de portefeuille dans une phase de hausse des taux d'intérêt.

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 BNS recourt au *ECM-money gap* (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). La masse monétaire d'équilibre, un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en liquidités, est estimée à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si le niveau observé de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante, ce qui peut engendrer une accélération du renchérissement dans les quatre à six trimestres suivants. Le graphique 3.17 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidités est estimé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Comme la ligne zéro était toujours entre l'estimation haute et l'estimation basse de l'excédent de liquidités, il ne faut pas s'attendre, selon cet indicateur, à ce que les prix subissent des pressions à la hausse, venant du côté monétaire, au cours des prochains trimestres.

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



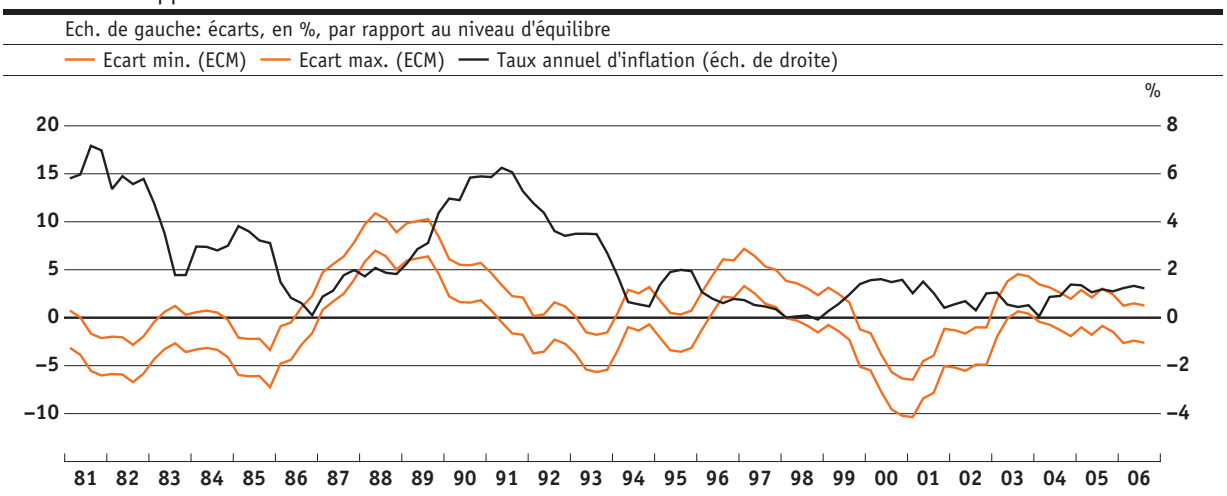
Source: BNS

Agrégats monétaires[1] Tableau 3.1

	2004	2005	2005 3e trim.	2005 4e trim.	2006 1er trim.	2006 2e trim.	2006 3e trim.	2006 Septembre	2006 Octobre	2006 Novembre
Monnaie centrale[2]	**41,7**	**41,9**	**41,2**	**42,7**	**43,3**	**43,3**	**42,3**	**42,2**	**42,5**	**42,7**
Variation[3]	*3,2*	*0,4*	*0,3*	*2,0*	*3,0*	*4,2*	*2,6*	*2,5*	*2,5*	*2,4*
M_1[2]	**288,5**	**284,2**	**284,3**	**290,9**	**286,4**	**281,6**	**280,1**	**280,3**	**281,7**	**281,6**
Variation[3]	*5,5*	*–1,5*	*0,8*	*4,3*	*1,3*	*1,1*	*–1,5*	*–2,2*	*–2,4*	*–4,2*
M_2[2]	**495,6**	**491,6**	**491,2**	**497,5**	**491,7**	**483,1**	**476,9**	**475,3**	**475,9**	**474,8**
Variation[3]	*4,3*	*–0,8*	*0,6*	*2,5*	*0,1*	*–0,7*	*–2,9*	*–3,6*	*–3,8*	*–5,2*
M_3[2]	**562,5**	**585,9**	**590,6**	**595,9**	**595,4**	**597,7**	**600,7**	**600,8**	**607,0**	**608,7**
Variation[3]	*3,2*	*4,2*	*5,9*	*5,5*	*3,3*	*2,9*	*1,7*	*1,7*	*2,4*	*1,4*

1 Définition 1995.
2 Niveau en milliards de francs.
3 Variation en % par rapport à l'année précédente.
Source: BNS

Graphique 3.17
Ecarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

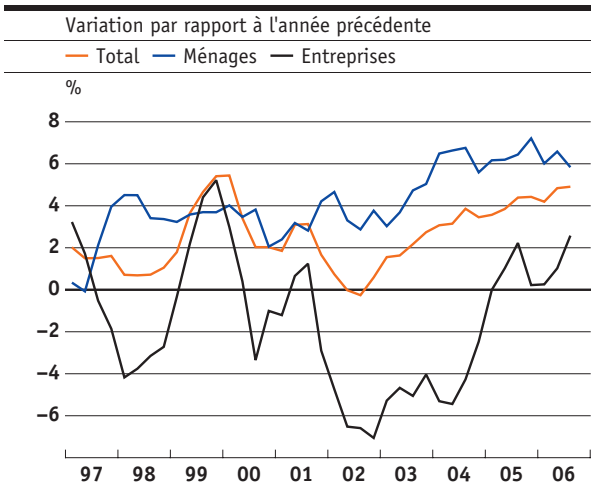
3.5 Crédits

Croissance stable des crédits

Au troisième trimestre, la croissance en un an des crédits s'est stabilisée sur fond de progression faible, voire négative des agrégats monétaires. Elle était en effet de 4,9%, contre 4,8% au deuxième trimestre. Comme le montre le graphique 3.18, la croissance des crédits aux ménages a faibli, passant de 6,6% au deuxième trimestre à 5,8% au trimestre suivant, alors que celle des crédits aux entreprises s'est quelque peu accélérée (2,6%, après 1%).

Le tableau 3.2 précise l'évolution des crédits selon leur affectation. Les prêts hypothécaires – ils constituent plus de 80% du total des crédits bancaires – ont augmenté en comparaison annuelle de 4,8% au troisième trimestre, soit à un rythme très proche de celui du trimestre précédent (4,9%). La progression des prêts hypothécaires aux ménages a faibli d'un trimestre à l'autre, mais est restée sensible. En revanche, les prêts hypothécaires aux entreprises ont continué à augmenter à un rythme inchangé, mais modeste (1,5%). Les autres crédits – ils avaient marqué un recul jusqu'au milieu de 2005 – dépassaient au troisième trimestre de 5,4% leur niveau de la période correspondante de 2005. Leur croissance est due à la vive expansion de la partie non gagée. La partie non gagée des autres crédits s'est en effet accrue de 9,3%, après 4,3% au deuxième trimestre. Elle avait continuellement reculé entre le troisième trimestre de 2001 et le premier trimestre de 2006. La vive expansion des crédits non gagés indique que les banques sont davantage disposées à prendre plus de risques dans une phase de bonne conjoncture.

Graphique 3.18
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2004	2005	2005		2006					
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	Août	Septembre	Octobre
Total	**3,4**	**4,1**	**4,4**	**4,4**	**4,2**	**4,8**	**4,9**	**4,8**	**4,7**	**4,9**
Ménages	6,4	6,5	6,4	7,2	6,0	6,6	5,8	6,1	5,1	5,6
Entreprises	–4,4	0,9	2,2	0,2	0,2	1,0	2,6	1,7	3,5	3,2
Créances hypothécaires	5,4	5,2	5,3	5,4	5,0	4,9	4,8	4,8	4,6	4,6
dont ménages	6,4	6,9	6,9	6,9	5,7	5,7	5,4	5,5	5,1	5,3
dont entreprises	–1,7	3,1	3,9	2,8	1,8	1,5	1,5	1,3	1,7	1,4
Autres crédits	–4,1	–0,7	0,5	0,3	0,7	4,4	5,4	4,9	5,2	6,0
dont gagés	3,1	2,6	3,5	4,0	3,5	4,4	0,6	0,3	1,5	0,2
dont non gagés	–8,7	–3,1	–1,8	–2,4	–1,4	4,3	9,3	8,7	8,2	10,6

Source: BNS

4 Prévision d'inflation de la BNS

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

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution 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 la prévision d'inflation de décembre 2006.

Prix du pétrole moins élevé et évolution hétérogène de la conjoncture

Par rapport à ce qui avait été retenu pour l'appréciation de la situation de septembre, l'environnement économique international s'est modifié sur deux points. Premièrement, le prix du pétrole a baissé sensiblement, d'où des effets modérateurs, au niveau mondial, sur le renchérissement mesuré aux prix à la consommation. Deuxièmement, la conjoncture aux Etats-Unis a faibli plus fortement que ce qui était attendu, mais les économies européennes ont été plus dynamiques que prévu. Par conséquent, les prévisions de croissance pour les années 2006 et 2007 ont été révisées légèrement à la baisse dans le cas des Etats-Unis, et à la hausse dans celui de l'Europe. A moyen terme, on table toujours sur une croissance robuste dans ces deux zones économiques; jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prévision d'inflation, la croissance devrait se rapprocher du potentiel, soit d'environ 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été maintenue constante à 1,27.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation Tableau 4.1

	2006	2007	2008
Prévision de décembre 2006			
PIB USA[1]	3,3	2,9	3,2
PIB UE (à 15)[1]	2,7	2,3	2,2
Cours de l'euro en dollars[2]	1,25	1,27	1,27
Prix du baril de pétrole en dollars[2]	64,9	58,0	58,0
Prévision de septembre 2006			
PIB USA[1]	3,4	3,0	3,2
PIB UE (à 15)[1]	2,3	2,1	2,1
Cours de l'euro en dollars[2]	1,25	1,27	1,27
Prix du baril de pétrole en dollars[2]	72,0	78,0	78,0

1 Variation en %.
2 Niveau.

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

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

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

4.2 Prévision d'inflation du 4e trimestre de 2006 au 3e trimestre de 2009

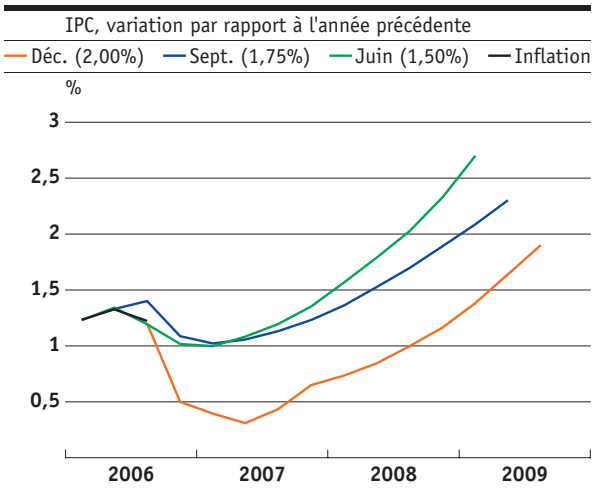
La prévision d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Les prévisions d'inflation de juin, de septembre et de décembre 2006 font l'objet du graphique 4.1. La prévision de décembre porte sur une période allant du quatrième trimestre de 2006 au troisième trimestre de 2009. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 2%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 25 points de base, le 14 décembre, pour la porter à 1,50%–2,50%. Les prévisions de septembre et de juin reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 1,75% et 1,50%.

Bien que l'utilisation des ressources au sein de l'économie reste élevée, la BNS table, à court terme, sur un renchérissement sensiblement inférieur à ce qui ressortait de la prévision de septembre. Le recul du prix du pétrole au cours des mois d'août et de septembre explique cet écart. La contribution au renchérissement qui vient des produits pétroliers entrant dans la composition de l'IPC est plus faible jusqu'au troisième trimestre de 2007 (effet de base). Le renchérissement annuel moyen qui est attendu pour 2007 est de 0,4% (1,1% en 2006). Le graphique 4.1 montre que le renchérissement attendu à moyen terme est inférieur à ce qui ressortait de la prévision de septembre. Par rapport à septembre, les perspectives conjoncturelles ne se sont guère modifiées. La BNS continue en effet à tabler sur une évolution positive de la conjoncture, quand bien même le dynamisme de celle-ci devrait faiblir quelque peu. Du fait du repli que l'inflation a marqué à la suite de la baisse du prix du pétrole, les pressions à la hausse sur les prix commencent toutefois à se faire sentir à partir d'un niveau inférieur à celui qui ressortait de la prévision de septembre.

Les perspectives d'inflation à long terme ont elles aussi continué à s'améliorer. La normalisation de la politique monétaire, reprise en décembre 2005 et poursuivie avec le relèvement du Libor en décembre 2006, contribue à un approvisionnement adéquat en monnaie. Cela se reflète dans l'évolution de l'agrégat M_3, qui ne progresse plus que modérément. On peut par conséquent s'attendre à un ralentissement de la croissance des crédits. L'évolution modérée des agrégats monétaires et des crédits entraîne un ralentissement de la croissance économique et une évolution de la conjoncture en harmonie avec les possibilités de croissance à long terme. Ainsi, un recours excessif aux ressources économiques est évité, et les tendances inflationnistes sont contrecarrées.

Mais, comme l'indique l'accélération du renchérissement vers la fin de la période sur laquelle porte la prévision, même un Libor à trois mois de 2% a encore des effets expansionnistes. C'est pourquoi la Banque nationale continuera à normaliser graduellement les taux d'intérêt si l'économie évolue conformément aux attentes.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

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

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

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre avec quelque 140 représentants de divers secteurs et branches économiques ont donné l'image d'une conjoncture en plein essor. Les interlocuteurs n'ont décelé aucune tendance au ralentissement; au contraire, quelques-uns ont signalé un renforcement de leurs affaires. L'industrie d'exportation, le tourisme, la construction et les banques comptaient parmi les secteurs les plus prospères. Par contre, le commerce de détail a connu une progression modérée. Les interlocuteurs se sont montrés optimistes en ce qui concerne les perspectives pour 2007. Plusieurs d'entre eux s'attendaient toutefois à un ralentissement du rythme de croissance, mais considéraient cette évolution comme une normalisation incontournable de la situation.

La propension à investir était en hausse grâce à la situation bénéficiaire généralement bonne. Les projets d'investissement continuaient toutefois à faire l'objet d'examens minutieux, et des solutions de remplacement étaient envisagées, par exemple la délocalisation de diverses parties de la production. Les interlocuteurs ont toujours affiché une certaine prudence concernant l'embauche de collaborateurs permanents. Ils ont en outre signalé que les problèmes d'approvisionnement en matières premières constituaient leur principale préoccupation.

1 Production

Industrie

Les représentants de l'industrie d'exportation ont pour la plupart annoncé des entrées de commandes toujours nombreuses et des carnets de commandes bien remplis; aussi les capacités de production seront-elles largement utilisées pendant une bonne partie de 2007. La demande est restée soutenue. La situation a été qualifiée de particulièrement bonne dans les pays de l'UE, notamment en Allemagne et dans les pays d'Europe de l'Est. La demande d'Asie, d'Amérique latine et des Etats-Unis a elle aussi évolué favorablement. Un net tassement a cependant marqué les entrées de commandes de produits destinés au secteur de la construction et à l'industrie automobile des Etats-Unis. De nombreux interlocuteurs ont évoqué des problèmes de livraison du côté des fournisseurs de produits intermédiaires, problèmes entraînant à leur tour des délais de livraison plus longs du côté des clients. Ils se sont en outre montrés préoccupés par l'évolution sur les marchés des matières premières. Ils ont notamment souligné la hausse des prix de matières premières telles que les métaux (acier, etc.) et le bois ainsi que les difficultés croissantes d'obtenir les quantités nécessaires en temps utile.

La bonne marche des affaires a caractérisé toutes les branches. Le secteur des techniques énergétiques a profité du fait que la pétrochimie et l'économie électrique étaient nettement plus favorables aux investissements. Les représentants de la métallurgie, de la technologie médicale, de l'aviation civile et de l'industrie des machines étaient également satisfaits de l'évolution de leurs chiffres d'affaires. La marche des affaires a en outre été excellente pour ce qui est des biens de consommation haut de gamme, dont les produits de l'horlogerie et de certains segments du luxe (alimentation, habillement et accessoires de mode).

Services

Les représentants du tourisme ainsi que de l'hôtellerie et de la restauration ont enregistré une saison d'été réjouissante. Le beau temps qui a régné en automne a permis de compenser largement les pertes subies en août en raison de la pluie. Le nombre de clients a augmenté, de même que le montant dépensé par chaque hôte. Le tourisme urbain s'est caractérisé par des chiffres record au cours des trois premiers trimestres de 2006. Les interlocuteurs se sont en général montrés confiants dans la prochaine saison d'hiver, les réservations ayant atteint un niveau élevé dès l'automne.

La branche suisse du voyage et le secteur des transports, notamment le trafic aérien, ont signalé une bonne, voire excellente marche de leurs affaires. Le taux d'occupation des avions ainsi que les recettes par kilomètre-passager ont marqué une progression sensible. Les fournisseurs de services aux entreprises ont eux aussi enregistré une évolution positive. Alors que le domaine général des conseils aux entreprises a pris son essor il y a quelque temps déjà, les représentants du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) ont également senti un net accroissement de la propension à investir, mais la pression à la baisse subie par les prix est restée forte.

Les interlocuteurs représentant le secteur bancaire n'ont décelé aucun signe de tassement de la conjoncture. Les opérations de commissions et les prestations de services se sont développées d'une manière réjouissante grâce notamment au redressement boursier. En dépit de taux d'intérêt en hausse, les prêts hypothécaires ont connu une expansion, mais les marges ont continué à subir de fortes pressions à la baisse. Les interlocuteurs ont pour la plupart observé une amélioration des activités avec la clientèle commerciale. Ils ont qualifié la situation bénéficiaire de cette clientèle de très bonne et ont profité de ce fait d'une amélioration de la qualité du portefeuille de crédits. Lesdits clients détenant beaucoup de liquidités, ils ont été nombreux à rembourser leurs crédits bancaires. Les fonds de la clientèle ont eu tendance à se décaler vers des formes de placement offrant des rendements plus élevés. Pour ce qui est du secteur de l'immobilier, l'appréciation de la situation n'a une fois de plus pas été homogène. Quelques interlocuteurs ont détecté des signes de surchauffe, d'autres ont souligné que les logements, bien qu'ils fussent construits en grand nombre, se vendaient ou se louaient rapidement.

La consommation privée ne fait pas non plus l'objet d'une évaluation homogène. Les prestataires de services de consommation courante ont qualifié la marche des affaires de positive, tandis que les représentants du commerce de détail ont plutôt parlé d'une situation médiocre. En dépit du fait que la fréquence se soit améliorée et que les clients se soient montrés plus favorables aux achats, l'évolution des chiffres d'affaires est restée volatile. De plus, la demande a considérablement varié selon le segment de prix. D'une manière générale, les chiffres d'affaires réalisés dans les segments des prix bas et des prix élevés se

sont clairement inscrits en hausse, tandis que ceux enregistrés dans le segment des prix moyens ont connu une progression mitigée. A l'échelon des gros distributeurs, les baisses des prix des denrées alimentaires et d'autres biens d'usage quotidien ont rogné les chiffres d'affaires nominaux. Malgré une situation parfois difficile, les interlocuteurs se sont pour la plupart montrés confiants dans les ventes prévues durant la période de Noël, d'autant plus que les chiffres d'affaires enregistrés en novembre se sont révélés réjouissants.

Construction

Pour les interlocuteurs de la construction, le taux d'utilisation des capacités de production ainsi que les réserves de travail se sont révélés bons, voire excellents. La construction de logements a une fois de plus constitué le gros de l'activité; néanmoins, la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services ainsi que le génie civil et la rénovation – un domaine dynamique – ont également contribué à la bonne marche des affaires. Ces circonstances favorables ont parfois permis aux entrepreneurs de sélectionner leurs clients. Les interlocuteurs ont qualifié les perspectives de propices. Ils n'envisageaient pas de retournement de tendance dans un proche avenir. Ils étaient toutefois quelques-uns à évoquer une saturation dans la construction de nouveaux logements au vu des réserves limitées de terrains à bâtir.

2 Marché du travail

Nombre d'entreprises ont augmenté leurs effectifs. Dans la plupart des cas toutefois, l'embauche s'est faite à un rythme lent et après un examen approfondi des besoins en personnel à long terme. Les entreprises ont très souvent eu recours au travail temporaire pour venir à bout des pics de production. Les rares entreprises à avoir fortement accru leurs effectifs étaient celles qui venaient d'opérer une expansion vers des marchés étrangers. Les agences de placement ont observé une hausse du taux de renouvellement du personnel, notamment au niveau des cadres moyens et supérieurs. En ce qui concerne les collaborateurs qualifiés, en particulier ceux assumant des fonctions de conduite du personnel, il y avait en outre toujours pénurie. Le marché du travail des régions frontalières française et allemande souffre d'ailleurs également de ce manque de collaborateurs qualifiés.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Les interlocuteurs ont majoritairement enregistré une nette amélioration de leur situation bénéficiaire. La pression à la baisse subie par les prix, surtout du côté des entreprises axées sur l'exportation, persistait tout en ayant apparemment tendance à s'atténuer. Plusieurs entreprises ont pu répercuter la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières sur les acheteurs ou élargir leurs marges par la concentration sur une certaine clientèle ou sur certains marchés. Pour compenser l'augmentation des coûts, il a souvent été question de majorations de prix inévitables en 2007. Les représentants de la construction ont déclaré une fois de plus que leurs possibilités d'accroître les prix étaient limitées et que leur situation bénéficiaire se détériorait, en partie à la suite de coûts plus élevés pour les salaires et les matériaux. Inversement, leurs clients ont fait part de prix souvent en hausse dans la construction. Il est possible que cette divergence d'appréciation reflète le fait que les entrepreneurs n'accordent plus guère de rabais sans pour autant considérer ce procédé comme une véritable majoration de prix.

Les entreprises ont estimé que les augmentations de salaire seraient plus fortes en 2007 qu'elles ne l'ont été en 2006 et qu'elles se situeraient entre 2% et 2,5%. En la matière, il n'y avait pas de différences notables entre les diverses branches.

La plupart des interlocuteurs sont d'avis que le cours actuel de l'euro, soit environ 1,60 franc, offre des avantages évidents et qu'il permet parfois d'avoir des marges bénéficiaires plus importantes. Les entreprises demeurent toutefois prudentes et s'attendent à ce que le cours de l'euro s'inscrive à un niveau nettement plus bas. Elles suivent l'évolution du dollar avec une certaine inquiétude.

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

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

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

Intraday market dynamics around public information arrivals

Angelo Ranaldo
Working Paper 2006-11

Cette étude analyse comment les nouvelles en temps réel relatives aux entreprises se répercutent sur le négoce d'actions ainsi que sur les flux d'ordres à la Bourse de Paris. Cette analyse permet, en premier lieu, de mieux comprendre si la publication d'informations améliore ou détériore la liquidité du marché. Cette question s'impose, notamment, lorsque la structure du marché est gouvernée par les ordres et non par les prix. Dans le premier cas, il est en effet nécessaire que les participants fournissent volontairement la liquidité. Au contraire, la liquidité de marchés gouvernés par les prix est garantie par les teneurs du marché (market markers). En second lieu, l'étude donne de nouveaux renseignements sur la fixation des prix à partir d'informations spécifiques. Elle examine en particulier si des participants passant des ordres à cours limité, c'est-à-dire des ordres d'achat ou de vente de titres à un cours décidé d'avance, exigent une indemnité plus forte pour fournir des liquidités pendant le processus de fixation des cours. Finalement, l'étude analyse si une asymétrie d'information peut être constatée entre agents, avant ou après la diffusion de nouvelles.

L'étude analyse de quelle manière et à quel moment les marchés réagissent aux nouvelles informations. Grâce au système de communication de Reuters, l'analyse se rapporte à toutes les annonces propres à une entreprise déterminée qui apparaissent en temps réel sur les écrans de négoce. Ce type d'informations influent sur les décisions d'un courtier (notamment les rapports officiels, les interviews, les extraits de presse, les études des analystes, mais aussi toutes les informations sur les marchés et les entreprises, telles les structures des indices de marchés, l'émission d'emprunts ou d'actions ainsi que les fusions et acquisitions). L'étude donne donc une idée de la relation dynamique qui existe entre les nouvelles en temps réel et les flux d'ordres.

La comparaison des effets qu'exercent sur les marchés les annonces de bénéfice et les autres annonces propres aux entreprises aboutit à deux résultats. Premièrement, non seulement les annonces de bénéfice et dividende, mais l'ensemble des flux d'informations se répercutent sur le marché. Le second résultat est que les nouvelles en temps réel propres aux entreprises et les annonces de bénéfice influencent le négoce dans des directions opposées. L'analyse montre que les nouvelles relatives aux bénéfices des entreprises affaiblissent la liquidité en élargissant le «bid-ask spread» et accroissent la volatilité. Au contraire, les autres types d'annonces stimulent la liquidité et le négoce. Il en résulte donc que les fournisseurs de liquidités perçoivent rapidement le contenu des nouvelles en temps réel et réagissent rapidement à leur publication. Les nouvelles dont le contenu n'est pas lié aux résultats d'entreprises augmentent la concurrence dans la mise à disposition de liquidités, ce qui réduit le spread et accroît la profondeur du marché. Même lors de transactions ayant un fort impact sur les prix, de nouveaux ordres à cours limité remplissent les carnets et la liquidité reste abondante. Ces résultats montrent que la liquidité s'adapte de façon dynamique aux conditions du marché et aux flux d'informations en temps réel.

Le second apport de cette étude est l'analyse des coûts de transaction pendant la publication de nouvelles propres aux entreprises. On recourt alors à un modèle structurel estimant les composantes des coûts de transaction. Ce modèle tient compte d'un échelonnement des prix et réagit sensiblement aux effets durables du processus de négoce. Il va ainsi plus loin que d'autres modèles de fixation des prix se fondant sur le flux des ordres. Lors de l'estimation des coûts de transaction dans le cadre d'annonces publiques, aucun problème d'asymétrie d'information ou de frais supplémentaires résultant de la fourniture de liquidités ne s'est posé. Si, toutefois, une nouvelle se répercute fortement sur l'évolution des prix, les composantes des coûts augmenteront simultanément. Cela correspond alors à une rétribution supplémentaire demandée par les fournisseurs de liquidités pour supporter des risques additionnels d'asymétrie d'information et de gestion d'inventaire.

Dans l'ensemble, l'étude fournit des résultats empiriques sur la qualité des marchés gouvernés par les ordres basés sur un système électronique de carnet d'ordres. Il en ressort une relation dynamique entre les flux d'ordres et d'informations. Autre résultat marquant, une structure de marché fondée sur une mise à disposition volontaire de liquidités peut fournir des liquidités supplémentaires lorsque celles-ci deviennent nécessaires, c'est-à-dire quand certaines informations sont diffusées. Même si celles-ci provoquent un impact prononcé sur les prix, l'approvisionnement en liquidités reste assuré et les problèmes liés aux risques d'information asymétrique et de gestion d'inventaire retombent à leur niveau normal.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 14 décembre 2006, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a ainsi portée à 1,5%–2,5%. Elle a également annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Table des matières, 24e année, 2006

Editeur
Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception
Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zurich

Composition et impression
Neidhart + Schön AG, Zurich

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

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

Internet
www.snb.ch

ISSN 1423–3797