

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



# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Décembre 4/2007 25<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Sommaire</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
40	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
44	<b>Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés</b>
50	<b>Chronique monétaire</b>
52	<b>Table des matières, 25<sup>e</sup> année, 2007</b>



## Sommaire

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

Au début du second semestre de 2007, l'économie mondiale était toujours dans une situation qui peut être qualifiée de bonne, de sorte que la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel était, dans la plupart des pays industrialisés, supérieure à sa tendance à long terme. Aux Etats-Unis et en Europe, plusieurs indicateurs annoncent toutefois un net ralentissement de la croissance au quatrième trimestre. Outre la crise latente sur les marchés financiers, la nouvelle hausse, très forte, du prix du pétrole a contribué à l'assombrissement du climat conjoncturel. En Europe, le fort repli du dollar vis-à-vis de l'euro a entraîné des risques supplémentaires pour la conjoncture. A la suite de ces évolutions, la BNS a légèrement révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2008, tant en ce qui concerne les Etats-Unis que la zone euro.

Comme la plupart des pays industrialisés, la Suisse a enregistré une croissance économique vigoureuse au troisième trimestre. Le PIB réel s'est accru de 3,3% par rapport au trimestre précédent et de 2,9% en comparaison annuelle. Sous l'angle de la demande comme sous celui de la production, le PIB continue à donner l'image d'une reprise économique reposant sur une large assise. Pour 2007, la BNS table sur une croissance du PIB réel légèrement supérieure à 2,5%. Avec le léger affaiblissement de l'économie mondiale pour toile de fond, la croissance devrait se tasser quelque peu en Suisse, l'an prochain, pour s'inscrire à environ 2%.

Le 13 décembre 2007, la BNS a décidé, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Le tassement attendu de la croissance économique en Suisse conduit à une amélioration des perspectives d'inflation pour 2009 et 2010. Cette amélioration est certes entachée d'importantes incertitudes en raison notamment de la faiblesse persistante du franc et de la hausse des prix des matières premières. Elle permet cependant à la Banque nationale de laisser inchangé le cap de sa politique monétaire.

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

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre avec quelque 170 représentants de diverses branches ont de nouveau donné une image réjouissante de la conjoncture. Les représentants du commerce de détail ont signalé des chiffres d'affaires en sensible progression, et ceux de l'industrie, une marche des affaires toujours très bonne jusqu'à la fin de la période. La plupart des interlocuteurs n'ont décelé aucune tendance concrète au ralentissement et sont restés confiants en ce qui concerne l'année 2008. Néanmoins, nombre d'entre eux ont estimé que l'année prochaine sera plus difficile que 2007, année qui a permis d'enregistrer à plusieurs reprises de nouveaux résultats records. En outre, une forte incertitude a été perceptible notamment du côté des représentants du secteur financier. Dans un contexte d'inquiétudes croissantes au sujet de l'évolution de la conjoncture, les interlocuteurs se sont montrés préoccupés en particulier par les prix en hausse, sur un large front, de l'énergie, des matières premières industrielles et agricoles ainsi que des produits en amont. Enfin, l'aggravation de la pénurie de personnel a été fréquemment évoquée au cours des entretiens.

### **Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies (p. 44)**

Résumés de cinq articles: Franziska Bignasca et Enzo Rossi, «Applying the Hirose-Kamada filter to Swiss data: Output gap and exchange rate pass-through estimates», SNB Working Paper 2007-10; Angelo Ranaldo et Enzo Rossi, «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», SNB Working Paper 2007-11; Lukas Burkhard et Andreas M. Fischer, «Communicating policy options at the zero bound», SNB Working Paper 2007-12; Katrin Assenmacher-Wesche, Stefan Gerlach et Toshitaka Sekine, «Monetary factors and inflation in Japan», SNB Working Paper 2007-13; Jonas Stulz, «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», SNB Economic Study No. 4 2007.

# 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 2007

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

## Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Aperçu
17	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
20	2.3 Emploi et marché du travail
21	2.4 Utilisation des capacités de production
23	2.5 Prix des biens
27	3 Evolution monétaire
27	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
30	3.2 Cours de change
32	3.3 Cours des actions, prix des matières premières et prix de l'immobilier
34	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
37	4 Prévision d'inflation de la BNS
37	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
39	4.2 Prévision d'inflation du 4 <sup>e</sup> trimestre de 2007 au 3 <sup>e</sup> trimestre de 2010
38	<a href="#">La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire</a>

## 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 2007. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-décembre 2007.

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

## Aperçu

Au début du second semestre de 2007, l'économie mondiale était toujours dans une situation qui peut être qualifiée de bonne, de sorte que la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel était, dans la plupart des pays industrialisés, supérieure à sa tendance à long terme. Aux Etats-Unis et en Europe, plusieurs indicateurs annoncent toutefois un net ralentissement de la croissance au quatrième trimestre. Outre la crise latente sur les marchés financiers et la détérioration des conditions de financement qui l'accompagne, la nouvelle hausse, très forte, du prix du pétrole a contribué à l'assombrissement du climat conjoncturel. En Europe, le net repli du dollar vis-à-vis de l'euro a entraîné des risques supplémentaires pour la conjoncture. A la suite de ces évolutions, la BNS a légèrement révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2008, tant en ce qui concerne les Etats-Unis que la zone euro.

Comme la plupart des pays industrialisés, la Suisse a enregistré une croissance économique vigoureuse au troisième trimestre. Le PIB réel s'est accru de 3,3% par rapport au trimestre précédent et de 2,9% en comparaison annuelle. Sous l'angle de la demande comme sous celui de la production, le PIB continue à donner l'image d'une reprise économique reposant sur une large assise. De plus, l'emploi a progressé fortement, et le chômage s'est replié une nouvelle fois. Nombre d'indicateurs incitent à penser que la croissance économique sera robuste au quatrième trimestre également. Dans l'industrie, la production a continué à augmenter, et les commandes ont été plus nombreuses. Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre 2007 avec des représentants de diverses branches, la plupart des interlocuteurs du secteur des services se sont en outre montrés très satisfaits de la marche des affaires.

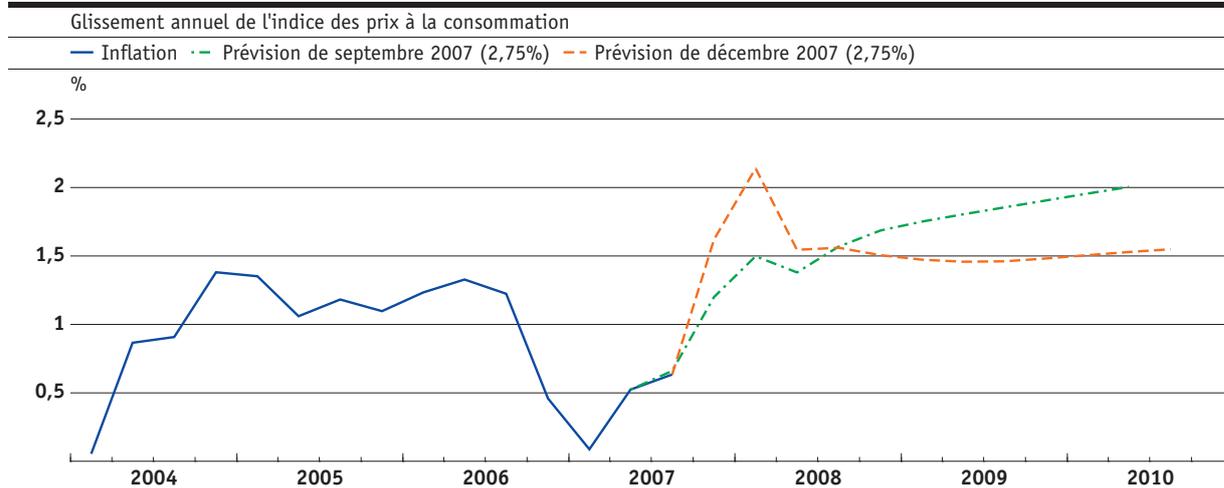
Pour 2007, la BNS table sur une croissance du PIB réel légèrement supérieure à 2,5%. Avec le léger affaiblissement de l'économie mondiale pour toile de fond, la croissance devrait se tasser quelque peu en Suisse, l'an prochain, pour s'inscrire à environ 2%. Des impulsions considérables découleront sans doute encore de la consommation privée, soutenue par la situation favorable sur le marché du travail et la hausse des revenus. Etant donné la forte utilisation des capacités de production et les bons résultats qui ont été enregistrés, les investissements en biens d'équipement devraient rester

un important soutien de la conjoncture. La croissance des exportations, par contre, devrait se ralentir, alors que les investissements en constructions marqueront sans doute un nouveau et léger repli. Etant donné les turbulences sur les marchés financiers internationaux, ce scénario conjoncturel globalement favorable est exposé à certains risques.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Le tassement attendu de la croissance économique en Suisse conduit à une amélioration des perspectives d'inflation pour 2009 et 2010. Toutefois, la montée du prix du pétrole entraînera, au premier semestre de 2008, une hausse passagère de l'inflation. Celle-ci devrait même franchir la barre des 2%. Cependant, la hausse est limitée dans le temps et s'explique principalement par le renchérissement du pétrole. Passé le pic du premier semestre de 2008, l'inflation devrait se stabiliser à un niveau inférieur à 2%. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%, la BNS s'attend à un renchérissement annuel moyen de 0,7% en 2007, de 1,7% en 2008 et de 1,5% en 2009. La prévision à moyen et long terme s'inscrit ainsi au-dessous de celle de septembre 2007. Cette amélioration des perspectives du renchérissement à moyen terme – quand bien même elles sont entachées d'importantes incertitudes en raison notamment de la faiblesse persistante du franc et de la hausse des prix des matières premières – permet à la Banque nationale de laisser inchangé le cours de sa politique monétaire.

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



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

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

# 1 Environnement international

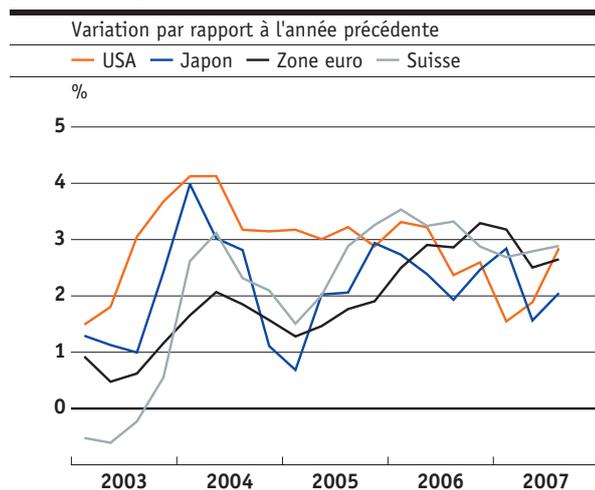
Au début du deuxième semestre de 2007, l'économie mondiale s'est affichée en bonne forme, de sorte que la croissance du PIB a dépassé sa tendance à long terme dans la majorité des pays industrialisés. Aux Etats-Unis et en Europe, plusieurs indicateurs annoncent cependant un net ralentissement de la croissance au quatrième trimestre. Outre la crise sur les marchés financiers et la détérioration des conditions de financement qui l'accompagne, la nouvelle hausse massive du prix du pétrole, qui est passé à plus de 90 dollars le baril, a contribué à la dégradation du climat conjoncturel. De plus, la forte baisse du dollar par rapport à l'euro et à d'autres monnaies constitue un risque supplémentaire. Si une telle évolution aide à réduire les déséquilibres internationaux entre les balances des transactions courantes, une importante correction du cours du dollar freine aussi les perspectives économiques en Europe. L'assombrissement des perspectives de croissance s'est également reflété dans les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008: en novembre, celles-ci se sont révélées inférieures à leur niveau d'août aussi bien pour les Etats-Unis que pour la zone euro et le Japon.

## Perspectives pour l'économie des Etats-Unis amoindries par la crise des crédits à risques

Au troisième trimestre, le PIB américain a augmenté de 4,9% par rapport à la période précédente. A l'exception de la construction de logements, toujours en baisse, toutes les composantes de la demande et le commerce extérieur ont joué un rôle dans cette vive croissance. Depuis l'été cependant, les primes de risques sur les obligations d'entreprises ayant augmenté, les banques se montrant plus restrictives dans l'octroi de crédits et le pétrole ayant massivement renchéri, les conditions économiques se sont dégradées. Cette évolution devrait entraîner un net affaiblissement de la croissance du PIB au quatrième trimestre. Tandis que la diminution du nombre de chantiers démarrés laisse prévoir un nouveau repli des investissements dans la construction de logements, le déclin de la confiance des consommateurs, la poursuite de la baisse des prix dans l'immobilier et la forte hausse du prix de l'essence indiquent un ralentissement sensible de la consommation privée.

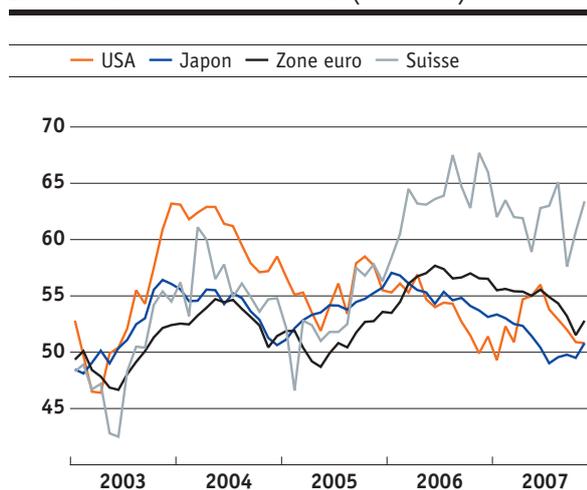
L'exacerbation des conditions de crédit et la hausse du prix du pétrole devraient peser sur la croissance de l'économie américaine l'année prochaine également. Du fait de la dépréciation du dollar et de la robuste demande de la part d'import-

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

tants partenaires commerciaux des Etats-Unis, on peut toutefois compter avec des impulsions positives du commerce extérieur. Divers instituts qui, en août, avaient prévu une croissance réelle de 2,6% en moyenne pour l'année à venir n'ont plus fixé la croissance du PIB qu'à 2,3% dans leurs prévisions consensuelles de novembre.

### Signes d'un ralentissement de la croissance en Europe également

Comme les Etats-Unis, la zone euro a enregistré une forte croissance économique au troisième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 2,9% par rapport à la période précédente, après n'avoir progressé que de 1,2% au deuxième trimestre. Sauf en Espagne, l'activité s'est accélérée dans toutes les grandes économies de la zone euro. La croissance intérieure a reposé sur une large assise, les principales impulsions émanant de la consommation privée et des investissements. D'une manière générale, l'utilisation des capacités est restée élevée. En même temps, les signes de pénurie sur le marché du travail se sont multipliés, notamment en ce qui concerne le personnel qualifié.

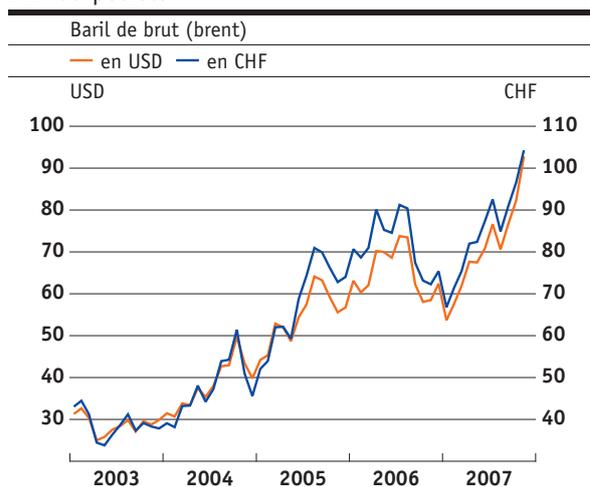
Dans le courant du quatrième trimestre, tant le climat d'affaires que la confiance des consommateurs se sont détériorés. Sont responsables de cette évolution non seulement le renchérissement massif du pétrole, mais aussi la forte revalorisation de l'euro face au dollar, qui menace de réduire la compétitivité-prix des exportateurs européens. Dans le même temps, les banques se sont montrées plus

restrictives dans l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages à la suite des turbulences sur les marchés financiers. Il est probable que cette situation freine les investissements et entraîne un nouveau ralentissement sur le marché de l'immobilier de certains pays, notamment l'Espagne et l'Irlande. Des augmentations de salaires et des emplois en hausse devraient en revanche soutenir la consommation privée. Concernant la zone euro, les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 sont passées de 2,3% en août à 2% en novembre.

### Conjoncture robuste en Asie

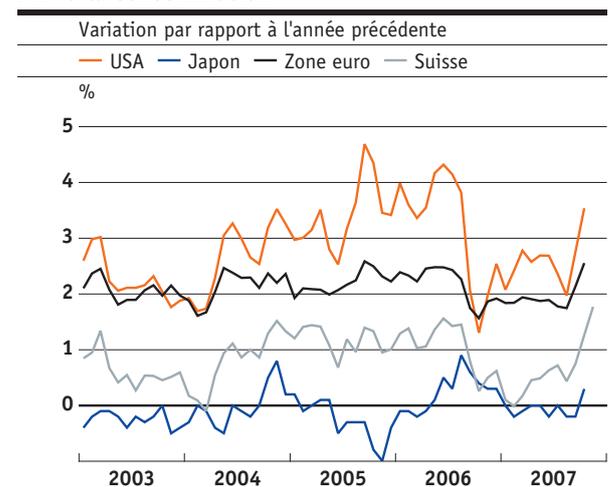
Jusqu'à la fin de la période examinée, l'économie a fait preuve de robustesse dans la zone asiatique. Au Japon, le PIB réel a progressé de 1,5% par rapport au trimestre précédent, alors qu'il avait encore reculé de 1,8% au deuxième trimestre. Un commerce extérieur solide et des dépenses de consommation et de biens d'équipement en hausse ont contribué à cette croissance. Au contraire, les investissements en constructions ont joué le rôle de ralentisseurs. Du fait d'une législation plus restrictive, ils ont en effet fortement diminué. Au total, la croissance de l'économie devrait se poursuivre à un rythme modéré, soutenue surtout par la hausse toujours vive des exportations vers l'Asie orientale. A l'inverse, la demande intérieure semble perdre de sa vigueur. Les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 portaient sur 1,8% en novembre, un niveau légèrement inférieur à celui qu'elles affichaient en août (2,1%).

Graphique 1.3  
Prix du pétrole



Sources: Reuters, BNS

Graphique 1.4  
Prix à la consommation



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

En Chine, la conjoncture est restée très dynamique au troisième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 11,5% par rapport au même trimestre de 2006, les impulsions principales provenant toujours des investissements et des exportations. Dans le sillage du boom sur le marché de l'immobilier, les investissements ont continué à progresser, particulièrement ceux en constructions. Avec 73 milliards de dollars, soit 10% du PIB, l'excédent de la balance commerciale a battu un nouveau record au troisième trimestre. Malgré les mesures prises par le gouvernement pour tempérer la conjoncture, les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 se montent encore à 10,5%, c'est-à-dire à peine moins que celles pour 2007. Hong Kong, la Corée, Taiwan et Singapour ont eux aussi enregistré une forte croissance au troisième trimestre, due en partie à l'expansion internationale des investissements dans le domaine de l'informatique. En moyenne, le PIB réel de ces économies a dépassé de 6,1% son niveau de la période correspondante de l'année précédente (+5,5% au deuxième trimestre). Grâce au fort dynamisme, les perspectives conjoncturelles restent favorables pour cette région. Malgré tout, il faut prévoir un léger tassement de la croissance, qui découlera de l'affaiblissement de la demande en provenance des Etats-Unis.

### Renchérissement en hausse

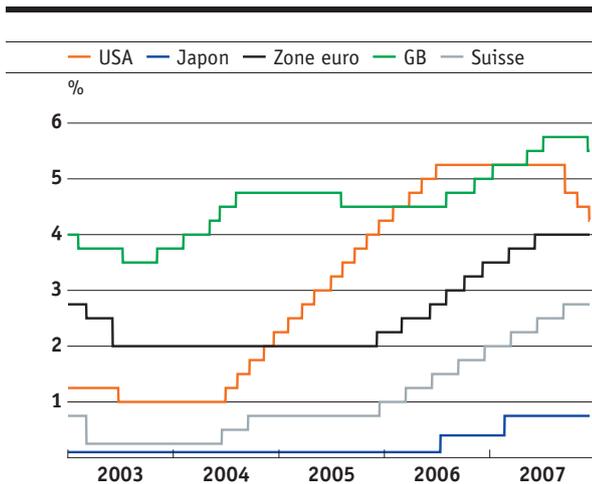
Le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation a augmenté aux Etats-Unis et dans la zone euro entre juillet et octobre. Cette

évolution s'explique par un effet de base au niveau des prix des produits énergétiques, qui avaient chuté l'année dernière, et par une hausse des prix des denrées alimentaires. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel s'est accru de 1,1 point pour s'établir à 3,5% en octobre. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, est au contraire demeurée à 2,2%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel a passé de 1,8% en juillet à 2,6% en octobre, tandis que l'inflation sous-jacente s'est maintenue à 1,9%. Au Japon, le renchérissement annuel a également progressé (+0,3 point) et affichait 0,3% en octobre; l'inflation sous-jacente, quant à elle, est restée négative avec -0,3%. A la suite de la nouvelle hausse considérable des prix des produits énergétiques, le renchérissement aura probablement continué à augmenter en novembre dans les trois zones économiques.

### Politique monétaire – influence des turbulences sur les marchés financiers

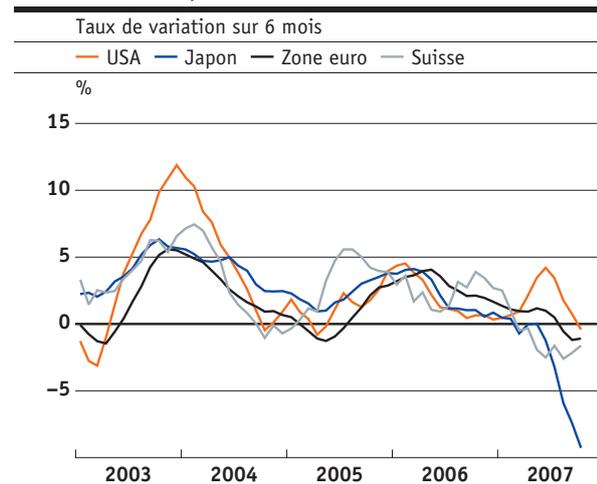
Depuis le début du mois d'août 2007, la politique monétaire des banques centrales subit l'influence des turbulences qui sévissent sur les marchés financiers internationaux. Si la banque centrale américaine (Fed) a réduit ses taux directeurs, la Banque centrale européenne (BCE), en revanche, a renoncé à durcir davantage sa politique monétaire. La Fed a abaissé le taux de l'argent au jour le jour de 1 point en trois étapes – septembre, octobre et décembre –, le ramenant à 4,25%. Dans

Graphique 1.5  
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream, BNS

Graphique 1.6  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

le même temps, elle a réduit le taux d'escompte de 100 points de base supplémentaires pour le fixer à 4,75%. Selon la Fed, cet assouplissement de sa politique monétaire était justifié par la tension sur les marchés financiers et l'accroissement des risques pour l'économie réelle.

Lors de ses réunions de novembre et de décembre, la BCE a décidé de laisser inchangé à 4% le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Les incertitudes liées à la nouvelle évaluation de certains risques sur les marchés financiers ont joué un rôle décisif dans les décisions de la BCE également. Jusqu'à la fin de la période examinée, le marché monétaire européen ne s'est normalisé que lentement et l'Euribor à trois mois a conservé son haut niveau par rapport au taux principal de refinancement. En conséquence, la BCE a une fois encore conclu sur le marché monétaire de nouvelles opérations à terme relativement long.

La banque centrale du Japon n'a, elle non plus, pas changé son taux de l'argent au jour le jour (0,5%). Elle l'avait majoré pour la dernière fois en février, de 0,25 point. La banque centrale chinoise a en revanche durci sa politique monétaire en procédant à de nouvelles hausses de taux d'intérêt et en relevant son taux de réserves minimales de 1,5 point au total, le fixant à 13,5%. D'autres banques centrales de la région, notamment celles de Taiwan et de Singapour, ont elles aussi continué sur la voie d'un resserrement de la politique monétaire.

## Prévisions consensuelles

Tableau 1.1

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

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

## 2 Evolution économique en Suisse

### 2.1 Aperçu

#### Forte croissance du PIB au troisième trimestre

Comme la plupart des pays industrialisés, la Suisse a enregistré une forte croissance économique au troisième trimestre. Les estimations du SECO montrent que le PIB réel dépassait de 3,3% son niveau de la période précédente et de 2,9% celui du trimestre correspondant de 2006. Les principales impulsions ont découlé de la consommation privée et des exportations. Les investissements ont par contre reculé d'un trimestre à l'autre.

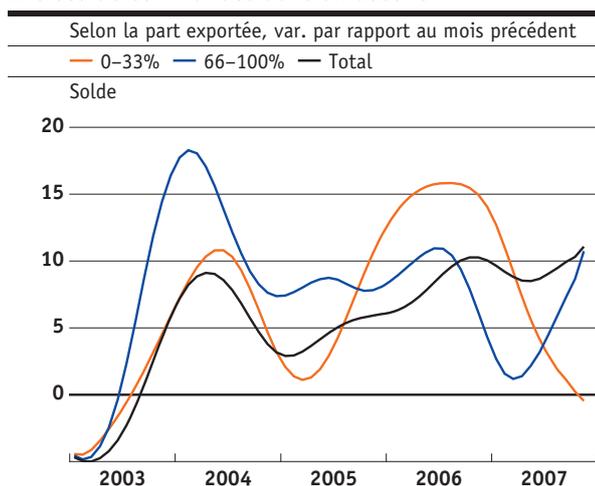
Du côté de la production, la reprise continue de reposer sur une large assise, même si l'éclatement, à l'été 2007, de la crise des crédits hypothécaires américains a profondément marqué les grandes banques suisses, qui ont vu leurs amortissements augmenter et leurs bénéfices reculer sensiblement. En revanche, la création de valeur du secteur bancaire suisse a poursuivi sa progression (8% de la création de valeur globale) et contribué pour pratiquement un tiers à la croissance du PIB. Les composantes de la valeur ajoutée créée par les

banques, à savoir les opérations sur titres et la gestion de fortune ainsi que les opérations de crédit et de dépôt, ont toutes deux produit des recettes et, ainsi, participé à cette hausse.

Bien que les plus-values ou les moins-values des entreprises n'entrent pas dans le calcul de la valeur ajoutée, elles revêtent un intérêt certain pour l'économie. En principe, il apparaît que le financement externe renchérit pour les entreprises dont les conditions du bilan se dégradent. S'agissant de banques, cette situation peut en outre les conduire à renchérir leurs crédits ou à en restreindre l'octroi. Les ménages et de nombreuses entreprises ne pouvant se financer sur le marché des capitaux et dépendant par conséquent des banques pour leur financement externe, un tel resserrement de la politique de crédit touche finalement de larges pans de l'économie, avec les risques que cela implique pour la croissance du PIB.

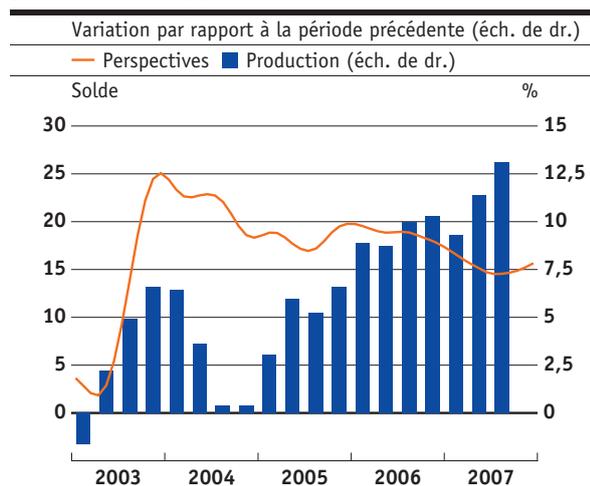
Plusieurs indicateurs annoncent une croissance robuste au quatrième trimestre également. Ainsi, l'industrie a enregistré une poursuite de la hausse de la production et une progression des commandes. Comme il ressort des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre 2007 avec des représentants de diverses branches, la majorité des interlocuteurs issus du secteur des services ont eux aussi été très satisfaits de la marche des affaires.

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, KOF

**PIB réel et composantes**

Tableau 2.1

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

	2003	2004	2005	2006	2006					2007		
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	0,9	1,6	1,8	1,5	3,2	-0,1	2,4	-0,7	1,7	3,2	2,0	3,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,9	0,8	0,5	-1,4	-0,7	-0,0	-6,4	1,9	0,3	-2,0	-0,6	-1,2
Formation de capital fixe	-1,2	4,5	3,8	4,1	6,4	-0,4	4,4	3,0	6,2	1,8	10,2	-11,6
Construction	1,8	3,9	3,5	-1,4	-4,7	-6,4	-0,1	0,3	4,9	-2,4	-14,6	-6,0
Biens d'équipement	-3,6	5,0	4,0	8,9	16,7	5,1	8,3	5,2	7,3	5,4	33,2	-15,5
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,8</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>8,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,3</b>
Exportations totales	-0,5	7,9	7,3	9,9	6,9	17,3	-0,5	12,1	17,1	10,2	3,8	9,7
Marchandises	-0,1	7,3	5,8	11,1	7,6	21,6	-0,2	14,8	16,1	12,5	0,0	9,2
Hors MPPAA <sup>1</sup>	0,5	7,3	6,5	11,3	8,8	16,7	8,8	7,8	17,1	7,8	5,5	9,0
Services	-1,4	9,7	11,2	6,8	5,1	6,6	-1,3	4,9	19,9	4,2	14,9	11,0
<b>Demande globale</b>	<b>0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>11,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>
Importations totales	1,3	7,3	6,7	6,9	12,8	3,3	3,5	-4,0	34,7	-7,6	4,2	1,5
Marchandises	1,9	5,8	5,6	7,8	10,2	8,3	2,5	-8,5	45,9	-10,3	4,1	-1,8
Hors MPPAA <sup>1</sup>	2,4	5,9	5,3	7,4	7,0	10,8	1,1	-5,3	31,5	4,3	1,5	-0,0
Services	-1,9	14,7	11,6	2,7	24,8	-17,0	8,5	20,0	-7,3	6,6	5,2	18,6
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>

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

Source: SECO

Les représentants de la plupart des branches se sont montrés confiants dans les perspectives pour 2008. Néanmoins, de nombreuses entreprises semblent se préparer à une période plus difficile, après que 2007 a souvent représenté une nouvelle année de résultats record. Une nette incertitude s'est en outre fait sentir chez les représentants du secteur financier. Dans ce contexte d'incertitudes croissantes, l'augmentation notamment des prix des matières premières et des produits en amont est source de préoccupation (voir *Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale, décembre 2007*).

La BNS table sur une croissance du PIB de 2% environ pour 2008, après une croissance d'un peu plus de 2,5% pour 2007. De substantielles impulsions devraient continuer à provenir de la consommation privée, soutenue par la bonne situation sur le marché du travail et la hausse des revenus. Vu la forte utilisation des capacités de production et les résultats très satisfaisants des entreprises, les investissements en biens d'équipement devraient rester un soutien important de la conjoncture. Par contre, les exportations devraient enregistrer un ralentissement de leur croissance et les investissements en constructions, se replier légèrement. La persistance des problèmes sur les marchés financiers internationaux amène avec elle des risques conjoncturels considérables pour la Suisse également.

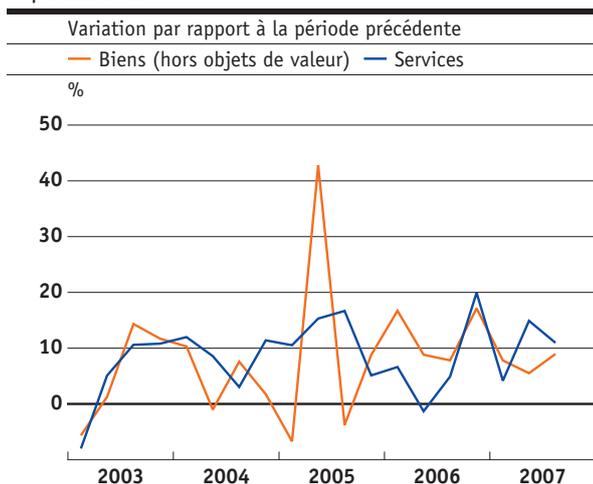
## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

### Expansion toujours vive des exportations...

Au troisième trimestre, les exportateurs suisses ont continué à bénéficier de la bonne santé de l'économie mondiale et du bas niveau du franc par rapport à l'euro. Si les exportations de biens ont augmenté d'un trimestre à l'autre, celles de services ont ralenti. La croissance des commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère est celle qui a le plus perdu de son dynamisme. Au total, les exportations dépassaient de plus de 10% leur niveau de la période correspondante de 2006.

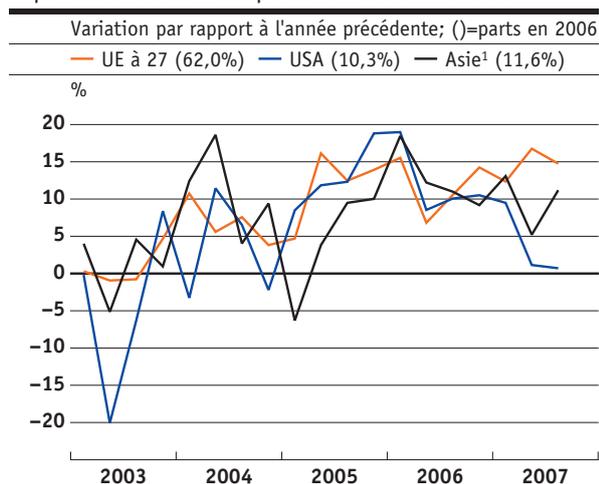
Du côté des biens, les exportations de biens d'équipement et de biens de consommation ont progressé dans une mesure supérieure à la moyenne, tandis que celles de produits semi-finis – dont surtout les matières premières et matières de base chimiques – ont évolué avec lenteur. La répartition géographique montre une demande étrangère différente selon les régions. Les livraisons de biens à l'Europe, à l'Asie et à la majorité des pays exportateurs de pétrole ont poursuivi leur progression. A l'inverse, les exportations vers les Etats-Unis et le Japon ont reculé. En octobre, les exportations de biens ont continué à augmenter, mais le domaine des biens d'équipement, en particulier, a perdu de sa vigueur.

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)

### ... et des importations

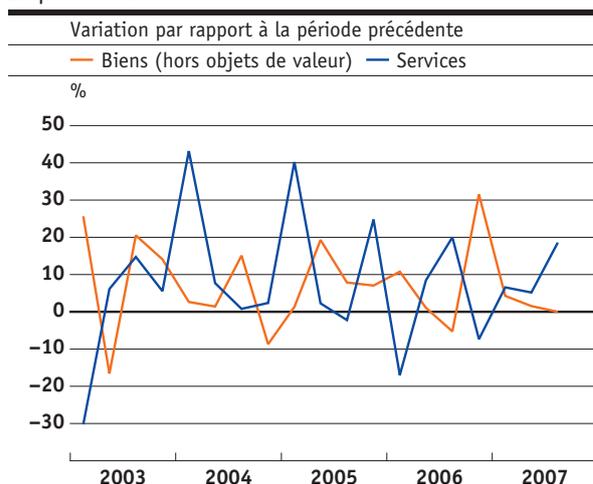
Grâce à une vive expansion des importations de services, la croissance des importations réelles s'est accélérée au troisième trimestre pour s'établir à un niveau supérieur de 7,6% à celui qu'elles avaient atteint un an auparavant. Les dépenses dans les domaines du tourisme et des transports ont connu une hausse particulièrement marquée. Par contre, les importations de biens ont stagné. Alors que les importations de biens de consommation et celles de produits énergétiques augmentaient – ces dernières pour la première fois depuis trois trimestres –, les achats à l'étranger de biens d'équipement ont chuté après leur forte progression du deuxième trimestre. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont, elles aussi, enregistré un léger recul.

### Croissance vigoureuse de la consommation

Au troisième trimestre, la consommation privée a connu une forte hausse par rapport au deuxième trimestre (3,5%), qui correspond à un accroissement de 2,7% par rapport à la même période de 2006. Du côté des biens, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont accrus de presque 4% par rapport au trimestre précédent et le nombre de nouvelles immatriculations de voitures, de pratiquement 9%. Par contre, le nombre de nuitées d'hôtes suisses, qui sert d'indicateur de la consommation de services, s'est développé plus modérément. Les conditions météorologiques défavorables de cet été ont sans doute exercé une influence négative dans ce domaine. En revanche, le niveau de réservation déjà élevé en automne laisse présager une bonne saison hivernale.

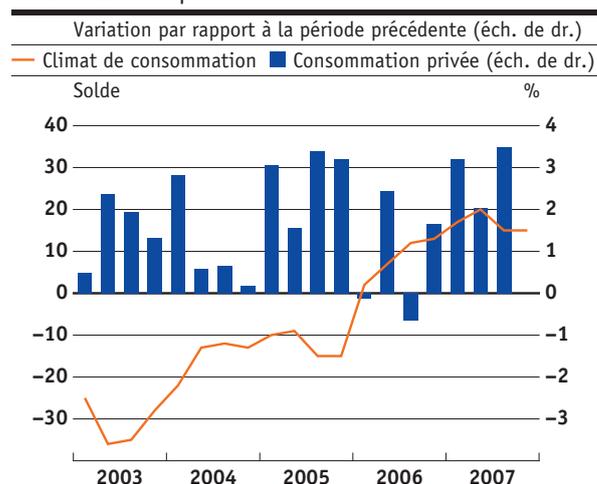
Malgré les turbulences sur les marchés financiers, la confiance des consommateurs, mesurée à l'indice du climat de consommation, s'est maintenue à un haut niveau en automne. Certes, les ménages interrogés ont porté un jugement légèrement plus pessimiste que lors de la précédente enquête sur la situation économique générale, mais ils se sont aussi montrés plus optimistes qu'au deuxième trimestre quant à leur situation financière et à la sécurité de l'emploi. Les revenus réels des salariés ont augmenté de 5,3% au total en 2007 (2,9% en 2006). Cette hausse découle avant tout de la progression de l'emploi et, dans une mesure légèrement moindre, de l'augmentation des salaires réels.

Graphique 2.5  
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6  
Consommation privée



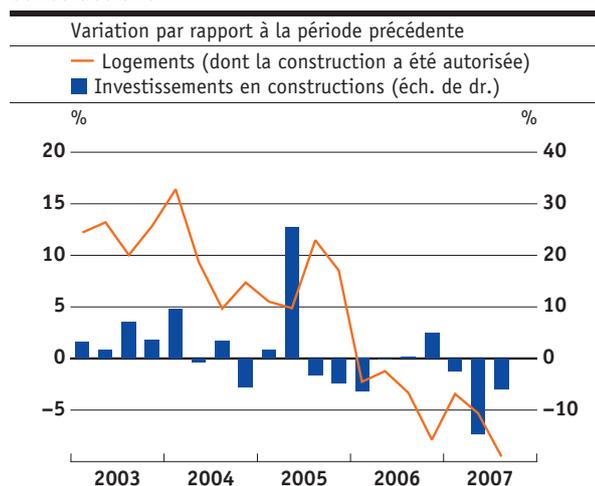
Source: SECO

## Recul des investissements en biens d'équipement et en constructions

Après leur forte augmentation du deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont reculé au troisième trimestre pour s'établir à un niveau supérieur de 6,3% à celui qu'ils affichaient un an auparavant. Alors que le repli des investissements dans les transports était attendu – au deuxième trimestre, des achats d'avions avaient entraîné un bond en avant –, celui des investissements dans l'informatique et la stagnation des achats de machines industrielles ont surpris. La répartition selon l'origine des biens d'équipement montre que les importations ont diminué tandis que les achats de biens d'équipement suisses ont continué leur expansion. Ce recul de la demande de biens d'équipement importés est probablement dû au niveau élevé du cours de l'euro, celui-ci incitant les investisseurs à différer leurs acquisitions.

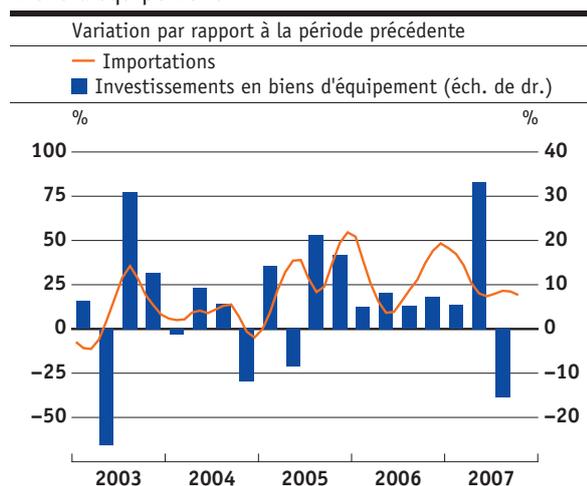
Au troisième trimestre, les investissements en constructions ont poursuivi leur tendance baissière observée depuis le début de l'année pour atteindre un niveau inférieur de 5,1% à celui de la période correspondante de 2006. Ce recul a concerné aussi bien la construction de logements que le génie civil. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a en revanche stagné. Du fait de la baisse, depuis plusieurs trimestres, du nombre d'autorisations de construire, il convient de s'attendre à une nouvelle réduction du volume des constructions, notamment pour ce qui est des logements.

Graphique 2.7  
Constructions



Sources: OFS, SECO

Graphique 2.8  
Biens d'équipement



Sources: AFD, SECO

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Forte progression de l'emploi

L'emploi a de nouveau fortement progressé au troisième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, le nombre de personnes actives occupées a marqué une hausse de 2,9%, dépassant de 2,7% son niveau de la même période de 2006, le secteur des services jouant le rôle principal dans cette évolution. Sa croissance s'est révélée particulièrement vive dans le commerce et dans la restauration et l'hébergement. A l'inverse, elle s'est affaiblie dans le secteur financier, les assurances ayant même procédé à des suppressions d'emplois. Après conversion des postes à temps partiel en postes à temps plein, le volume de travail a augmenté de 2,7% par rapport au deuxième trimestre et dépassait ainsi de 2,7% son niveau de la même période de 2006.

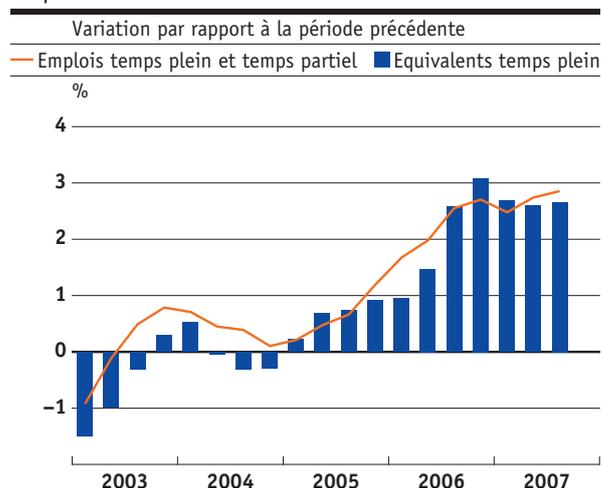
Selon une enquête de l'OFS publiée pour la première fois au troisième trimestre de 2007, la part d'entreprises ayant éprouvé des difficultés à embaucher de la main-d'œuvre qualifiée a augmenté fortement. Les entretiens des délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mettent en évidence un manque flagrant de techniciens et de spécialistes en informatique; ce personnel qualifié est également très recherché dans l'UE, ce qui réduit les possibilités de recrutement à l'étranger.

### Poursuite du repli du chômage – Bonnes perspectives en matière d'emploi

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement a diminué entre août et novembre pour s'établir à 103 350 personnes. Le taux de chômage a donc reculé, passant de 2,7% à 2,6%. Le nombre de demandeurs d'emploi s'est également replié, de sorte que le taux correspondant a baissé pour s'inscrire à 4%. L'indice des places vacantes établi par l'OFS a marqué une nette augmentation dans toutes les branches au troisième trimestre, ce qui reflète un maintien de la forte demande de main-d'œuvre. De ce fait, le nombre de chômeurs devrait également demeurer à la baisse.

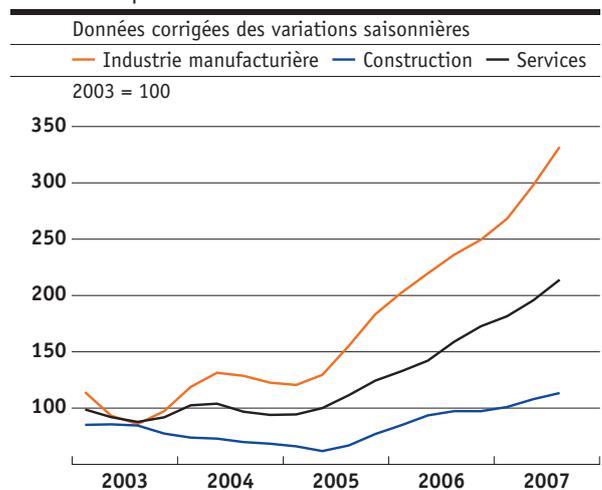
Graphique 2.9

### Emploi



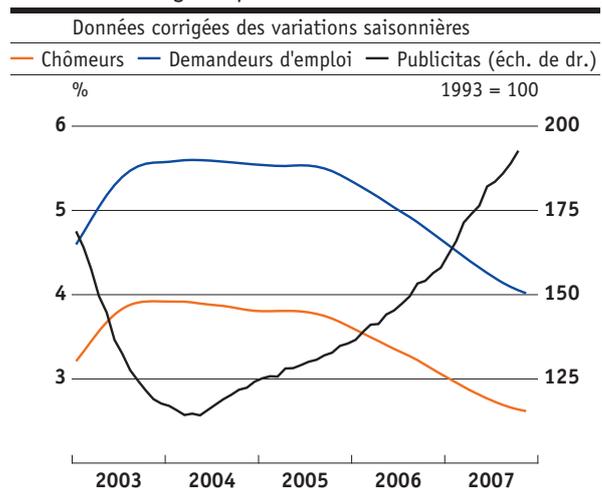
Graphique 2.10

### Indice des places vacantes



Graphique 2.11

### Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.9 et 2.10: OFS

Graphique 2.11:  
chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès d'un office du travail, en pourcentage des personnes actives selon le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives)  
Sources: Publicitas, SECO

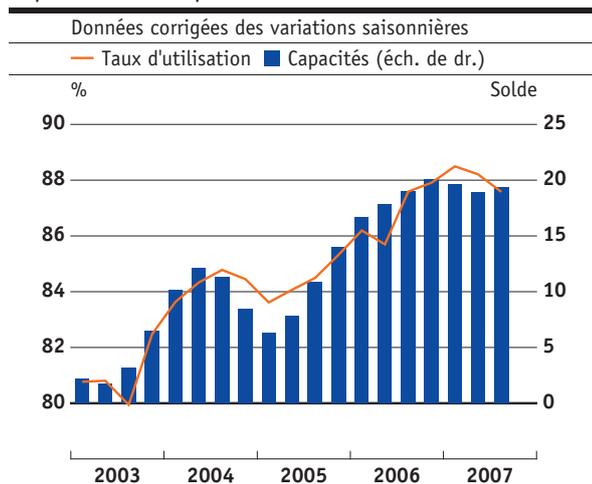
## 2.4 Utilisation des capacités de production

Si la demande et l'offre globales n'évoluent pas au même rythme, l'économie subit des tendances inflationnistes ou déflationnistes. En général, l'offre globale, déterminée par la disponibilité de main-d'œuvre et de capital ainsi que par le progrès technique, croît de façon relativement régulière sur le court terme. Les changements dans la croissance de la demande se manifestent par conséquent uniquement dans les fluctuations au niveau de l'utilisation des capacités techniques et de la main-d'œuvre. Une utilisation qui outrepassa largement son niveau habituel signifie une demande excédentaire et donc une intensification de la pression inflationniste. A l'inverse, un excédent enregistré du côté de l'offre signale une baisse de la pression inflationniste.

### Nouvelle baisse de l'utilisation des capacités techniques

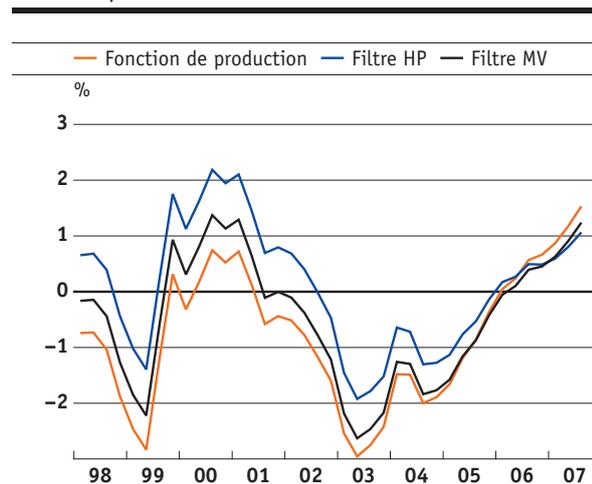
Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a effectué diverses enquêtes qui donnent des indications sur l'utilisation des capacités de production dans l'économie au troisième trimestre. Selon ces enquêtes, l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a légèrement diminué (voir graphique 2.12). Avec 87,6%, elle affichait cependant un niveau encore sensiblement supérieur à sa moyenne à long terme (84%). En même temps, la proportion d'entreprises déclarant manquer de capacités techniques s'est réduite. Cette situation reflète la vive expansion des capacités qui s'est opérée au cours des derniers trimestres (voir graphique 2.12). Contrairement à ce qui s'est passé dans l'industrie, l'utilisation des capacités de production a continué à augmenter dans la construction. Par ailleurs, la proportion d'entreprises ayant constaté un manque de main-d'œuvre a augmenté et ce, dans l'industrie aussi bien que dans la construction. Les mêmes tendances ont été observées dans le secteur des services. Ainsi, dans la restauration et l'hébergement, dans les assurances et dans les activités de *front office* du secteur bancaire, un nombre accru d'entreprises s'est plaint d'effectifs restreints. Il n'y a guère que dans le commerce de détail que la situation semble s'être quelque peu détendue.

Graphique 2.12  
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.13  
Ecart de production



Source: BNS

### **Accroissement de l'écart 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 l'estimation de la production potentielle. Le graphique 2.13 présente trois estimations de l'écart de production, établies à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production [FP], filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]). Avec +3,3% au troisième trimestre, le PIB réel a augmenté dans une mesure nettement plus importante que la production potentielle; aussi l'écart de production a-t-il continué à progresser quelle qu'ait été la méthode utilisée pour le calculer: l'excédent de production calculé à partir de la FP se monte à 1,5%; calculé à partir des deux autres filtres, il est de 1,1% (HP) et de 1,3% (MV).

L'écart de production positif découle essentiellement du degré d'utilisation des capacités techniques, supérieur à la moyenne. Après avoir longtemps été dominée par le sous-emploi, l'offre de main-d'œuvre retrouve une utilisation moyenne. La BNS estime que l'excédent de production a atteint son point culminant et se stabilisera au cours des prochains trimestres. Ce scénario se base sur l'hypothèse que la croissance du PIB sera quelque peu inférieure à celle du potentiel. Ce dernier est toujours estimé à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne à long terme, soit 1,6%. Ce résultat s'explique principalement par deux facteurs. Premièrement, le stock de capital augmente en ce moment de façon relativement marquée en raison des investissements importants qui sont effectués. Deuxièmement, l'arrivée de main-d'œuvre étrangère et la progression du taux de participation devraient entraîner la croissance des heures de travail potentielles à dépasser sa moyenne à long terme.

## 2.5 Prix des biens

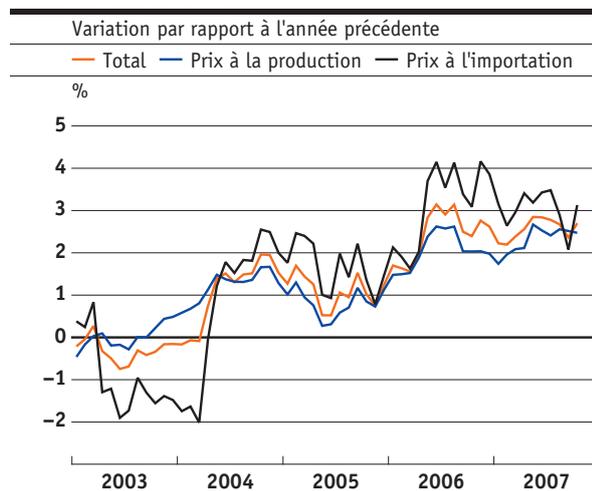
### Poursuite de la hausse des prix à la production et à l'importation

Entre juillet et octobre, les prix à la production et à l'importation ont continué à exercer une pression haussière marquée sur les prix en aval, c'est-à-dire à la consommation. Le renchérissement annuel mesuré aux prix à la production de biens d'origine suisse, qui se montait déjà à 2,4% en juillet, est passé à 2,5% en octobre. En même temps, le renchérissement importé, après avoir connu un recul passer à 2,1% en août, a de nouveau augmenté pour s'établir à 3,1%. La répartition selon le type de biens donne des résultats hétérogènes. La hausse des prix dans les domaines des produits énergétiques et des marchandises agricoles s'est renforcée, tandis que le renchérissement des biens d'équipement est resté stable dans une large mesure et que celui des biens intermédiaires s'est replié. Le renchérissement annuel des biens de consommation, observé à l'échelon des prix à la production et à l'importation, a cependant continué à croître. Une telle évolution indique un transfert progressif des augmentations de prix passées dans les domaines des produits énergétiques et des matières premières, mais aussi – du moins partiellement –, la dépréciation du franc par rapport à l'euro.

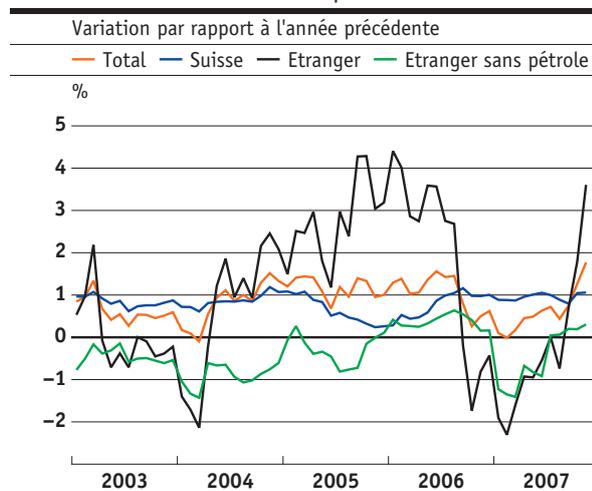
### Forte hausse des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 0,4% en août à 1,8% en novembre. Il a ainsi outrepassé le niveau publié par la BNS dans sa prévision d'inflation de la mi-septembre. Ce dépassement s'explique notamment par l'envolée du prix du pétrole, qui s'est immédiatement traduite dans les prix du carburant et du mazout, produits entrant dans la composition de l'IPC. Abstraction faite de cette composante, la hausse des prix à la consommation est passée de 0,7% en août à 0,9% en novembre. Cette progression indique que la solide demande de consommation et le fort taux d'utilisation des capacités de production permettent aux fournisseurs de disposer d'une marge de manœuvre de plus en plus importante pour répercuter la majoration de leurs coûts sur les consommateurs.

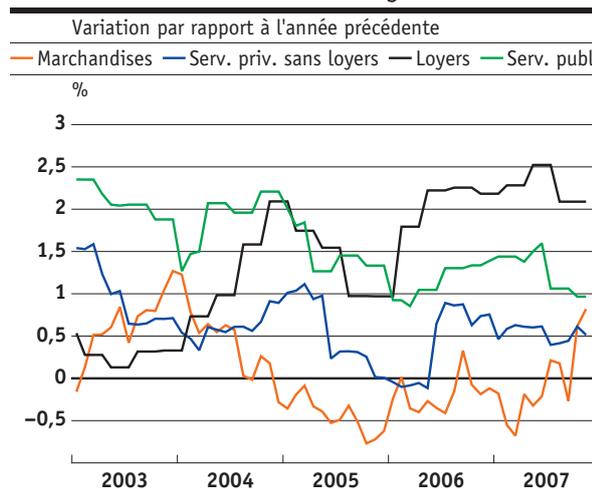
Graphique 2.14  
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15  
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16  
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS, BNS

### **Accroissement du renchérissement intérieur**

En novembre, le renchérissement annuel des biens de consommation d'origine suisse affichait 1,1%, soit 0,2 point de plus qu'en août. S'il est resté pratiquement inchangé dans les services, il a augmenté au niveau des biens, passant de 0,2% en août à 0,8% en novembre. Ce bond en avant est presque exclusivement à mettre au compte du renchérissement des produits alimentaires, lesquels constituent environ 50% du panier des biens suisses. En effet, le renchérissement de ces produits se montait à 1,5% en novembre, alors qu'il n'affichait encore que 0,2% en août. Le pain, les légumes et la viande ont été particulièrement touchés par cette montée des prix. Si le renchérissement des produits alimentaires demeure faible par rapport à d'autres pays, il devrait s'accélérer de nouveau dans les prochains mois. L'indice afférent aux loyers des logements, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a marqué une hausse de 0,5% en novembre. Le renchérissement annuel des loyers s'est donc maintenu à 2,1%. Avec 0,5%, le renchérissement annuel ne s'est inscrit en novembre qu'à un niveau légèrement supérieur à celui d'août dans les autres services privés, et il a même diminué dans le domaine des services publics, se stabilisant à 1%. Cette baisse est due au léger repli des tarifs des prestations hospitalières.

### **Accélération du renchérissement des importations**

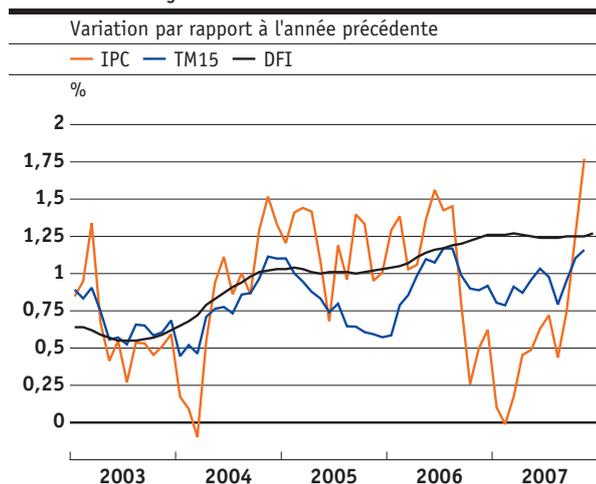
Après avoir contribué de façon globalement négative à la hausse des prix à la consommation entre septembre 2006 et août 2007, le renchérissement des biens de consommation d'origine étrangère a renoué avec les chiffres positifs en septembre et atteint 3,6% en novembre. Ce redressement découle exclusivement de la flambée des prix des produits pétroliers (mazout et carburants) qui, en novembre, dépassaient de 19,9% leur niveau observé un an auparavant, alors qu'ils étaient inférieurs de 4,4% à ce même niveau en août. Le renchérissement des autres biens de consommation importés n'a, lui, progressé que faiblement entre août et novembre, passant à 0,3%. Les augmentations de prix ont été observées essentiellement dans l'habillement et pour certains produits alimentaires.

### Inflations sous-jacentes – tendance des prix à la hausse

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'évolution des prix. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance de des prix. 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 des biens, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires (voir Bulletin trimestriel 2/2006, p. 24). Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (voir graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

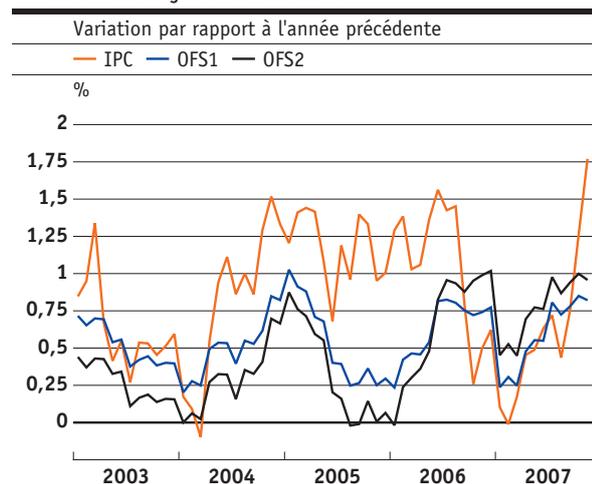
L'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée est passée de 0,8% en août à 1,2% en novembre, ce qui indique certes que les prix suivront leur tendance générale à la hausse, mais que celle-ci demeurera modérée. Les calculs de l'OFS donnent des résultats semblables, puisqu'ils débouchent sur une augmentation de 0,1 point pour chacune des deux inflations sous-jacentes, ces dernières s'établissant à 0,8% et 1%. En revanche, selon la *dynamic factor inflation* (1,25%), dont la progression reste marginale, la tendance des prix devraient rester inchangée.

Graphique 2.17  
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS, BNS

Graphique 2.18  
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

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

Tableau 2.2

	2006	2007			2007			
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice général</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>
Marchandises et services du pays	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1
Marchandises	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,6	0,8
Services	1,1	1,3	1,4	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1
Services privés (hors loyers)	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5
Loyers	2,0	2,2	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Services publics	1,2	1,4	1,5	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Marchandises et services de l'étranger	1,9	-1,9	-0,8	-0,0	-0,7	0,7	1,8	3,6
Hors produits pétroliers	0,4	-1,3	-0,8	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Produits pétroliers	9,3	-4,9	-1,0	-0,8	-4,4	2,6	9,5	19,9

Sources: OFS et BNS

### 3 Evolution monétaire

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

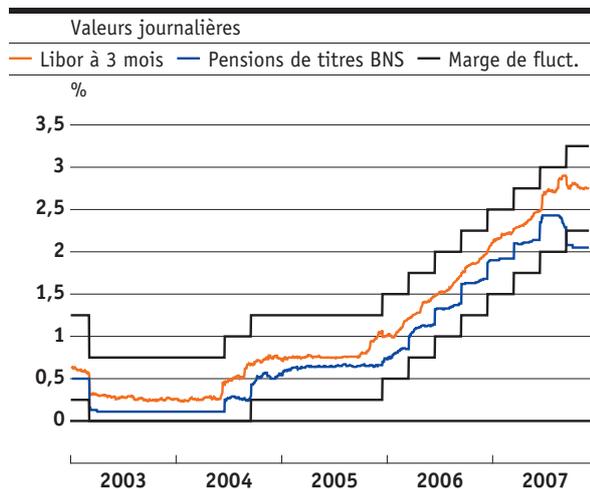
L'appréciation de septembre 2007 de la Banque nationale suisse sur la situation économique et monétaire a été marquée par les turbulences financières à l'échelle mondiale. Ces turbulences avaient été déclenchées par la crise sur le marché hypothécaire américain. Les effets concrets sur l'évolution de l'économie réelle en Suisse d'un éventuel net refroidissement conjoncturel n'avaient certes pu être discernés au moment de la prise de décision de politique monétaire; il n'était toutefois pas possible d'écarter complètement ce risque. Inversement, il n'était pas exclu que la faiblesse persistante du franc ne stimule la conjoncture et n'accélère l'inflation. En outre, la Banque nationale s'était trouvée confrontée à une situation inhabituelle sur le marché monétaire: le Libor à trois mois atteignait 2,9% au cours des semaines précédant la décision monétaire et, partant, se situait nettement au-dessus de la zone médiane de 2,5%. Que le Libor à trois mois, en tant que taux du marché, réagisse à une décision de politique monétaire attendue est tout à fait normal et ne constitue pas un phénomène indésirable. Cette hausse avait cependant reflété la grave crise de confiance qui avait secoué les marchés monétaires et les resserrements de liquidités en découlant. Les conditions monétaires étaient ainsi devenues plus restrictives, même sans l'intervention active de la BNS.

Sur cette toile de fond, la Banque nationale visait une normalisation en deux approches. D'une part, il s'agissait d'induire une réduction des taux d'intérêt en approvisionnant généreusement le système bancaire en liquidités; d'autre part, amorcée depuis juin sur le marché, la hausse du Libor à trois mois avait été confirmée, et de ce fait justifiée sous l'angle de la politique monétaire, par la décision de la Banque nationale de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor, la portant à 2,25%-3,25%. Dans le même temps, la BNS avait annoncé qu'elle visait une nouvelle zone médiane, soit 2,75%.

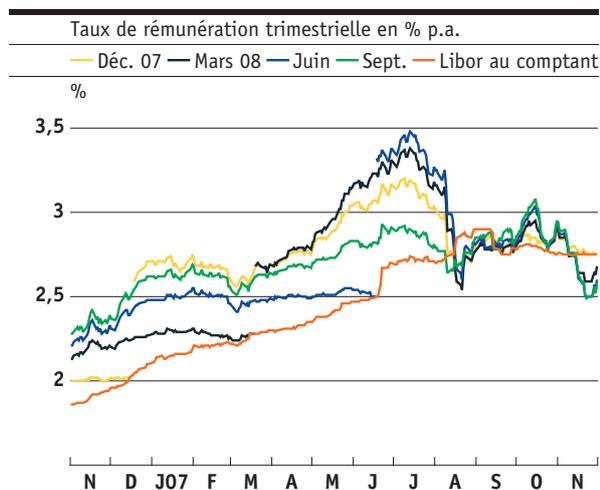
##### Baisse des taux d'intérêt attendue pour l'année prochaine

Après l'annonce de la décision de politique monétaire, le Libor à trois mois a diminué rapidement pour s'établir au niveau visé, soit à 2,75%; il

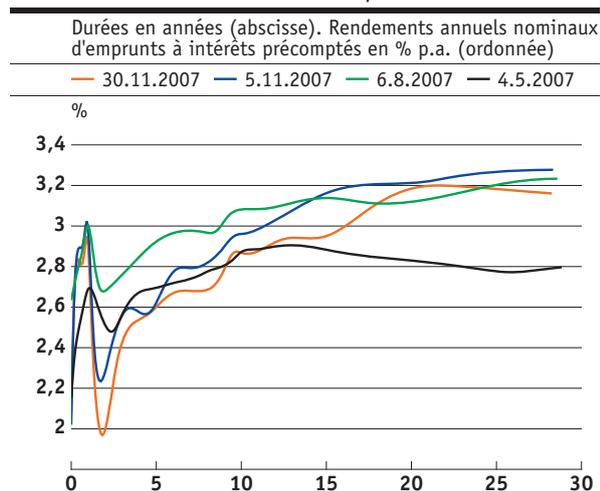
Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2  
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

s'est maintenu à peu près à ce niveau jusqu'à la mi-décembre (voir graphique 3.1). A la mi-septembre, date de la dernière appréciation de la situation économique et monétaire, les opérateurs sur les marchés s'attendaient à un Libor à trois mois de 2,9% à fin décembre, conformément aux prévisions consensuelles qui sont publiées périodiquement. Les taux d'intérêt des *futures* avec échéances en mars, juin et septembre 2008 s'établissaient à 3% environ à la mi-octobre. Par la suite, ils ont reculé pour s'inscrire, à fin novembre, 25 points au-dessous du Libor à trois mois (voir graphique 3.2). Ainsi, les opérateurs s'attendaient, à la mi-novembre, à ce que la marge de fluctuation du Libor soit réduite de 25 points de base d'ici la mi-septembre de l'année prochaine.

### Courbe des taux d'intérêt légèrement plus inclinée sur le marché suisse des capitaux

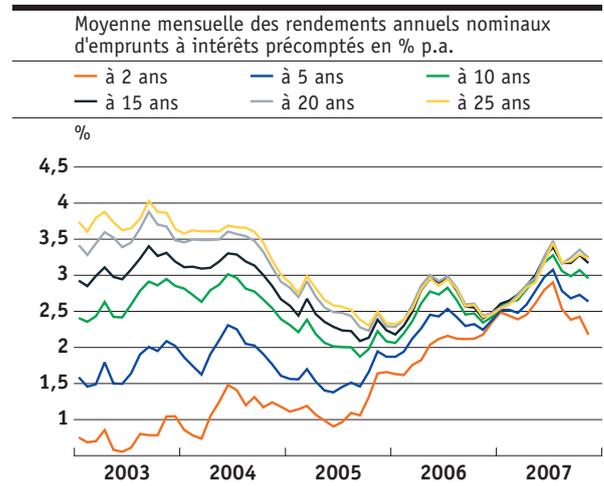
Comme le montre le graphique 3.3, les rendements d'obligations à plus de dix ans de la Confédération suisse ont sensiblement progressé ces six derniers mois, alors que ceux des obligations à moins de dix ans ont varié faiblement. Ainsi, la courbe des taux, précédemment très plate, est devenue quelque peu plus inclinée. En novembre, les rendements des obligations fédérales à cinq ans, à dix ans et à vingt ans se sont inscrits à respectivement 2,6%, 3% et 3,2% en moyenne.

La hausse des rendements des obligations s'est aussi répercutée sur les taux hypothécaires et ceux des dépôts d'épargne. Le taux d'intérêt des anciennes hypothèques des banques cantonales, qui est encore déterminant pour la fixation des loyers en vertu des dispositions légales, et le taux variable appliqué aux nouvelles hypothèques ont augmenté depuis le mois de septembre; à la mi-décembre, ils s'inscrivaient à 3,24% et 3,27%. Quant aux taux des dépôts d'épargne, ils ont progressé dans une mesure un peu moindre, si bien que l'écart d'intérêt entre les anciennes hypothèques et les fonds d'épargne, qui est déterminant pour le financement traditionnel des prêts hypothécaires, s'est creusé légèrement. Cet écart est toujours nettement inférieur à son niveau moyen à long terme.

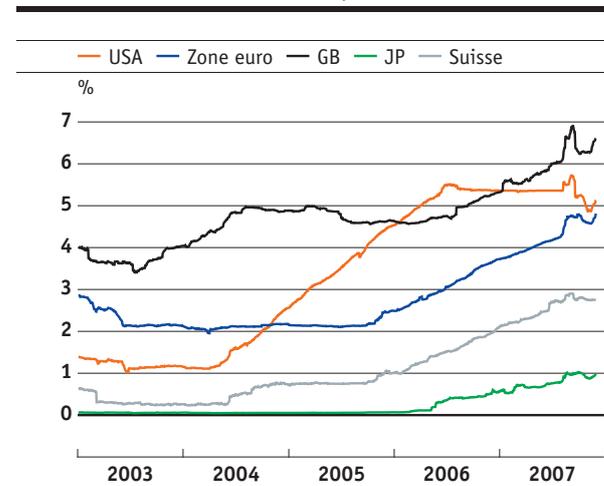
### Baisse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis

Sur les marchés monétaires étrangers, la situation s'est détendue temporairement après la dernière appréciation de la mi-septembre. Les banques centrales ont notamment contribué à cette

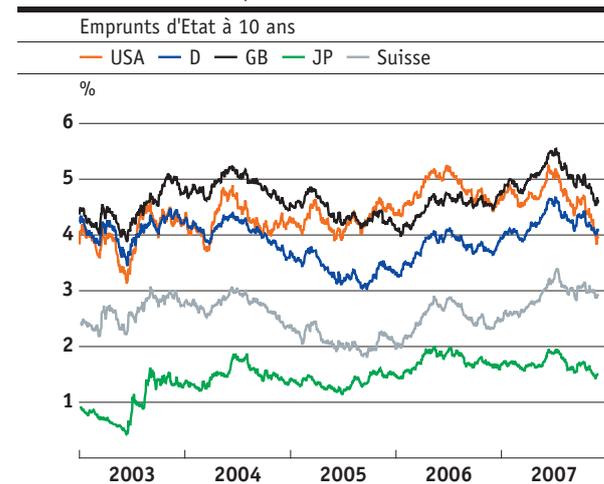
Graphique 3.4  
Rendements d'emprunts fédéraux



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



Graphique 3.6  
Taux d'intérêt sur le plan international



Source pour graphiques 3.4 et 3.5: BNS

Source pour graphique 3.6: BNS

détente en étant prêtes à mettre des liquidités supplémentaires à disposition. La Réserve fédérale a en outre réduit son taux directeur à trois reprises, le ramenant à 4,25%. Le taux d'intérêt sur les dépôts à trois mois en dollars a diminué, depuis la dernière appréciation de la situation monétaire et économique, pour s'établir à 5,11% (voir graphique 3.5). L'écart d'intérêt entre les dépôts à trois mois en dollars et en francs – il a tendance à diminuer depuis le milieu de l'année passée – a continué à s'amenuiser. Entre la mi-septembre et la mi-décembre, il a passé de 285 à 233 points de base.

La rémunération des dépôts à trois mois en euros s'inscrivait, à la mi-décembre, à un niveau supérieur à celui de la mi-septembre. Le Libor sur les dépôts à trois mois en francs ayant reculé dans le même temps, l'écart d'intérêt entre les placements en euros et en francs s'est creusé pour s'établir à 215 points de base à la mi-décembre.

### Baisse des taux d'intérêt à long terme à l'étranger

En interaction avec le climat sur les marchés internationaux des actions, les rendements des obligations d'Etat exemptes de risques ont augmenté dans un premier temps entre la mi-septembre et la mi-octobre, puis ils se sont de nouveau repliés (voir graphique 3.6). Le rendement des obligations à dix ans du Trésor américain s'est établi, en moyenne, à 4,1% en novembre, soit à un niveau inférieur de 40 points de base à celui de septembre. En République fédérale d'Allemagne, le rendement des obligations d'Etat s'est lui aussi inscrit en moyenne à 4,1% en novembre, contre 4,2% en septembre. Comme les rendements des obligations à dix ans de la Confédération suisse n'ont guère varié durant le même laps de temps, l'écart entre ces rendements et ceux des placements en dollars et en euros s'est réduit, passant en moyenne à 1,1 point en novembre.

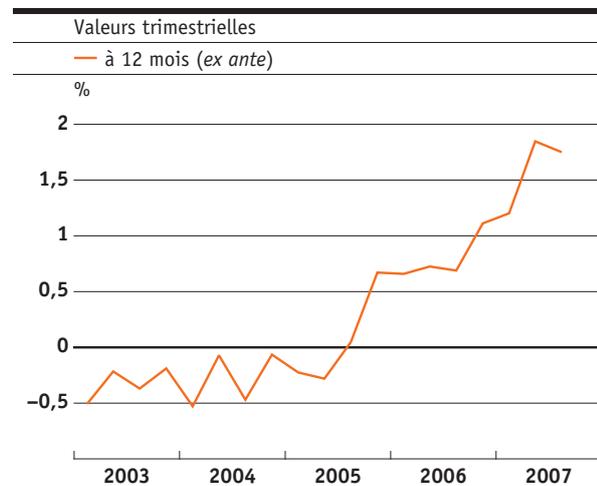
### Stabilisation à un niveau élevé du taux d'intérêt réel à court terme

Le graphique 3.7 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel des dépôts à un an en francs. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue durant cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de novembre 2007)<sup>1</sup>. Ainsi calculé, il s'élevait à 1,75% au troisième trimestre de

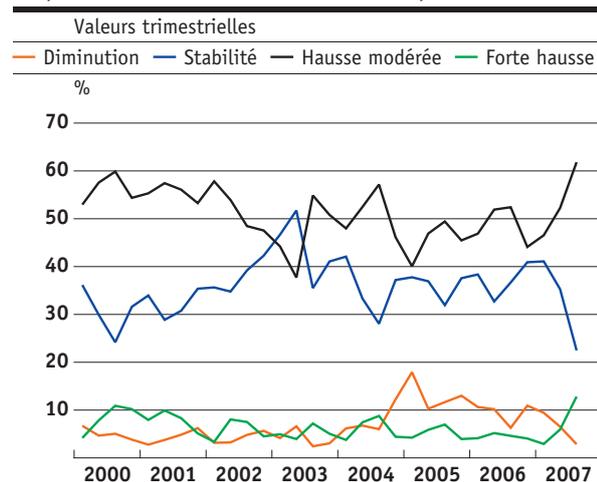
2007, contre 1,85% au deuxième. Ce recul reflète surtout le fait que les anticipations inflationnistes à court terme ont été revues à la hausse. Le taux d'intérêt réel à un an s'est stabilisé à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne à long terme (1,6%).

Les données que le SECO a publiées en novembre sur le climat de consommation confirment aussi cette adaptation à la hausse des anticipations inflationnistes. La part des consommateurs attendant des hausses de prix au cours des douze prochains mois a progressé par rapport au trimestre précédent (voir graphique 3.8).

Graphique 3.7  
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



1 Voir tableau 1.1.

Source pour graphique 3.7: BNS

Sources pour graphique 3.8: SECO, BNS

## 3.2 Cours de change

### Affaiblissement du dollar

Depuis la mi-août 2007, le dollar des Etats-Unis n'a cessé de se replier face à l'euro. Ce mouvement s'est poursuivi après l'appréciation de la situation économique et monétaire de septembre. Ainsi, de nouveaux records historiques ont été observés en novembre. De même, par rapport au franc, la monnaie américaine a fléchi nettement depuis l'examen de septembre. Après un redressement de courte durée, elle a reculé à un rythme accéléré après la mi-octobre. Le seuil historique de 1995, soit 1,11 franc pour un dollar des Etats-Unis, a été franchi temporairement en novembre.

Le cours du franc suisse a fluctué face à l'euro durant la même période. Dans un premier temps, la monnaie helvétique s'est dépréciée continuellement et a enregistré ses plus bas niveaux à la mi-octobre et au début de novembre. Par la suite, elle s'est revalorisée; à la mi-décembre, un euro valait 1,66 franc. Comme précisé dans le dernier Bulletin trimestriel (3/2007, p. 32), le franc suisse tend à se revaloriser lors d'une baisse des bourses et d'un accroissement des risques de marché.

### Tendances à moyen et long terme

Du début de 2004 au début de 2007, le cours de l'euro est resté en grande partie stable vis-à-vis de celui du dollar des Etats-Unis. Il a fluctué entre 1,2 et 1,3 dollar et ne s'est que rarement écarté de ces valeurs. Par la suite, le dollar s'est toutefois nettement déprécié. Face au franc suisse, la monnaie américaine a d'abord fait preuve de stabilité en fluctuant entre 1,2 et 1,3 franc. Ces valeurs n'ont guère été franchies vers le haut ni vers le bas, si ce n'est durant des périodes relativement courtes. Cependant, depuis le mois de septembre 2007, le dollar est négocié à des cours de plus en plus bas.

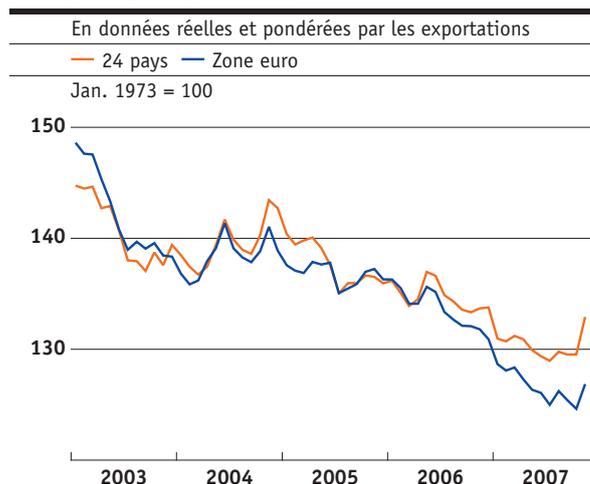
La récente faiblesse du dollar est en phase avec les principales données sur la conjoncture. Alors que les signes d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis se sont intensifiés du fait d'une demande de consommation moins soutenue, de la correction opérée sur le marché de l'immobilier et des turbulences qui en ont résulté, la conjoncture dans la zone euro comme en Suisse devrait être un peu plus robuste. En outre, les taux d'intérêt ont diminué nettement aux Etats-Unis en septembre et en octobre, si bien que l'écart entre les taux américains et ceux des autres pays industrialisés s'est amenuisé. Ces évolutions, mais aussi une inflation plus élevée par rapport à la zone euro et à la Suisse ainsi qu'un lourd déficit de la balance commerciale ont pesé sur le dollar.

Graphique 3.9  
Cours de change



Source: BNS

Graphique 3.10  
Valeur extérieure du franc



Source: BNS

### Valeur extérieure du franc inchangée en termes réels par rapport à la zone euro

Le graphique 3.10 reproduit l'évolution de la valeur extérieure réelle du franc suisse, en données pondérées par les exportations et corrigées des écarts dans l'évolution des prix entre les zones monétaires. La part de la zone euro dans les exportations suisses s'est élevée à 60%, alors que celle des Etats-Unis était de 15% et que la plus grande partie des 25% restants revenait à l'Asie, c'est-à-dire à une région dont de nombreuses monnaies sont liées au dollar. En données pondérées par les exportations, la valeur extérieure réelle du franc suisse s'est stabilisée par rapport à la zone euro entre la mi-septembre et la mi-décembre. En octobre, le franc suisse a certes reculé dans un premier temps en termes réels, du fait de son net fléchissement, en termes nominaux, face à l'euro. En novembre, ce repli a cependant été compensé lorsque le franc suisse s'est de nouveau redressé vis-à-vis de la monnaie européenne. Par rapport au dollar et aux monnaies de la zone dollar, le franc suisse s'est revalorisé en termes nominaux durant la période considérée, de sorte que la valeur extérieure réelle du franc suisse, pondérée par les exportations, a au total progressé vis-à-vis des monnaies des 24 principaux partenaires commerciaux de la Suisse.

### Conditions monétaires plus restrictives

Le graphique 3.11 montre l'indice des conditions monétaires (ICM) pour la Suisse. Cet indice, qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Il est remis à zéro immédiatement après chaque appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire. Une hausse de l'indice signifie un durcissement des conditions monétaires, alors qu'un repli indique un allègement de celles-ci (voir Indice des conditions monétaires, Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27).

Par rapport à la dernière appréciation de septembre, l'ICM a augmenté légèrement. Il s'est replié jusqu'à fin octobre, puis une revalorisation du franc suisse face à l'euro et au dollar ainsi que des taux à court terme stables ont conduit à une sensible hausse. Fin novembre, l'ICM s'établissait à 10 points de base, ce qui correspond à des conditions monétaires plus restrictives.

Graphique 3.11  
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS

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

Les actions, les matières premières et les biens immobiliers sont des placements. Pour l'analyse de la situation économique, leurs prix revêtent de l'importance et ce, avant tout pour deux raisons. D'abord, une adaptation de ces prix entraîne des modifications de la valeur du patrimoine des entreprises et des ménages. Il en découle des effets sur la qualité des débiteurs et sur le comportement en matière d'épargne et d'investissements. Ensuite, les modifications des anticipations inflationnistes engendrent une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les variations de prix de ces placements permettent ainsi de tirer des déductions portant sur les anticipations inflationnistes. Les matières premières sont en outre intéressantes pour une troisième raison. Elles entrent dans le processus de production de nombre de biens, en tant que facteur de coût et, partant, peuvent exercer une pression sur le niveau général des prix.

#### Marchés des actions volatils

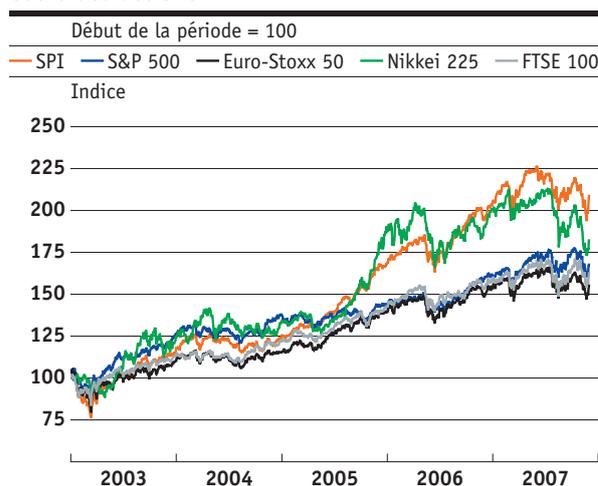
Les plus importants indices des actions tels que le S&P 500 aux Etats-Unis et l'Euro-Stoxx 50 en Europe se sont stabilisés après la chute des cours de l'été 2007; entre la mi-septembre et la mi-octobre, ils ont de nouveau gagné beaucoup de terrain. Une nouvelle correction a été opérée par la suite. De même, le *Swiss Performance Index* (SPI) a enregistré de fortes fluctuations entre la mi-septembre et la mi-décembre.

Si l'on examine les diverses composantes du SPI, il en ressort que la crise secouant les marchés du crédit s'est répercutée le plus nettement sur les prestataires de services. Les cours des actions de banques suisses ont reculé de 11% de la mi-septembre à la fin novembre. Dans le même temps, les cours des titres de l'industrie et de la technologie ont en revanche progressé de respectivement 5% et 4% environ. Cette évolution s'explique par la bonne marche des exportations.

La correction opérée sur les marchés en octobre et en novembre 2007 est due à trois raisons principales. Premièrement, nombre de banques internationales ont publié leurs résultats, qui étaient inférieurs aux attentes. Les pertes essuyées sur les *mortgage-backed securities* et les *collateralized debt obligations* ont obligé les banques, au nombre desquelles figurent UBS et le Credit Suisse, à procéder à des amortissements importants. Par ailleurs, les banques ont subi des revers dans d'autres domaines d'activités, notamment dans le segment des banques d'affaires. Deuxièmement, un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et un risque d'accélération de l'inflation dans plusieurs pays sont devenus perceptibles. Troisièmement, l'incertitude croissante a entraîné un relèvement des primes de risque, ce qui a pesé sur les cours des actions et conduit à de soudains remaniements de portefeuille en faveur de placements sûrs.

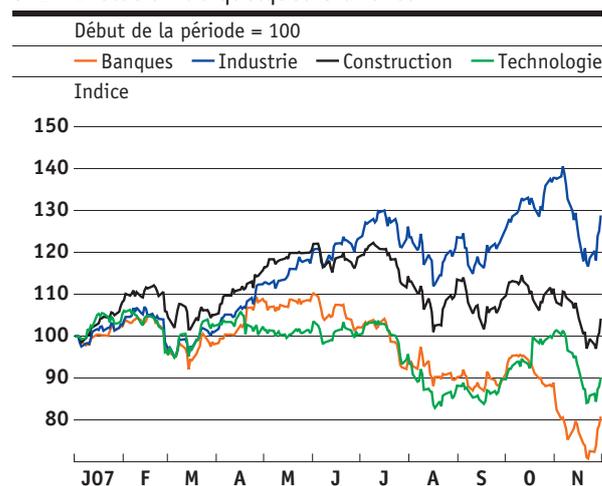
Les incertitudes sur les marchés financiers internationaux se sont également reflétées dans une volatilité accrue. Cela concerne non seulement les marchés des actions, mais aussi les autres marchés financiers tels ceux des changes, des obligations et

Graphique 3.12  
Cours des actions



Sources: Thomson Datastream, Bloomberg

Graphique 3.13  
SPI - Evolution de quelques branches



Source: Thomson Datastream

des matières premières. Le graphique 3.14 montre la volatilité attendue pour les trente prochains jours à l'aide du *Chicago-board-options-exchange-volatility-index* (VIX) ainsi que la volatilité effective, qui est mesurée par un écart-type annualisé des rendements mensuels du SPI et du S&P 500. En septembre, la volatilité a perdu de son intensité par rapport aux niveaux records atteints en août. Les interventions des banques centrales, notamment la réduction du taux directeur par la Réserve fédérale américaine, ont contribué au climat plus optimiste sur les marchés des actions. A partir de la mi-octobre, de nouvelles craintes ont toutefois été perceptibles au sujet de la crise du crédit, laquelle pourrait entraîner des effets plus prononcés et de plus longue durée que ce qui était attendu initialement. Il ressort du graphique 3.14 que l'appréciation de novembre à propos des risques de placement sur les marchés des actions n'est que très légèrement inférieure à celle qui avait été faite en été 2007 lors de la raréfaction du crédit.

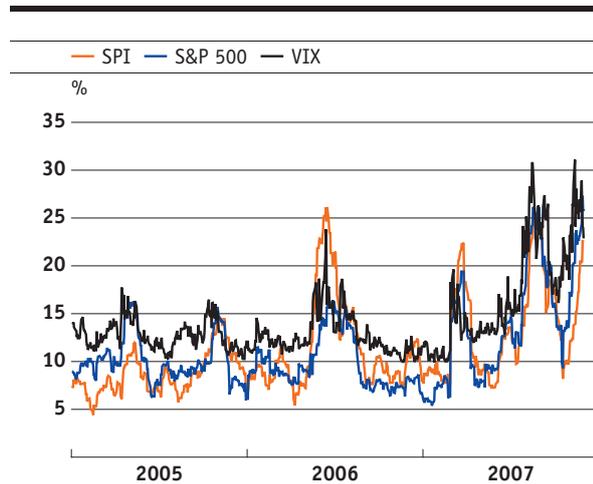
### Hausse des prix des matières premières

Les prix de la plupart des matières premières ont augmenté depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de septembre 2007. L'indice des matières premières que calcule Goldman Sachs (*Goldman Sachs commodity index*, GSCI) a progressé de 10% entre la mi-septembre et la mi-décembre. Cette évolution s'explique avant tout par l'augmentation des prix de l'énergie et des métaux précieux. Le prix du pétrole brut a atteint un nouveau record historique durant la période considérée, atteignant 89 dollars le baril à la mi-décembre. Des spéculations, des incertitudes sur le plan géopolitique, des stocks pas assez étoffés et le risque de goulet d'étranglement du côté de l'offre pourraient avoir été à l'origine de cette évolution. Dans le sillage de l'affaiblissement du dollar, de marchés financiers instables et de la crainte grandissante de l'inflation, le prix de l'or a lui aussi augmenté sensiblement et atteint de nouveaux sommets. Entre la mi-septembre et la mi-décembre, il a progressé de 12%.

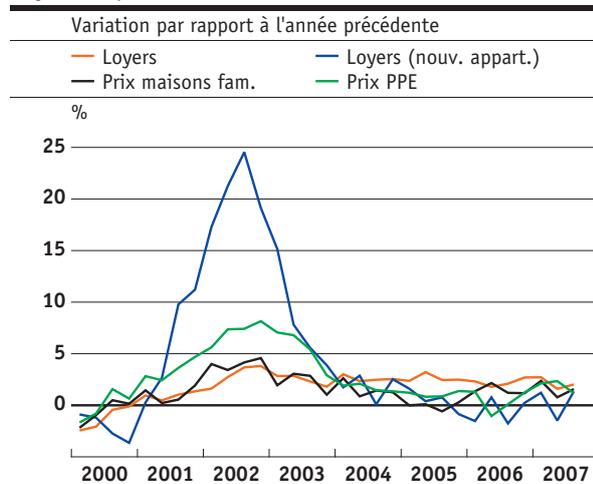
### Hausse modérée des prix de l'immobilier

La hausse modérée et continue des prix de l'immobilier s'est poursuivie au troisième trimestre de 2007. Ainsi, les loyers des appartements, qui représentent le plus gros segment du marché suisse des logements et qui entrent pour environ 20% dans l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) dont ils sont l'élément le plus important, ont augmenté un

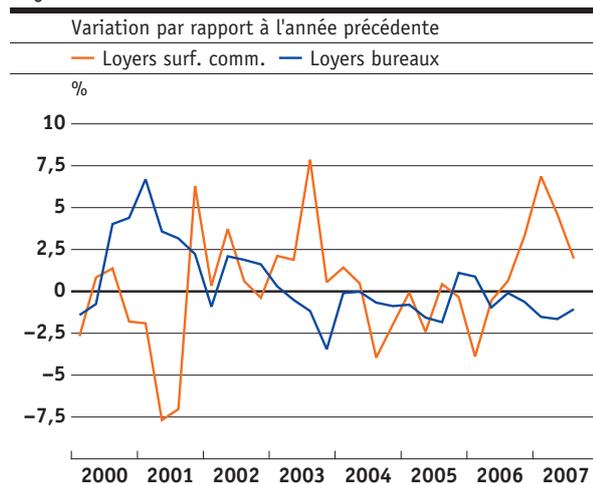
Graphique 3.14  
Volatilité des rendements des actions



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



Graphique 3.16  
Loyers réels des surfaces commerciales et des bureaux



Sources pour graphique 3.14: Thomson Datastream, BNS

Source pour graphique 3.15: Wüest & Partner

Source pour graphique 3.16: Wüest & Partner

peu plus fortement, en rythme annuel, qu'au trimestre précédent, soit de 2% en termes réels, c'est-à-dire en pourcentage de l'IPC. Cette évolution repose en grande partie sur les loyers d'appartements anciens. Les loyers d'appartements neufs, qui reflètent mieux les forces du marché, ont marqué une augmentation comparativement modérée, soit de 1,3%. Les taux de croissance se sont une nouvelle fois établis nettement au-dessous de ceux qui avaient été observés en 2002 et en 2003. Une tendance similaire a été observée du côté des maisons familiales et des appartements en propriété par étage, dont les parts dans l'ensemble du marché sont pourtant plus faibles. Les prix des maisons familiales ont augmenté de 1,6% et ceux des appartements en propriété par étage, de 1,2%. En revanche, les loyers des bureaux ont poursuivi leur repli.

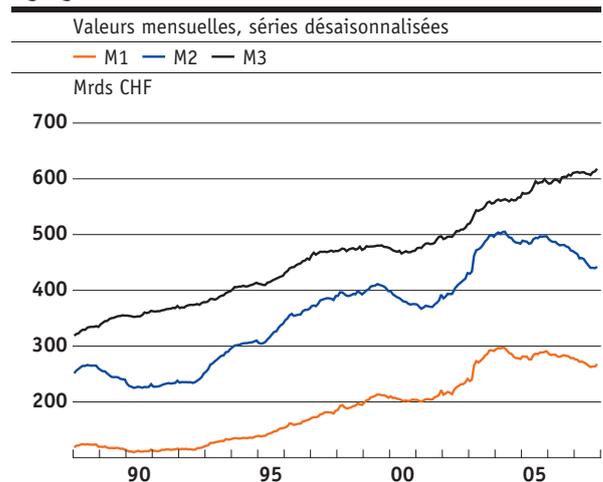
### 3.4 Agrégats monétaires

#### Repli des agrégats monétaires M1 et M2

Il ressort du graphique 3.17 que les masses monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne) reculent depuis le début de 2006. En novembre 2007, M1 et M2 se sont établis respectivement à 3,8% et 6,2% au-dessous de leur niveau du mois correspondant de 2006. La masse monétaire M3 (M2 et dépôts à terme) a par contre augmenté de 2%. A l'instar de la fin des années quatre-vingt et du début des années nonante ou de la fin de la dernière décennie et du début de l'an 2000, le ralentissement de la croissance ou une expansion négative des agrégats monétaires ont reflété un resserrement de la politique monétaire.

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

Graphique 3.17  
Agrégats monétaires



Source: BNS

des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Le graphique 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidités est établi sous forme

d'une marge de part et d'autre d'un écart-type. Si la marge est inférieure à la ligne zéro, comme cela est le cas en l'occurrence, il en découle que, d'après cet indicateur, les tensions inflationnistes vont s'atténuer à moyen terme.

### Agrégats monétaires<sup>1</sup>

Tableau 3.1

	2004	2005	2005		2006			Septembre	Octobre	Novembre
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.			
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>41,9</b>	<b>43,1</b>	<b>42,3</b>	<b>43,6</b>	<b>44,6</b>	<b>44,0</b>	<b>43,4</b>	<b>43,1</b>	<b>43,4</b>	<b>44,2</b>
Variation <sup>3</sup>	0,4	3,0	2,6	2,2	3,1	1,5	2,7	2,1	2,0	3,4
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>284,2</b>	<b>282,4</b>	<b>280,5</b>	<b>281,0</b>	<b>276,0</b>	<b>270,0</b>	<b>261,5</b>	<b>262,1</b>	<b>263,9</b>	<b>271,9</b>
Variation <sup>3</sup>	-1,5	-0,6	-1,4	-3,4	-3,6	-4,2	-6,7	-6,6	-6,4	-3,8
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>491,6</b>	<b>481,6</b>	<b>477,1</b>	<b>474,1</b>	<b>465,9</b>	<b>453,9</b>	<b>439,0</b>	<b>437,9</b>	<b>439,0</b>	<b>446,3</b>
Variation <sup>3</sup>	-0,8	-2,0	-2,9	-4,7	-5,3	-6,1	-8,0	-7,9	-7,8	-6,2
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>585,9</b>	<b>600,3</b>	<b>600,4</b>	<b>607,9</b>	<b>613,4</b>	<b>611,6</b>	<b>606,4</b>	<b>609,2</b>	<b>612,1</b>	<b>619,1</b>
Variation <sup>3</sup>	4,2	2,5	1,6	2,0	3,0	2,4	1,0	1,5	0,9	2,0

1 Définition 1995

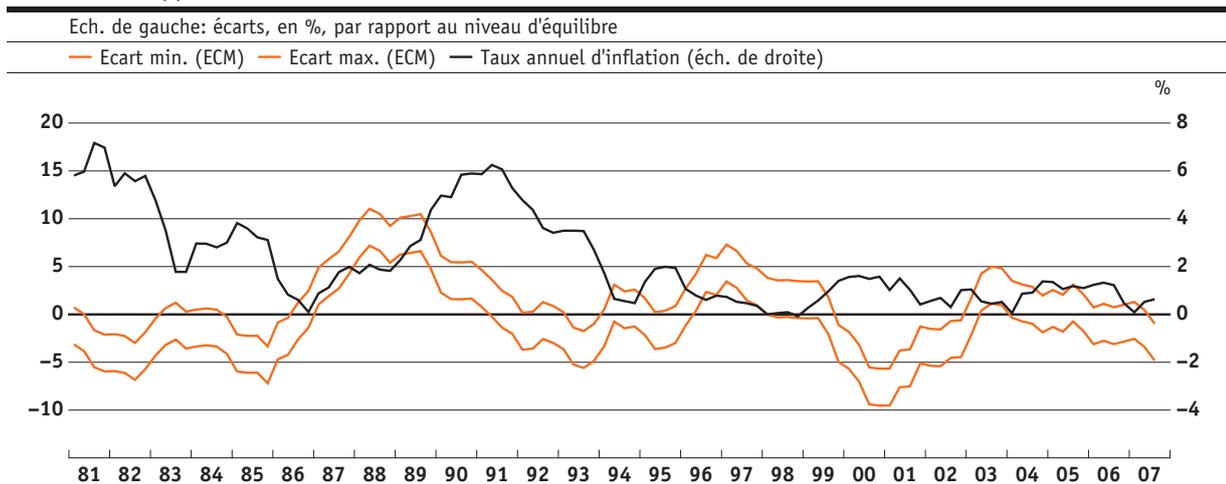
2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

### Graphique 3.18

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



Source: BNS

## 3.5 Crédits

### Signes mitigés du côté des crédits

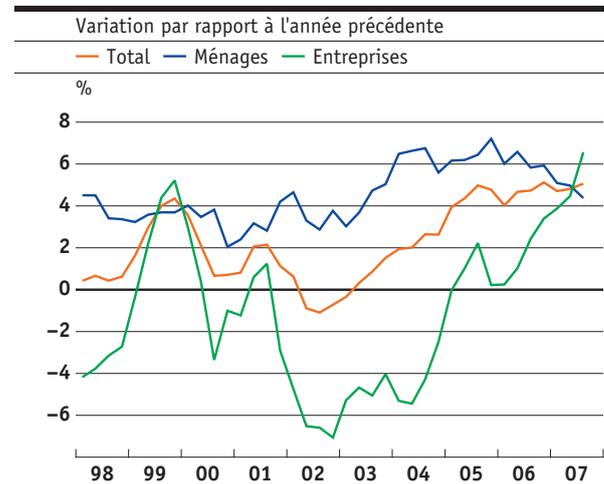
Au troisième trimestre de 2007, le volume des crédits a progressé de 5,5% en comparaison annuelle et, de ce fait, à un rythme légèrement plus soutenu qu'au trimestre précédent. Les taux de croissance des crédits aux ménages et aux entreprises ont continué de suivre des tendances opposées. Le graphique 3.19 montre que la croissance des crédits des ménages a passé de 5% à 4,4% du deuxième au troisième trimestre, alors que celle des crédits aux entreprises s'est accélérée, s'inscrivant à 6,6%, contre 4,5% dans le même temps.

Il ressort d'une ventilation en prêts hypothécaires et en autres crédits que les premiers – ce sont avant tout les ménages qui y recourent – n'ont pas augmenté dans la même mesure qu'au trimestre précédent (3,8% contre 4,2%). Il faut y voir les effets d'un resserrement de la politique monétaire. En revanche, les autres crédits, qui sont accordés surtout à des entreprises, ont connu une accélération de leur expansion (13,1% contre 10,3%).

La crise sur les marchés financiers ne s'est jusqu'ici pas reflétée dans les données sur les crédits. Les données mensuelles qui figurent au tableau 3.2 font toujours apparaître une croissance robuste des crédits aux entreprises. En octobre, les autres crédits ont progressé de 15,7% en rythme annuel, soit

dans une mesure à peu près égale à la croissance observée en août. En particulier, les crédits non gagés se sont accrus de 20,2%, ce qui indique que les banques étaient toujours disposées à octroyer des crédits sans garantie. Ils s'élevaient à 100,7 milliards de francs en octobre, soit au niveau de juillet 2001 et environ 16 milliards au-dessous du record d'avril de la même année.

Graphique 3.19  
Crédits bancaires



Source: BNS

### Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2005	2006	2006		2007			2007		
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
Ménages <sup>2</sup>	6,5	6,1	5,8	5,9	5,1	5,0	4,4	4,6	4,3	4,4
Entreprises <sup>2</sup>	0,9	1,6	2,4	3,4	3,9	4,5	6,6	7,8	6,6	7,8
Créances hypothécaires <sup>1</sup>	5,2	4,8	4,8	4,5	4,2	4,2	3,8	3,9	3,8	3,8
dont ménages <sup>1</sup>	6,9	5,5	5,4	5,3	4,9	4,8	4,0	4,1	3,9	3,8
dont entreprises <sup>1</sup>	3,1	1,2	1,3	0,7	0,8	1,2	3,0	3,0	3,1	3,4
Autres crédits <sup>1</sup>	-0,7	4,6	5,4	8,1	9,6	10,3	13,1	15,6	12,5	15,7
dont gagés <sup>1</sup>	2,6	2,5	0,6	1,5	7,1	7,2	5,6	8,5	3,8	9,3
dont non gagés <sup>1</sup>	-3,1	6,3	9,3	13,4	11,5	12,6	18,6	20,9	18,9	20,2

1 Bilan mensuel

2 Statistique sur l'encours des crédits

Source: BNS

## 4 Prédiction d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prédiction d'inflation 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 dans une large mesure la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de septembre et de décembre 2007.

### **Conjoncture mondiale toujours solide malgré l'incertitude accrue sur les marchés financiers**

En ce qui concerne les Etats-Unis, on table pour 2008 et 2009 sur une dynamique de croissance affaiblie par rapport à la prédiction de septembre, étant donné les turbulences persistantes sur le marché de l'immobilier et les marchés financiers américains, turbulences qui font peser des risques élevés sur la croissance de la consommation privée et des investissements. En Europe également, les risques d'un ralentissement de la croissance ont augmenté. C'est pourquoi la prédiction de décembre a été elle aussi révisée à la baisse par rapport à la dernière appréciation de la situation faite en septembre. Malgré l'incertitude accrue sur les marchés financiers internationaux, on table toujours sur une croissance robuste dans ces deux zones économiques; à la fin de la période sur laquelle porte la prédiction d'inflation, la croissance devrait se rapprocher du potentiel, soit d'environ 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE.

Dans le scénario retenu pour la prédiction de décembre, le prix du pétrole a été fixé à 94 dollars le baril pour les prochains trimestres et à 82 dollars à long terme. On table en outre, pour les années 2008 et 2009, sur des taux d'inflation légèrement plus élevés, sur le plan international, du fait de la hausse des prix des produits énergétiques. Dans la zone euro, une monnaie forte devrait cependant modérer les pressions à la hausse sur les coûts. Aux USA, par contre, l'inflation attendue augmentera fortement étant donné la faiblesse du dollar.

Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle est portée à 1,42 et maintenue à ce niveau en 2008 et en 2009.

La prévision d'inflation de décembre 2007	2007	2008	2009
PIB USA <sup>1</sup>	2,1	2,4	2,8
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,7	2,0	2,0
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>		1,42	1,42
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		94,0	82,0

La prévision d'inflation de septembre 2007	2007	2008	2009
PIB USA <sup>1</sup>	1,9	2,9	3,1
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,7	2,2	2,1
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>		1,37	1,37
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		69,0	76,0

1 Variation en %

2 Niveau

Source: BNS

## 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 tri-

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

## 4.2 Prédiction d'inflation du 4<sup>e</sup> trimestre de 2007 au 3<sup>e</sup> trimestre de 2010

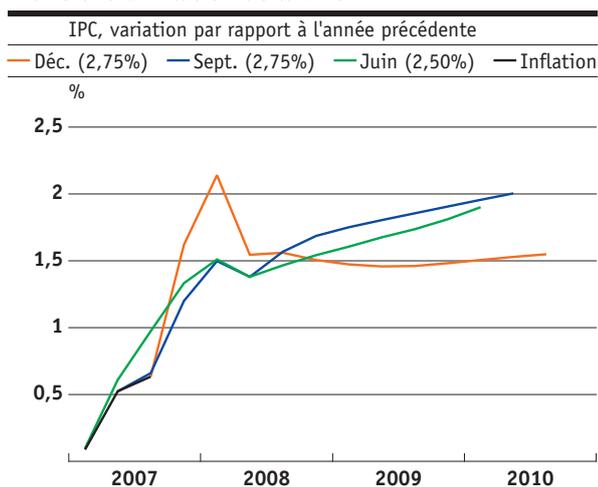
La prédiction d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle indique l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de juin, de septembre et de décembre 2007 font l'objet du graphique 4.1. La prédiction de décembre s'étend sur une période allant du quatrième trimestre de 2007 au troisième trimestre de 2010. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 2,75%. 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 laissée, le 13 décembre 2007, à 2,25%-3,25%. La prédiction d'inflation de septembre reposait elle aussi sur un Libor à trois mois de 2,75%. Celle de juin, par contre, se basait sur un Libor à trois mois de 2,50%, soit le niveau que la BNS visait aussi longtemps que la marge de fluctuation était fixée à 2%-3%.

Le ralentissement de la conjoncture mondiale attendu pour 2008 et, partant, de la croissance économique en Suisse conduit à une amélioration des

perspectives d'inflation pour 2009 et 2010. Toutefois, l'augmentation du prix du pétrole entraînera un renforcement passager de l'inflation au premier semestre de 2008. Passé le pic du premier semestre de 2008, l'inflation devrait faiblir pour s'inscrire à environ 1,5%, puis marquer une légère tendance à la hausse jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prédiction. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%, la BNS s'attend à un renchérissement annuel moyen de 0,7% en 2007, de 1,7% en 2008 et de 1,5% en 2009.

Du fait d'évolutions pouvant avoir des effets antagoniques, l'appréciation des perspectives de renchérissement est grevée d'incertitudes plus lourdes qu'à l'accoutumée. D'un côté, plusieurs facteurs freinent la conjoncture en Suisse et modèrent l'inflation. Au nombre de ces facteurs figure la détérioration attendue des perspectives de croissance à l'échelle mondiale avec l'extension des répercussions de la crise de l'immobilier aux Etats-Unis. D'un autre côté, certaines évolutions pourraient freiner la conjoncture tout en menaçant la stabilité des prix. Tel serait le cas de la hausse du prix du pétrole si elle devait s'avérer durable. La BNS devrait alors empêcher que les pressions à la hausse des prix ne prennent de l'ampleur. Enfin, un affaiblissement persistant du franc suisse pourrait stimuler la conjoncture dans notre pays, déjà dynamique, et accroître ainsi le risque inflationniste.

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 2007

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

## Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre avec quelque 170 représentants de divers secteurs et branches économiques ont de nouveau donné une image réjouissante de la conjoncture. Les représentants du commerce de détail, en particulier, ont signalé des chiffres d'affaires en sensible progression, tandis que ceux de l'industrie ont estimé que la marche des affaires était restée très bonne jusqu'à la fin de la période.

A l'exception des représentants de la construction, la plupart des interlocuteurs n'ont décelé aucune tendance concrète au ralentissement et se sont montrés confiants en ce qui concerne l'année 2008. Néanmoins, nombre d'entre eux ont estimé que l'année prochaine sera plus difficile que 2007, année qui a permis d'enregistrer à plusieurs reprises de nouveaux résultats records. En outre, une forte incertitude a été perceptible du côté des représentants du secteur financier. Dans un contexte d'incertitude conjoncturelle croissante, les interlocuteurs se sont montrés préoccupés en particulier par les prix en hausse, sur un large front, de l'énergie, des matières premières industrielles et agricoles et des produits en amont. Enfin, l'aggravation de la pénurie de personnel a été fréquemment évoquée au cours des entretiens.

# 1 Production

## Industrie

Selon la plupart des représentants de l'industrie, les commandes ont continué à augmenter. Les carnets de commandes pour 2008 sont souvent déjà bien remplis, et le budget se situe en général dans le cadre de celui de 2007. La demande de l'UE, notamment d'Allemagne, mais aussi d'Europe de l'Est et d'Asie est restée robuste jusqu'à la fin de la période; il a même été question d'une accélération dans certains cas. Les interlocuteurs se sont toutefois montrés plus sceptiques en ce qui concerne les Etats-Unis. Dans ce pays, les effets de la crise de l'immobilier se font déjà nettement sentir chez les fournisseurs de la branche de la construction. Un affaiblissement de la demande des Etats-Unis est attendu dans le domaine des biens de consommation. Les capacités, tant sur le plan technique que sur celui du personnel, sont restées fortement utilisées dans toutes les branches. Les longs délais de livraison pour les produits en amont, les retards dans la production au sein même des entreprises et la baisse de qualité découlant de la surcharge de travail ont été souvent évoqués dans les entretiens. Etant donné le taux élevé d'utilisation des capacités de production, de nombreux interlocuteurs envisagent des investissements visant à accroître leurs capacités.

L'évolution n'a guère varié d'une branche à l'autre. La marche des affaires a évolué de manière particulièrement favorable dans l'horlogerie, les techniques énergétiques, les transports et, sur fond de boom de l'agriculture à l'échelle mondiale, les machines agricoles. Les interlocuteurs des autres branches de l'industrie – du côté des biens d'équipement comme de celui des biens de consommation – ont eux aussi donné une image très positive, quand bien même le représentant de l'industrie des machines textiles – cette branche est considérée comme étant en tête dans le cycle conjoncturel – a signalé un certain ralentissement de la marche des affaires.

## Services

Les représentants du secteur des services se sont montrés très satisfaits de l'évolution de leurs affaires, que leurs prestations soient fournies au niveau de la consommation ou à celui des entreprises. Une impression extrêmement positive s'est dégagée des entretiens menés avec les interlocu-

teurs du commerce de détail. Le climat de consommation est jugé excellent, et tous les segments en bénéficient. Il a même été fréquemment question de chiffres d'affaires records. Des chiffres d'affaires supérieurs à la moyenne ont été réalisés en particulier dans le segment du haut de gamme, segment qui profite aussi de la forte propension à dépenser des touristes. Une incertitude s'est cependant fait parfois sentir chez les clients du secteur financier. Dans l'ensemble, les achats durant la période de Noël sont attendus avec beaucoup d'optimisme. Dans les régions frontalières, le commerce de détail a continué à bénéficier du recul des achats effectués par les résidents dans les régions étrangères limitrophes.

Les interlocuteurs du tourisme ainsi que de l'hôtellerie et de la restauration se sont également déclarés très satisfaits de l'évolution des nuitées et des dépenses de la clientèle. L'arrivée d'un hiver précoce, après une saison estivale réjouissante, a engendré une vive augmentation des réservations dans les régions de vacances. Dans les zones urbaines, la restauration et l'hôtellerie ont bénéficié notamment de la forte propension des entreprises à dépenser. Les exploitants d'aéroports et les compagnies aériennes – en particulier celles qui sont spécialisées dans les vols d'affaires – ont eux aussi signalé l'excellente marche de leurs affaires. Selon les fournisseurs de services informatiques, les entreprises sont toujours fortement disposées à investir.

Du côté du secteur financier, la situation s'est présentée sous un jour moins favorable qu'il y a trois mois. L'évolution est certes restée positive dans le domaine des prêts hypothécaires et des affaires avec la clientèle commerciale. Un resserrement des conditions de crédits a été totalement écarté. L'expansion des affaires avec la clientèle commerciale est freinée par le fait que les entreprises disposent de liquidités abondantes et de fonds propres élevés. Ce constat recoupe les opinions d'interlocuteurs de toutes les branches. Pour eux, rien n'indique un durcissement des conditions de crédits. Du côté des banques actives principalement dans la gestion de fortune, la marche des affaires a cependant perdu de sa vigueur à la suite de la baisse des cours boursiers. Dans un climat globalement plus modéré, les perspectives pour 2008 ont été jugées diversement, en particulier par les interlocuteurs du *private equity*.

## Construction et immobilier

Les représentants de la construction ont continué à signaler une bonne marche des affaires et une confortable réserve de travail, mais généralement estimé que la conjoncture avait déjà atteint son zénith dans cette branche. Dans le segment de la construction de logements – ce segment a joué jusqu'ici le rôle de locomotive –, il a surtout été question de tendances au ralentissement et d'une consolidation. En revanche, la construction d'immeubles destinés à l'industrie, au commerce et à l'artisanat a évolué de manière satisfaisante. Dans le domaine de la finition, la marche des affaires a été excellente grâce aux nombreux bâtiments en phase d'achèvement et à l'activité toujours vive dans la rénovation. Le génie civil continue à poser problème; en effet, plusieurs grands projets d'infrastructure se terminent sans que d'autres ne viennent prendre le relais. En ce qui concerne l'évolution du marché de l'immobilier, les interlocuteurs se sont montrés nuancés. Alors que la hausse des prix est toujours forte dans le haut de gamme, elle s'est ralentie dans la catégorie des prix plus modérés.

## 2 Marché du travail

Plusieurs entreprises envisagent d'augmenter encore leurs effectifs. Toutes les branches ont été confrontées à un marché du travail qui, dans le segment du personnel qualifié, est de plus en plus asséché. Le manque de techniciens et de spécialistes dans les domaines de l'informatique et de la construction se fait particulièrement sentir. Les représentants de la construction ont signalé les difficultés accrues auxquelles se heurte cette branche pour recruter de la main-d'œuvre étrangère, étant donné que celle-ci tend à émigrer dans d'autres pays européens. La dépréciation que le franc a enregistrée vis-à-vis de l'euro rend plus difficile le recrutement de main-d'œuvre de l'UE. Dans le segment des bas revenus, en particulier, on demande de plus en plus que les salaires soient versés en euros ou que la baisse du pouvoir d'achat, due à l'évolution du franc, soit compensée. Chez les frontaliers notamment, l'écart entre les salaires en Suisse et ceux à l'étranger s'est réduit du fait de la faiblesse du franc, si bien que travailler en Suisse est devenu moins attrayant.

La plupart des interlocuteurs ont estimé que les augmentations de salaires pour 2008 seront plus fortes que celles qui avaient été accordées pour 2007 et qu'elles se situeront généralement entre 2% et 2,5%. En outre, des bonus seront fréquemment versés et ce, dans presque toutes les branches. Selon des entreprises de conseil dans le domaine du personnel, de sensibles augmentations de salaires peuvent être observées, surtout pour celles et ceux qui remplissent des fonctions à des niveaux moyen et supérieur.

## 3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Les interlocuteurs ont fréquemment évoqué la forte hausse des prix sur les produits qu'ils achètent. Après le renchérissement de l'énergie et des matières premières, on observe des augmentations, sur un large front, des prix des produits agricoles et des denrées alimentaires transformées. Les coûts plus élevés peuvent actuellement être facilement répercutés sur la clientèle, mais la situation deviendrait préoccupante en cas d'affaiblissement de la conjoncture. Le commerce de détail s'attend, malgré un renchérissement en partie sensible dans le domaine de l'alimentation, à des augmentations modérées des prix sur l'ensemble de l'assortiment. Cette retenue a été attribuée à la concurrence qui reste forte. Par ailleurs, certaines entreprises sont toujours confrontées à une baisse de leurs prix de ventes. Au nombre de celles-ci figurent les fabricants de génériques et d'autres produits médicaux, qui subissent les effets des efforts d'économies dans le secteur de la santé. En outre, les représentants de la construction se préparent à une diminution de leurs prix et de leur marge, étant donné le ralentissement attendu de la marche de leurs affaires.

L'évolution des cours de change a donné lieu à de nombreux commentaires. La forte baisse du dollar est une source de préoccupations. Elle renforce aussi la compétitivité-prix des offreurs asiatiques. Plusieurs interlocuteurs ont évoqué l'éventualité, en cas de faiblesse persistante du dollar, de délocaliser des postes de coûts dans la zone dollar.

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

## Applying the Hirose-Kamada filter to Swiss data: Output gap and exchange rate pass-through estimates

**Franziska Bignasca et Enzo Rossi**  
**Working Paper 2007-10**

Mesurer le potentiel de production et, partant, l'écart de production – en termes de niveaux et de taux de croissance – permet de récolter des informations essentielles. Celles-ci revêtent une importance considérable pour les autorités monétaires appelées à évaluer les risques d'inflation.

Le potentiel de production et l'écart de production ne sont pas directement observables, mais doivent être estimés sur la base de données macroéconomiques existantes. Pour ce faire, un grand nombre de modèles ont été développés. Toutefois, en dépit de cette abondance méthodologique, l'incertitude reste grande en ce qui concerne le potentiel de production. Compte tenu de cette situation, le présent article est consacré à trois filtres permettant d'établir une estimation. Les méthodes de filtrage sont réparties en deux catégories. La première englobe les méthodes univariées. L'estimation du potentiel de production selon ces méthodes se base sur des séries dont la composante tendancielle est retirée. Le filtre de Hodrick et Prescott, largement utilisé, constitue l'une de ces méthodes. La seconde catégorie comprend les méthodes qui visent à retirer la composante tendancielle de la production à l'aide d'informations contenues dans d'autres variables, notamment l'inflation. Les procédés mis en œuvre à cet effet se caractérisent par le fait qu'ils prennent en considération des relations empiriques telles que la courbe de Phillips à court terme. Ils portent la désignation de filtres multivariés. En liant l'estimation de l'écart de production effectuée au moyen du filtre

de Hodrick et Prescott à d'autres informations déterminantes, il devrait être possible d'obtenir une estimation plus précise du potentiel de production et donc aussi de l'écart de production.

Le présent Working Paper est consacré à un filtre multivarié, proposé par Hirose et Kamada, qui est appliqué aux données trimestrielles de la Suisse de 1981 à 2005 dans le but d'établir une estimation du potentiel de production et de l'écart de production. Le filtre se caractérise par des spécificités intéressantes. Premièrement, il intègre des informations économiques dans la détermination du potentiel de production. Deuxièmement, il produit de bons résultats. Troisièmement, il permet d'établir des intervalles de confiance autour des estimations du potentiel de production. Les résultats sont comparés à ceux obtenus en utilisant le filtre multivarié de Laxton et Tetlow ainsi que le filtre univarié de Hodrick et Prescott. Le Working Paper montre que, depuis le milieu des années nonante, les estimations faites sur la base du filtre de Hirose et Kamada s'écartent de celles effectuées au moyen des deux autres filtres, caractérisés par une évolution similaire. Le filtre de Hirose et Kamada reflète notamment une sous-utilisation des facteurs de production plus marquée que celle qui ressort des deux autres filtres. Il montre que l'écart de production a présenté des valeurs négatives depuis 1994, exception faite d'une courte période en 2000/2001. Le potentiel de production s'est accru de 1,9% entre 1981 et 2005.

Le mécanisme de transmission selon lequel les fluctuations du taux de change influent sur les prix à la consommation en Suisse fait également l'objet d'une analyse. Celle-ci se base sur une courbe de Phillips, compatible avec un modèle d'économie ouverte et déduite de relations économiques simples. Le filtre de Hirose et Kamada n'indique qu'une faible transmission des fluctuations du taux de change aux prix à la consommation.

## The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication

**Angelo Ranaldo et Enzo Rossi**  
**Working Paper 2007-11**

Grâce à la communication, les autorités monétaires disposent d'un instrument efficace pour expliquer leur mode de pensée et leurs décisions. Il s'agit par conséquent d'un canal essentiel pour la diffusion d'informations importantes. La communication d'une banque centrale est aujourd'hui considérée comme la clé de la transparence et la condition sine qua non à l'obligation de rendre compte. En outre, elle accroît l'efficacité de la politique monétaire en influençant les attentes des acteurs sur les marchés financiers.

Bien que l'on accorde une importance croissante à la communication des banques centrales, les recherches menées jusqu'ici pour en déterminer les incidences sur les marchés financiers sont restées minimales. En analysant l'impact de la communication de la Banque nationale suisse (BNS) sur les marchés financiers en Suisse, la présente étude apporte une contribution à la littérature existant dans ce domaine. A cet effet, des données intrajournalières à haute fréquence portant sur la période de 2000 à 2005 sont utilisées. L'étude va au-delà des recherches effectuées jusqu'ici, et ce à trois niveaux différents. Tout d'abord, elle ne se contente pas d'analyser les réactions des marchés

financiers aux annonces officielles en matière de politique monétaire, mais se penche également sur celles que suscitent les discours et les interviews. En second lieu, elle analyse les répercussions sur trois actifs financiers: les devises (relation de change entre le dollar des Etats-Unis et le franc suisse), les actions et les obligations. Troisièmement, elle repose sur une nouvelle banque de données composée d'informations internes à la BNS et d'annonces externes émanant des agences de presse.

Les auteurs de l'étude parviennent à la conclusion que la communication de la BNS a bel et bien un impact sur les marchés financiers. En effet, ces derniers ne réagissent pas seulement aux annonces officielles en matière de politique monétaire, mais également aux discours et aux interviews. Les acteurs sur les marchés suivent activement la communication de la BNS et leurs réactions se font sentir immédiatement. Le marché obligataire réagit le plus fortement, suivi du marché des changes. Le marché des actions, quant à lui, présente les réactions les plus faibles.

Tandis que les annonces officielles en matière de politique monétaire sont soumises à certaines restrictions, les discours et les interviews permettent aux membres de la Direction générale de la BNS d'informer plus souplement le public et les marchés de l'évolution économique passée et actuelle, ainsi que des tendances de sa politique.

## Communicating policy options at the zero bound

Lukas Burkhard et Andreas M. Fischer  
Working Paper 2007-12

La présente étude analyse les réactions des marchés financiers aux déclarations des banquiers centraux, évoquant directement et clairement des interventions sur le marché des changes. Ce type de déclarations est appelé ci-après déclarations d'intervention. Afin d'obtenir des données fiables concernant une telle stratégie de communication, les auteurs examinent les hypothèses suivantes: (1) les déclarations d'intervention des banques centrales influent sur les taux de change; (2) la première déclaration l'emporte sur celles faites ultérieurement le même jour; (3) les marchés financiers réagissent de la même façon aux déclarations des banques centrales concernant d'éventuelles interventions sur le marché des changes, indépendamment de l'environnement de politique monétaire. Pour tester ces hypothèses, les auteurs établissent tout d'abord un indice des déclarations d'intervention basé sur des dépêches de presse. Ensuite, ils examinent au moyen de l'analyse événementielle si les déclarations d'intervention coïncident avec les mouvements de haute fréquence des taux de change.

L'analyse empirique porte sur une période particulière: entre 2002 et 2005, la Banque nationale suisse (BNS) s'est exprimée plusieurs fois sur la possibilité d'intervenir sur le marché des changes. Les déclarations de la BNS se rapportaient à la stratégie peu conventionnelle des interventions non stérilisées, considérées comme l'annonce d'une nouvelle option de politique monétaire lorsque les taux d'intérêt nominaux sont de zéro. La présente étude élargit ainsi le cadre des résultats empiriques documentés par Bernanke et Reinhart (2004) et par Bernanke et al. (2004). Ces études se basent entre autres sur les travaux théoriques d'Eggertsson et

Woodford (2003). Il en ressort que la communication est un instrument efficace pour influencer sur les attentes concernant la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt sont de zéro ou s'en rapprochent. L'étude de Bernanke et al. (2004) montre que les déclarations faites par la Réserve fédérale au sujet de tendances éventuelles en matière de taux d'intérêt pouvaient modifier les prix des actifs. La présente étude étend les résultats empiriques sur l'efficacité de la communication dans une situation de taux proches de zéro au-delà des Etats-Unis et du Japon. Elle prouve que la communication est également efficace dans une petite économie ouverte telle que la Suisse.

Les résultats empiriques utilisent des données intrajournalières pour la période comprise entre 2002 et 2005. Ils montrent clairement que les déclarations faites avec fermeté par la BNS peuvent provoquer une réaction des marchés qui entraîne une baisse du franc suisse pendant quelques heures. Ces résultats sont robustes aux variations saisonnières et aux nouvelles informations. Ils soutiennent également une stratégie de communication axée sur l'information régulière et surtout précoce – bien avant que les taux d'intérêt ne reculent jusqu'au seuil minimal – des marchés par les banquiers centraux.

### Bibliographie:

Bernanke, Ben S. et Vincent R. Reinhart. 2004. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. *American Economic Review Papers and Proceedings* 94(2), Mai: 85–90

Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart et Brian P. Sack. 2004. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 1–95

Eggertsson, Gauti G. et Michael Woodford. 2003. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 139–233

## Monetary factors and inflation in Japan

**Katrin Assenmacher-Wesche,  
Stefan Gerlach et Toshitaka Sekine**  
**Working Paper 2007-13**

Il y a peu, la Banque du Japon a ébauché, concernant la conduite de la politique monétaire, une approche reposant sur deux perspectives (*two perspectives approach*) et axée sur les risques pour la stabilité des prix sur des durées diverses. Rapportant cette analyse à différentes fréquences, les auteurs utilisent la régression des bandes spectrales pour montrer que la relation entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation varie selon la fréquence ou, plus simplement, l'horizon temporel.

Les auteurs prouvent que, pour ce qui est des basses fréquences – quatre ans ou plus –, l'inflation est déterminée aussi bien par le taux de croissance de la masse monétaire auquel on soustrait celui du PIB réel que par les modifications de taux d'intérêt qui expriment les changements de la demande de monnaie. En outre, la corrélation entre les deux variables – croissance de la masse monétaire et inflation – reflète une causalité unidirectionnelle, au sens de Granger, de la première vers la deuxième, impliquant que la croissance de la masse monétaire comporte des informations sur l'évolution future de l'inflation qui ne sont pas inscrites dans cette dernière.

Dans les hautes fréquences – quatre ans ou moins –, l'inflation est corrélée à l'écart de production, les facteurs monétaires semblant ne revêtir que peu d'importance. De plus, on constate une causalité unidirectionnelle, au sens de Granger, de l'écart de production vers l'inflation.

Les régressions des bandes spectrales montrant que le rapport entre l'inflation, la croissance de la masse monétaire et de la production et l'écart de production varie selon les fréquences, les auteurs proposent, pour l'inflation basée sur l'IPC, un modèle utilisant les basses fréquences de la croissance de la masse monétaire et de la production ainsi que de l'écart de production. Les résultats indiquent qu'à long terme, une augmentation d'un point du taux de croissance de la masse monétaire, à basses fréquences, entraîne une progression identique de l'inflation. Une hausse de la croissance de la production, à basses fréquences, abaisse proportionnellement l'inflation, comme le suggère la théorie quantitative.

Certes, ces résultats soutiennent l'idée que la croissance de la masse monétaire contient des informations utiles pour prévoir l'évolution de l'inflation, mais, comme ils ne disent pas si cette croissance peut être contrôlée, ils ne laissent pas entendre qu'il serait souhaitable pour la Banque du Japon de la cibler. Pas plus qu'ils ne suggèrent que la croissance de la masse monétaire devrait détenir un statut «spécial» dans la conduite de la politique monétaire; comme pour les autres variables macroéconomiques, le poids qui lui est accordé devrait dépendre de l'étroitesse de sa corrélation à l'inflation.

# Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions

Jonas Stulz

Economic Study No 4 2007

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973, la mesure dans laquelle les variations du taux de change se répercutent sur les prix des biens et services revêt un grand intérêt en économie internationale. Pour les responsables de la politique monétaire, il importe de bien comprendre cette relation de causalité, dite *pass-through*, car elle influe aussi bien sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire que sur les prévisions d'inflation.

Malgré l'importance du sujet, l'observation empirique est plutôt lacunaire pour la Suisse. La présente étude vise donc à fournir des données évaluant à quel point les fluctuations du taux de change se transmettent aux prix à l'importation et à la consommation. Pour ce faire, elle exploite les informations de diverses séries chronologiques macroéconomiques. L'analyse de base repose sur des modèles vectoriels autorégressifs (VAR) identifiés de manière récursive. Le degré de transmission pour différents horizons est quantifié au moyen de fonctions de réponse impulsionnelle. Dans une première étape, on étudie la répercussion des chocs de change et des prix à l'importation sur différents prix pendant une période s'étendant de janvier 1976 à

décembre 2004 (analyse globale). Dans la deuxième étape, on procède à l'analyse de l'évolution de ce mécanisme en divisant la période en deux sous-échantillons: de janvier 1976 à avril 1993 et de mai 1993 à décembre 2004. Le lien existant entre le degré de transmission aux prix à la consommation et l'environnement inflationniste, c'est-à-dire le rôle éventuel joué par la politique monétaire dans cette transmission y est examiné en détail.

L'analyse globale montre une répercussion certes considérable, mais incomplète des variations du taux de change sur les prix à l'importation. À l'inverse, les effets sur les prix à la consommation demeurent marginaux. Apprécies selon les différentes spécifications du modèle empirique, ces résultats sont particulièrement robustes. En outre, les estimations des sous-échantillons montrent que la sensibilité aux variations du taux de change est passée dans les années nonante à un niveau inférieur à celui enregistré au cours des décennies précédentes. Cette constatation vaut notamment pour la transmission des fluctuations de change aux prix à la consommation et coïncide avec une mutation de l'environnement inflationniste, à savoir un glissement vers un renchérissement plus faible et plus stable. Ce résultat correspond à une tendance actuellement observée dans la littérature spécialisée, selon laquelle une moindre transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation est peut-être due à ce que les banques centrales accordent davantage de poids à la stabilisation de l'inflation.



## Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Le 13 décembre 2007, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

# Table des matières, 25<sup>e</sup> année, 2007

1	6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
2	6	
3	6	
4	6	
1	38	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
2	40	
3	44	
4	40	
1	56	<b>Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés</b>
2	56	
3	48	
4	44	
		<b>Articles et exposés</b>
1	42	<b>Roth, Jean-Pierre</b> 70 ans après l'effondrement de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, en septembre 1936
1	48	<b>Zurlinden, Mathias</b> Comportement des entreprises en matière de fixation des prix: résultat d'une enquête des délégués aux relations avec l'économie régionale
2	44	<b>Raggenbass, Hansueli</b> Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse
2	50	<b>Roth, Jean-Pierre</b> Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse
1	62	<b>Chronique monétaire</b>
2	62	
3	52	
4	50	

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

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

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

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

**Prix**

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

**Internet**

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

[The page contains a large, faint, illegible watermark or bleed-through from the reverse side of the paper. The text is mirrored and cannot be transcribed accurately.]

