

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Septembre 3/2010 28<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Aperçu</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
44	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
50	<b>SNB Working Papers: résumés</b>
54	<b>Chronique monétaire</b>



## Aperçu

### **Rapport sur la politique monétaire (page 6)**

L'économie suisse a de nouveau enregistré une vive croissance au deuxième trimestre 2010, croissance vraisemblablement nettement supérieure à l'expansion du potentiel de production, comme aux trois trimestres précédents. Le produit intérieur brut (PIB) a ainsi retrouvé approximativement son niveau d'avant la crise. Le fort accroissement s'explique surtout par la progression constante de la création de valeur dans l'industrie manufacturière, le secteur bancaire et les services aux entreprises.

La Banque nationale table, pour 2010, sur une croissance d'environ 2,5% du PIB; en 2009, ce dernier avait reculé de 1,9%. La révision à la hausse par rapport au dernier rapport sur la politique monétaire ne repose pas sur une appréciation plus optimiste des perspectives, mais découle d'une reprise plus vigoureuse observée au cours des quatre derniers trimestres. Pour la seconde moitié de 2010 et le début de 2011, la Banque nationale s'attend à un affaiblissement sensible de la conjoncture.

Le 16 septembre, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir celui-ci dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

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

Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés en juillet et en août avec quelque 206 représentants des différentes branches de l'économie, l'évolution favorable s'est poursuivie au troisième trimestre. Pour les prochains mois, la plupart des interlocuteurs prévoient une croissance positive des chiffres d'affaires, mais s'attendent à un certain tassement. La sous-utilisation des capacités techniques de production devrait se réduire encore.

De nombreux interlocuteurs ont fait part de leurs préoccupations quant à la longévité de la reprise de l'économie mondiale. L'appréciation des effets induits par la fermeté du franc a été très inégale selon les branches.

### **SNB Working Papers (page 50)**

Résumés de quatre SNB Working Papers: Martin Brown, Steven Ongena, Alexander Popov et Pinar Yeşin, *Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?*, SNB Working Paper 2010–9; Jean-Pierre Danthine et André Kurmann, *The business cycle implications of reciprocity in labor relations*, SNB Working Paper 2010–10; Thomas Nitschka, *Momentum in stock market returns: Implications for risk premia on foreign currencies*, SNB Working Paper 2010–11; Petra Gerlach-Kristen et Barbara Rudolf, *Macroeconomic and interest rate volatility under alternative monetary procedures*, SNB Working Paper 2010–12.

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre 2010

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles jusqu'au 16 septembre 2010.

## Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
10	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
16	2.1 Produit intérieur brut
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 et anticipations inflationnistes
26	2.6 Perspectives économiques
27	3 Evolution monétaire
27	3.1 Evolution des taux d'intérêt
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
33	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
38	4 Prévision d'inflation de la BNS
38	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
40	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
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 du 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 en Suisse sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique 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 septembre 2010. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation» tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 16 septembre 2010.

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

## Décision de politique monétaire

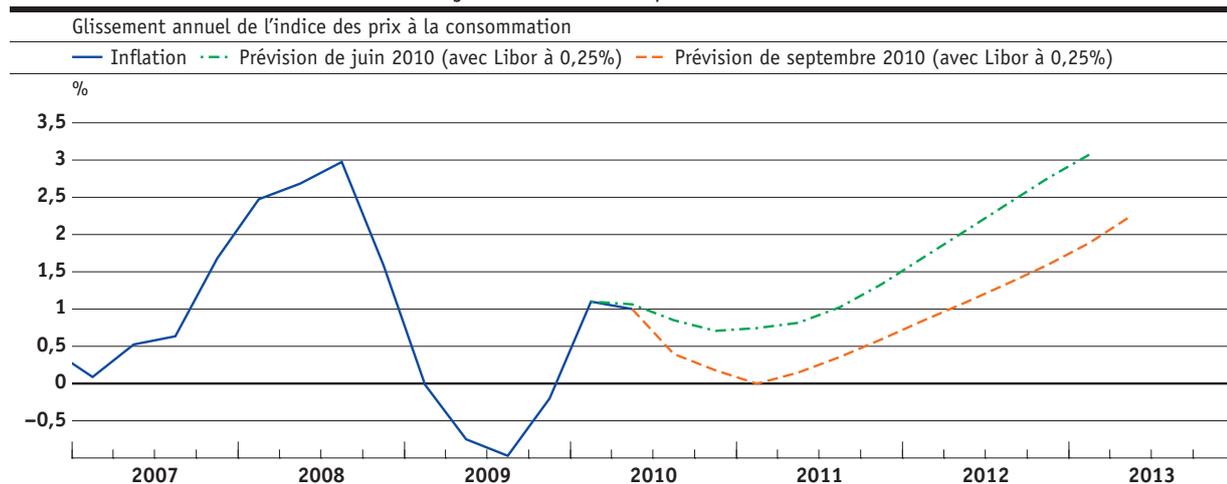
Le 16 septembre 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de maintenir sa politique monétaire expansionniste. Elle a laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

Depuis mi-2009, l'économie suisse s'est développée de façon plus dynamique que prévu. Pour 2010, la BNS prévoit désormais une progression d'environ 2,5%, en termes réels, du PIB. Cependant, pour la seconde moitié de 2010 et en particulier pour 2011, elle table désormais sur un net

ralentissement de la croissance. Cette évolution reflète la forte revalorisation du franc et la perte de dynamisme de l'économie mondiale. Les incertitudes qui pèsent sur le développement futur de l'économie mondiale restent élevées, et les risques sont essentiellement orientés à la baisse. Si ceux-ci devaient se concrétiser et conduire à une nouvelle menace de déflation, la Banque nationale prendrait les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

La prévision d'inflation, basée sur l'hypothèse d'un Libor maintenu constant, est inférieure à celle de juin pour toute la période allant jusqu'en 2013. Il en ressort que la politique monétaire expansionniste est actuellement appropriée, mais qu'elle recèle à long terme des risques pour la stabilité des prix.

### Prévisions d'inflation conditionnelles de juin 2010 et de septembre 2010



Source: BNS.

### Prévisions d'inflation conditionnelles de juin 2010 et de septembre 2010

Inflation annuelle moyenne en %	2010	2011	2012
Prédiction de mars 2010, Libor à 0,25%	0,9	1,0	2,2
Prédiction de juin 2010, Libor à 0,25%	0,7	0,3	1,2

Source: BNS.

# 1 Environnement international

Après avoir franchi le creux de la vague début 2009, l'économie mondiale s'est redressée. Jusqu'ici, la reprise présente toutefois de forts contrastes régionaux. Ainsi, la production industrielle est toujours plus faible qu'avant la récession dans les pays industrialisés, tandis qu'elle a déjà nettement dépassé ce niveau dans les économies émergentes.

Au deuxième trimestre, la croissance économique a gagné en vigueur dans la zone euro, mais elle a ralenti aux Etats-Unis et au Japon. Dans la plupart des économies émergentes, l'évolution est restée très dynamique.

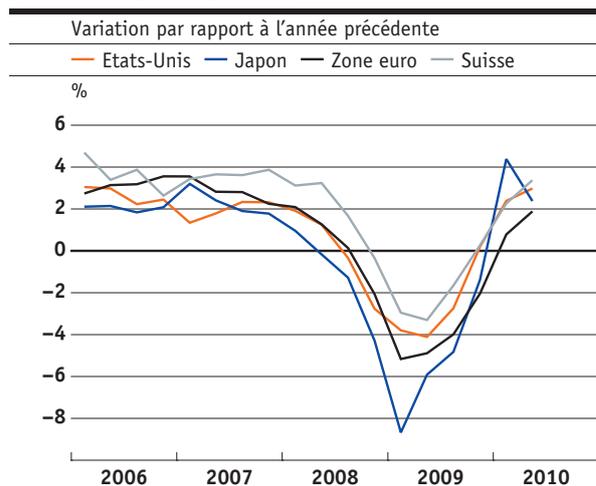
La reprise conjoncturelle devrait se poursuivre au second semestre. Toutefois, les impulsions provenant des mouvements de stocks et des différentes mesures budgétaires s'atténuent. Par ailleurs, les efforts de la Chine pour freiner la progression des investissements et atténuer la flambée des prix de l'immobilier commencent à porter leurs fruits. C'est pourquoi la BNS a revu à la baisse ses hypothèses de croissance aux Etats-Unis, au Japon et en Chine pour 2010. Par contre, la reprise étonnamment vigoureuse dans la zone euro au deuxième trimestre l'a amenée à revoir à la hausse ses estimations du mois de juin.

## Affaiblissement de la croissance économique aux Etats-Unis

La reprise conjoncturelle aux Etats-Unis s'est essoufflée au deuxième trimestre. Le PIB n'a augmenté que de 1,6%, contre 3,7% lors de la période précédente. L'augmentation des stocks s'est poursuivie, mais leur contribution à la croissance a été nettement moins importante qu'au premier trimestre. De plus, la forte expansion des importations a pesé sur la progression du PIB, et les dépenses de consommation des ménages ont continué de croître à un rythme modéré. Les taux d'intérêt bas ont soutenu la reprise des activités d'investissement, la construction de logements ayant par ailleurs profité des crédits d'impôt accordés aux acquéreurs. La situation est restée tendue sur le marché du travail. L'emploi, qui avait chuté de 8,4 millions de personnes durant la crise, a certes de nouveau augmenté depuis le début de l'année, mais à une cadence très lente (à peine 100 000 personnes par mois en moyenne). Le taux de chômage s'est ainsi maintenu au niveau élevé de 9,6%.

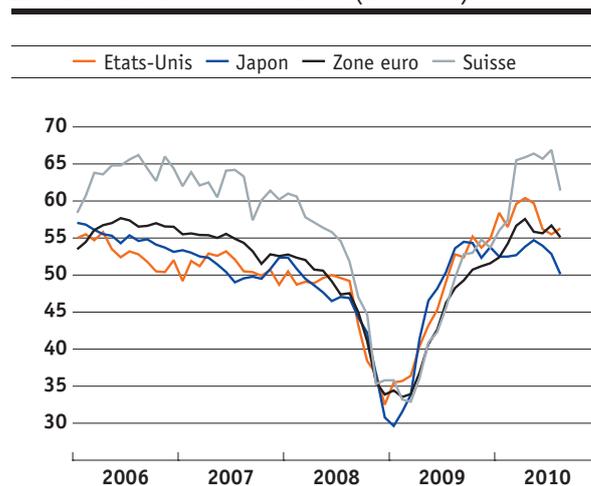
Les perspectives économiques pour le second semestre sont donc légèrement moins favorables que dans les estimations de juin. Les enquêtes menées auprès des entreprises, qui font apparaître en particulier un recul des entrées de commandes dans l'industrie, laissent présager un ralentissement du regain d'activité. Les efforts d'épargne des ménages et la situation toujours tendue sur le mar-

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Financial Datastream; © et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

ché du travail continuent de peser sur la consommation. De plus, les dépenses de l'Etat ne devraient plus beaucoup stimuler la croissance durant les prochains trimestres du fait des mesures prises par le gouvernement pour limiter le déficit budgétaire.

Pour 2010, la BNS s'attend désormais à une croissance du PIB de 2,7% aux Etats-Unis, contre 3,2% dans son estimation de juin. Comparée aux phases d'expansion précédentes, la reprise reste modeste.

### Reprise plus vigoureuse dans la zone euro

L'économie de la zone euro a gagné en vigueur durant le deuxième trimestre. Le PIB a crû de 3,9%, contre 1,3% au premier trimestre. La croissance a été portée par toutes les composantes du PIB à l'exception des stocks. Le résultat trimestriel a toutefois bénéficié de facteurs extraordinaires tels que les effets de rattrapage dans les investissements en constructions à la suite d'intempéries, ou le relèvement de la TVA au 1<sup>er</sup> juillet dans certains pays, qui a incité les consommateurs à avancer leurs achats.

La croissance économique a fortement varié d'un pays à l'autre au deuxième trimestre. L'Allemagne, la plus grande économie de la zone euro, a enregistré un taux de croissance de 9%, soit le plus élevé de tous les pays membres, mais aussi le plus élevé qu'elle ait connu depuis la réunification. Dans les économies du sud de l'Europe, le PIB a crû plus faiblement que la moyenne, et la récession s'est accentuée en Grèce.

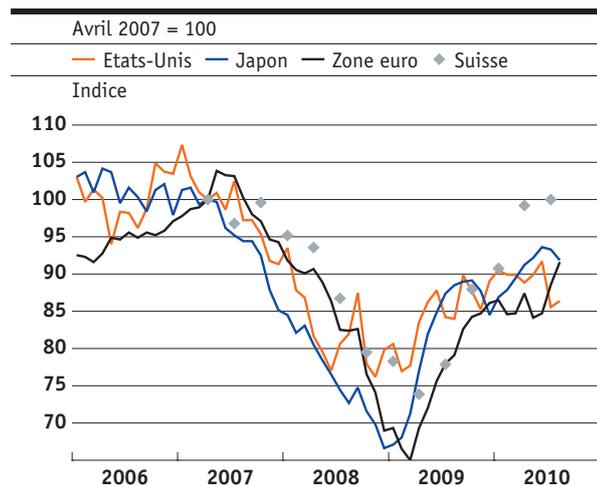
Les conditions d'une poursuite de la reprise conjoncturelle dans la zone euro sont toujours réunies. La croissance économique devrait toutefois perdre un peu de sa vigueur durant le second semestre. Le taux de chômage élevé et les efforts déployés par divers pays membres pour consolider leurs finances publiques viennent en effet atténuer la demande. Par ailleurs, des incertitudes subsistent quant au caractère durable du regain d'investissements, d'autant plus que, selon un sondage de la BCE, les banques ont encore durci leurs conditions d'octroi de crédits au deuxième trimestre.

Compte tenu de l'essor surprenant enregistré au deuxième trimestre, la BNS s'attend désormais à une croissance de 1,7% du PIB dans la zone euro pour 2010. En juin, son estimation était encore de 1,2%.

### Ralentissement de la croissance au Japon...

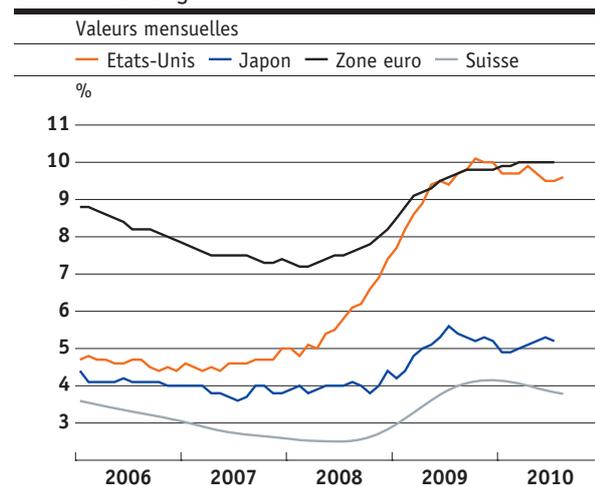
Après avoir fortement progressé au premier trimestre, le PIB du Japon n'a crû que de 1,5% durant le deuxième trimestre. Depuis le début de la reprise il y a un an, il a ainsi rattrapé seulement la moitié du recul subi durant la récession. Toutes les composantes importantes de la demande ont contribué au ralentissement durant le deuxième trimestre. La croissance a de nouveau été portée principalement par les exportations, qui ont entre-temps comblé les trois quarts des pertes enregistrées pendant la crise.

Graphique 1.3  
Climat de consommation



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.4  
Taux de chômage



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Compte tenu du tassement observé à l'échelle mondiale dans le secteur de l'industrie et de l'appréciation persistante du yen, la progression des exportations japonaises devrait encore faiblir durant le second semestre. Les entreprises devraient cependant continuer d'intensifier leurs investissements. En effet, elles doivent procéder à de nombreux investissements de remplacement, leurs bénéfices affichent une croissance robuste et les conditions d'octroi de crédits sont favorables. Par ailleurs, l'augmentation marquée des bonus d'été consécutive aux bons résultats du début d'année, la reprise progressive sur le marché du travail et les mesures budgétaires dont les effets s'exerceront durant le second semestre devraient soutenir la consommation privée.

Etant donné la faible croissance au deuxième trimestre, la BNS a légèrement revu à la baisse ses prévisions pour l'économie japonaise. Elle table désormais sur une croissance de 3% en 2010, contre 3,1% dans son estimation de juin.

### ... et dans les économies émergentes d'Asie

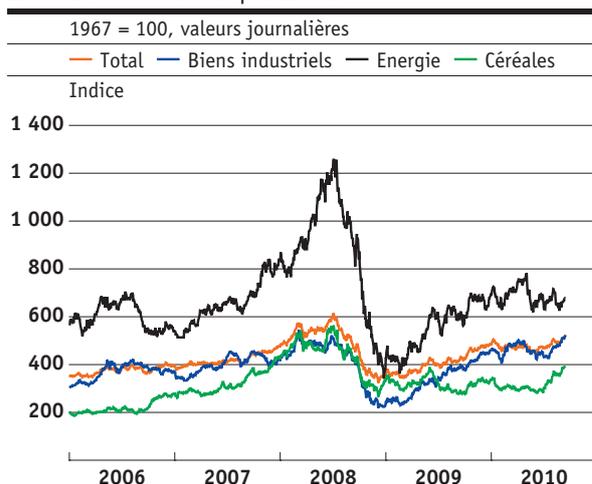
Un ralentissement progressif de la croissance se dessine également dans les économies émergentes d'Asie. En Chine, la normalisation des conditions monétaires et les mesures prises en juin dans le secteur immobilier ont commencé à produire leurs effets. Au deuxième trimestre, la performance économique de la Chine dépassait ainsi de 10,3% le niveau enregistré à la même période de l'année pré-

cedente, contre 11,9% au premier trimestre. De premiers signes de tassement sont apparus en particulier dans les régions côtières du fait de la réduction progressive des projets d'infrastructure étatiques, après une expansion exceptionnelle en 2009. Le ralentissement de la conjoncture dans l'industrie a entraîné une baisse de la demande jusqu'alors élevée de matières premières. Les incitations de l'Etat, les transferts aux ménages et la robustesse du marché du travail ont contribué à accroître le poids de la consommation privée au détriment des investissements au sein de la demande intérieure. Par ailleurs, la forte croissance des exportations a profité des conditions concurrentielles favorables.

Le budget pour 2010 prévoit un déficit de 3% du PIB. Il comprend un large éventail de mesures qui continueront de stimuler la demande intérieure durant le second semestre. Afin de réduire les risques de bulle immobilière, le gouvernement a resserré mi-avril les conditions d'octroi de crédits hypothécaires, en particulier dans les grandes villes, où les prix avaient augmenté le plus rapidement. En juin, l'indice des prix de l'immobilier calculé pour 70 grandes villes chinoises a fait état des premières baisses de prix par rapport au mois précédent.

Le PIB des économies à vocation exportatrice que sont la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour a continué de croître fortement et sur un large front au deuxième trimestre. La production a ainsi vraisemblablement dépassé son niveau poten-

Graphique 1.5  
Indices des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

tiel. Dans l'industrie, la conjoncture a perdu un peu de sa vigueur vers le milieu de l'année. Le moral est certes resté bon dans les entreprises, mais il est probable que la croissance du PIB ralentisse en raison de l'affaiblissement des impulsions venant de Chine.

### Renchérissement modéré

Le renchérissement mesuré aux prix à la consommation est resté modéré dans presque tous les pays entre avril et juillet.

Au Etats-Unis, le renchérissement annuel – soit la hausse des prix par rapport au mois correspondant de l'année précédente – est passé de 2,2% en avril à 1,2% en juillet. Ce ralentissement s'explique en majeure partie par la baisse des prix de l'essence et par des effets de base liés aux prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est quant à elle restée inchangée à 0,9%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel s'est accentué sous l'influence d'un euro faible pour s'établir à 1,7%. A l'exception de l'énergie, toutes les catégories importantes de biens y ont contribué. L'inflation sous-jacente est passée de 0,8% en avril à 1% en juillet. Au Japon, les prix ont continué de baisser d'une année à l'autre, même si cette tendance a accusé un ralentissement (-0,9% en juillet, contre -1,2% en avril). L'inflation sous-jacente s'y établissait à -1,5% en juillet, après avoir atteint le seuil historique de -1,6% en avril. Dans les économies émergentes d'Asie, le

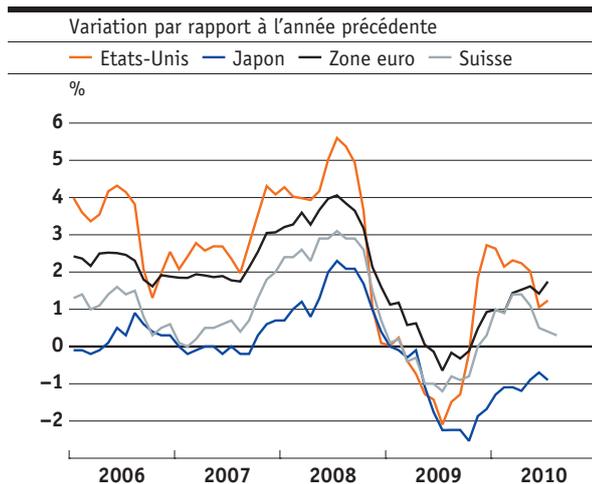
renchérissement annuel a marqué une nouvelle accélération en raison d'effets de base et d'une hausse des prix de l'alimentation. En Chine, il s'est accentué d'un demi-point de pourcentage pour atteindre 3,3%. L'inflation sous-jacente s'est établie à 1,1%.

### Maintien de la politique monétaire expansionniste dans les grands pays industrialisés

Dans les grands pays industrialisés, les banques centrales ont maintenu leur politique expansionniste en matière de taux d'intérêt (graphique 1.9). La Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) a laissé inchangée, à 0,0%-0,25%, la marge de fluctuation de son taux directeur. Dans son dernier communiqué, elle continue de tabler sur des pressions inflationnistes faibles et s'attend à court terme à une reprise économique plus modeste que prévu. Afin de maintenir le rythme de croissance actuel, elle a annoncé qu'elle réinvestira les montants issus des remboursements d'actifs adossés à des prêts hypothécaires arrivés à échéance dans des titres d'Etat à plus long terme et qu'elle maintiendra ses détentions de titres autour de 2 000 milliards de dollars.

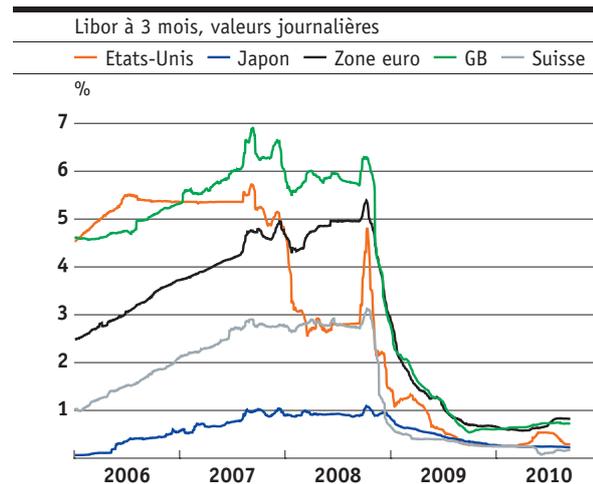
La BCE a laissé inchangé à 1% son principal taux de refinancement et continué de mettre à la disposition des banques des liquidités dans une mesure illimitée. Fin juin, elle a mis, comme prévu, un terme au programme d'achat d'obligations adossées à des prêts hypothécaires (*covered bonds*)

Graphique 1.6  
Prix à la consommation



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.7  
Taux d'intérêt à court terme



Source: Thomson Financial Datastream.

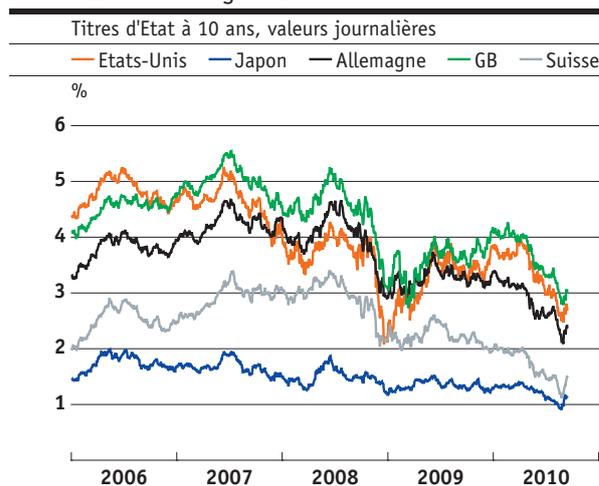
libellées en euros. Enfin, elle a réduit le volume des achats de titres réalisés à partir de mai dans le cadre du Programme pour les marchés de titres.

La banque centrale du Japon a maintenu à 0,1% son taux de l'argent au jour le jour. Elle a commencé fin août à mettre en œuvre des mesures de politique de crédit destinées à favoriser les projets d'investissements prometteurs. Ces mesures sont limitées à 3 000 milliards de yens (soit environ 1% de l'ensemble des crédits bancaires du Japon). Elle a par ailleurs renforcé ses mesures d'approvisionnement en liquidités afin de faire baisser les taux du marché.

La Banque centrale de Chine a poursuivi la normalisation de sa politique monétaire expansionniste. Elle a relevé le taux de réserves obligatoires des banques, jugulé la croissance des crédits et réduit les liquidités mises à disposition en émettant d'avantage d'obligations. De plus, elle a décidé fin juin de revenir au régime de taux de change flottant contrôlé qu'elle avait déjà appliqué de mi-2005 à mi-2008. La monnaie chinoise s'est depuis lors appréciée d'environ 1% face au dollar des Etats-Unis.

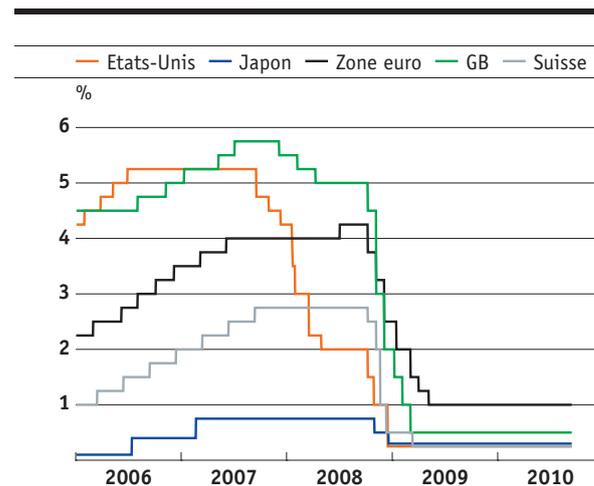
Dans différentes économies émergentes d'Asie, la reprise conjoncturelle rapide et la hausse des prix sur le marché immobilier ont incité les banques centrales à procéder aux premiers relèvements des taux directeurs.

Graphique 1.8  
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.9  
Taux d'intérêt officiels



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

## 2 Evolution économique en Suisse

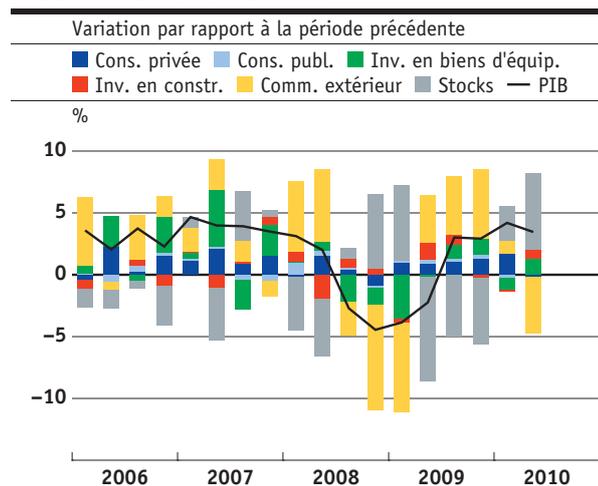
Comme l'indiquent les estimations trimestrielles révisées du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) concernant le PIB, l'économie suisse a, durant la crise, reculé plus fortement que prévu initialement. Mais elle s'est aussi redressée plus rapidement à l'issue de celle-ci. La reprise s'est poursuivie au deuxième trimestre, bien qu'à un rythme moins soutenu. La performance économique a ainsi retrouvé le niveau qu'elle avait atteint avant la crise.

La croissance vigoureuse enregistrée depuis le début de l'année s'explique surtout par l'augmentation continue de la création de valeur dans l'industrie manufacturière, le secteur bancaire et les services aux entreprises. La demande finale s'est néanmoins quelque peu affaiblie.

L'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail a continué au deuxième trimestre. L'emploi a de nouveau augmenté et le taux de chômage a baissé. A l'instar de ce dernier indicateur, l'écart de production révèle toujours une sous-utilisation des capacités de production. Les pressions inflationnistes exercées par l'économie réelle sont par conséquent restées faibles. Le recul du taux de renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, qui s'est inscrit à 0,3% en août, est toutefois essentiellement dû à la baisse des prix des biens et services importés, notamment des produits pétroliers.

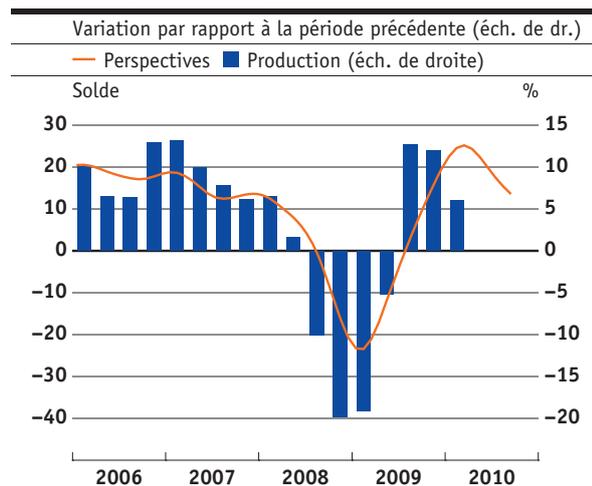
La croissance de l'économie dans son ensemble devrait être sensiblement plus faible au second semestre 2010, notamment en raison d'une contraction des exportations liée à l'appréciation du franc suisse.

Graphique 2.1  
Contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.2  
Production industrielle



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et OFS.

## 2.1 Produit intérieur brut

### Forte croissance économique au deuxième trimestre

La croissance économique est restée robuste au deuxième trimestre et devrait être encore nettement supérieure à la progression du potentiel de production. Selon les estimations provisoires du SECO, le PIB a augmenté de 3,5%, contre 4,2% au trimestre précédent. En comparaison annuelle, il s'est accru de 3,4%.

Il ressort de la ventilation par secteurs que l'essor économique au deuxième trimestre a été essentiellement soutenu par l'industrie manufacturière, le secteur bancaire et les services aux entreprises. Dans ces trois secteurs, la création de valeur a progressé respectivement de 8,8%, 13,5% et 5,5% au deuxième trimestre. Elle a également crû dans la construction (3,3%). C'est seulement dans le commerce qu'elle a été moins élevée qu'au trimestre précédent.

Toutes les composantes ont contribué à la croissance de la demande, à l'exception de la consommation. La faible évolution de celle-ci est

surprenante, notamment parce qu'aucune stagnation n'avait été annoncée par les principaux indicateurs de la consommation. Les investissements en biens d'équipement et les exportations, en revanche, ont connu une forte expansion. La croissance des exportations étant toutefois restée inférieure à celle des importations, le commerce extérieur a influé négativement sur la progression de la demande finale, qui se chiffre à 3%. L'écart entre, d'une part, la croissance du PIB calculée sous l'angle de la production et, d'autre part, l'augmentation de la demande finale indique que les mouvements de stocks observés au deuxième trimestre ont joué un rôle favorable dans la hausse du PIB.

Parallèlement à la publication des résultats du deuxième trimestre, le SECO a corrigé ses estimations trimestrielles pour les trois dernières années, sur la base de l'estimation annuelle du PIB communiquée par l'OFS. D'après les nouvelles estimations, il s'avère que le PIB, dans le sillage de la récession qui a duré de mi-2008 à mi-2009, a fléchi plus fortement qu'attendu jusqu'à présent. Au total, le recul est désormais estimé à 3,3% (contre 2,4% auparavant). La reprise qui s'en est suivie a toute-

### PIB réel et composantes

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

Tableau 2.1

	2006	2007	2008	2009	2008		2009				2010	
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	1,6	2,3	1,3	1,0	0,6	-1,5	1,6	1,5	1,7	2,2	2,9	-0,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	0,3	1,7	1,6	2,0	-1,8	1,6	2,9	2,5	2,8	-1,6	-0,4
Formation de capital fixe	4,7	5,1	0,5	-4,9	-7,7	-4,6	-19,1	6,2	9,3	5,2	-5,6	9,9
Construction	-1,4	-2,3	0,0	3,0	8,1	5,0	-3,9	15,1	8,4	-2,0	-1,2	8,1
Biens d'équipement	10,1	11,1	0,8	-10,8	-17,4	-11,2	-29,8	-0,9	10,2	11,8	-9,2	11,6
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,0</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>-7,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>8,6</b>
Exportations totales	10,3	9,6	3,3	-8,7	-5,7	-27,7	-19,7	-5,8	23,2	13,1	15,7	7,1
Biens	11,1	8,4	2,6	-11,5	-2,9	-33,8	-25,2	-3,6	19,2	11,8	23,1	0,5
Sans objets de valeur <sup>1</sup>	11,2	8,3	2,1	-11,1	-7,9	-32,8	-23,8	-3,0	16,6	15,3	11,3	0,9
Services	8,4	12,8	4,8	-2,0	-12,0	-10,9	-5,6	-10,4	32,6	15,8	1,1	23,0
<b>Demande globale</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-8,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>
Importations totales	6,5	6,1	0,3	-5,4	-6,1	-16,8	-3,1	-16,5	14,1	6,3	8,7	19,7
Biens	7,8	5,1	-0,5	-8,3	-8,8	-23,7	-4,9	-21,6	18,4	3,4	19,6	17,2
Sans objets de valeur <sup>1</sup>	7,4	6,7	-1,0	-8,5	-8,4	-21,2	-8,3	-21,6	20,1	2,4	18,7	19,3
Services	0,6	11,2	3,9	8,1	7,5	21,4	5,7	7,0	-0,9	18,2	-24,9	30,6
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>

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

fois été, elle aussi, plus marquée, avec un taux de croissance moyen du PIB de 3,4% (contre 2,4% auparavant). Au deuxième trimestre, le PIB réel a ainsi retrouvé son niveau du deuxième trimestre 2008. Compte tenu de la forte progression de la population durant cette période, le PIB par habitant reste cependant nettement inférieur.

Du côté de la production, la récession dans l'industrie manufacturière et dans le commerce s'est avérée plus profonde que ne l'indiquaient les prévisions initiales. En revanche, elle a été moins marquée dans le secteur bancaire et dans les services aux entreprises. S'agissant des composantes de la demande, l'ampleur de la reprise a été revue à la hausse pour les investissements en constructions, et à la baisse pour les investissements en biens d'équipement.

## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

### Ralentissement de la reprise des exportations

La forte expansion des exportations de biens, amorcée au milieu de l'année précédente avec la reprise de l'économie mondiale, s'est considérablement affaiblie au deuxième trimestre. Les exportations de services qui, au premier trimestre, étaient restées au même niveau qu'à la période précédente, ont quant à elles nettement augmenté. Dans l'ensemble, tant les exportations de biens que les exportations de services (objets de valeur exclus) ont crû d'environ 8% au premier et au deuxième trimestre.

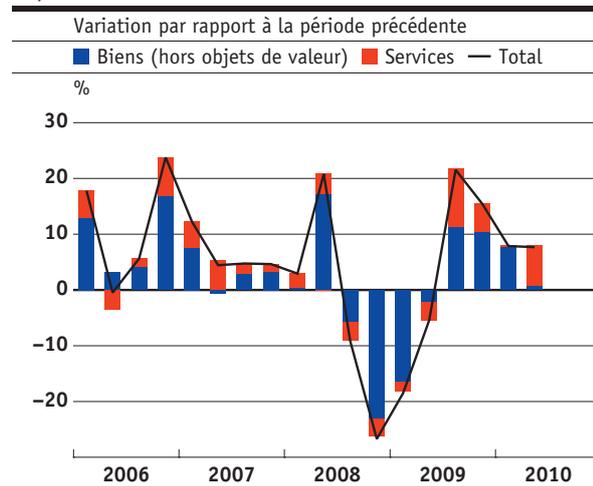
Du côté des exportations de biens, les biens d'équipement – notamment les machines et les instruments de précision – ont continué à bénéficier du cycle industriel global. Les exportations de matières premières et de produits semi-finis, en revanche, n'ont pas enregistré de nouvelle progression. La croissance des exportations de biens de consommation, en particulier des produits pharmaceutiques et de l'horlogerie, a même accusé un léger recul. D'après la répartition selon les débouchés, la faible croissance s'explique par une demande modérée en provenance de l'Europe et de l'Asie, tandis que les exportations aux Etats-Unis et dans les pays exportateurs de pétrole ont connu un vif essor.

S'agissant des exportations de services, les recettes nettes issues du commerce de transit, en particulier, se sont considérablement accrues sous l'effet de la hausse continue des prix du pétrole. Par ailleurs, les recettes tirées des licences et brevets ont également augmenté. Cela a été aussi le cas pour le tourisme.

Selon les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises

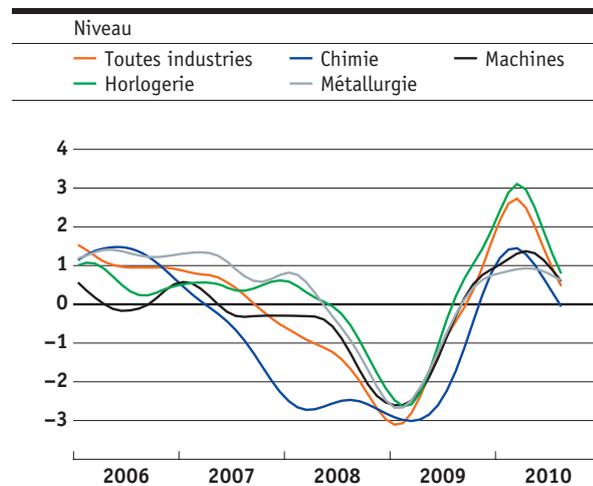
Graphique 2.3

Exportations: contributions à la croissance



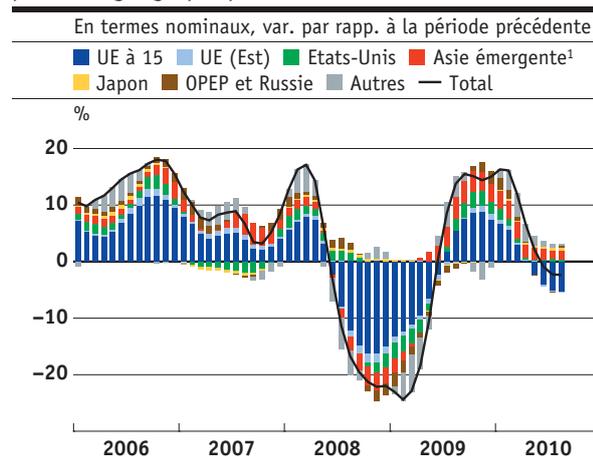
Graphique 2.4

Entrées de commandes attendues



Graphique 2.5

Exportations de biens: contributions à la croissance, par zone géographique



Graphique 2.3:  
Source: SECO.

Graphique 2.4:  
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.5:  
<sup>1</sup> Asie émergente: Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Vietnam.  
Source: Administration fédérale des douanes (AFD).

industrielles se sont montrées, en juillet, plus réservées que les mois précédents quant aux perspectives d'avenir. De fait, la tendance haussière des exportations de biens a cessé en juillet et en août. Dans l'ensemble, l'évolution des exportations devrait rester faible durant le reste de l'année eu égard à la forte revalorisation du franc.

### Niveau élevé des investissements en constructions

Après avoir reculé durant le semestre d'hiver, notamment en raison des conditions météorologiques, les investissements en constructions ont progressé de 5,2% au deuxième trimestre 2010. Ils n'ont pratiquement pas évolué par rapport à la même période de 2009.

Selon l'enquête de la Société Suisse des Entrepreneurs, l'activité dans la construction de logements est restée vigoureuse au deuxième trimestre. Le génie civil a lui aussi fait preuve d'une grande robustesse. En revanche, la construction de bâtiments industriels et commerciaux est demeurée plus faible que la construction de logements et le génie civil.

Les dernières données relatives aux entrées de commandes et aux réserves de travail laissent présager dans l'ensemble une progression modérée des investissements en constructions au cours des prochains trimestres.

### Hausse des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont enregistré une augmentation de 11,6% au deuxième trimestre, après avoir reculé dans des proportions quasi-identiques au trimestre précédent. Grâce à la hausse observée au second semestre 2009, ils dépassent nettement leur niveau à la même période de l'année précédente, mais sont toujours inférieurs de presque 11% au niveau d'avant la récession.

L'accroissement de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie découlant de la reprise conjoncturelle entraînera une nouvelle progression de la demande de biens d'équipement.

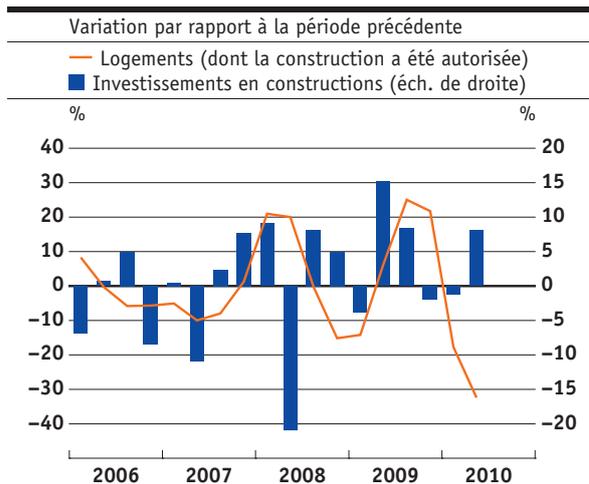
### Consommation privée inchangée

Au deuxième trimestre, la consommation privée s'est maintenue au même niveau que le trimestre précédent. Mais dans certains segments, l'évolution est restée positive au deuxième trimestre également. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont ainsi poursuivi leur progression. Les nouvelles immatriculations de voiture se sont elles aussi accrues, indiquant une hausse de la demande de biens de consommation durables.

### Bon climat de consommation

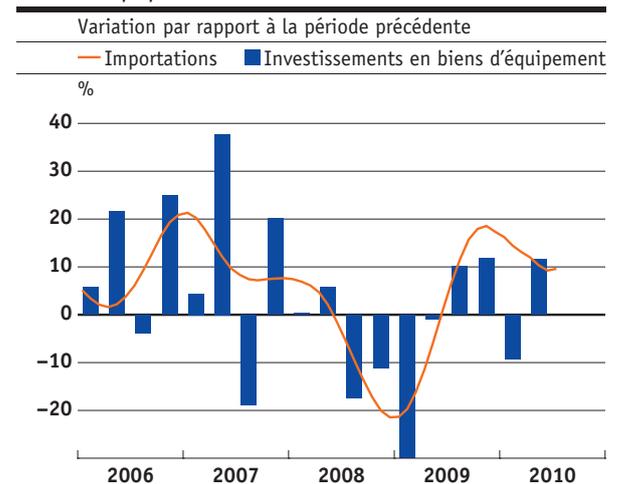
Le climat de consommation a continué à s'améliorer au cours des derniers mois. L'indice publié par le SECO, qui permet des comparaisons sur le plan

Graphique 2.6  
Constructions



Sources: OFS et SECO.

Graphique 2.7  
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO.

international et qui avait retrouvé son niveau d'avant la récession dès le mois d'avril, a encore progressé quelque peu en juillet. Bien que les attentes en matière d'évolution de la conjoncture au cours des douze prochains mois se soient révélées légèrement moins optimistes qu'en avril, les consommateurs interrogés ont jugé leur potentiel d'épargne un peu plus élevé. Quant aux attentes concernant l'évolution du marché du travail et la situation financière des ménages, elles sont restées en grande partie inchangées.

### Croissance des importations surévaluée en raison d'un effet spécial

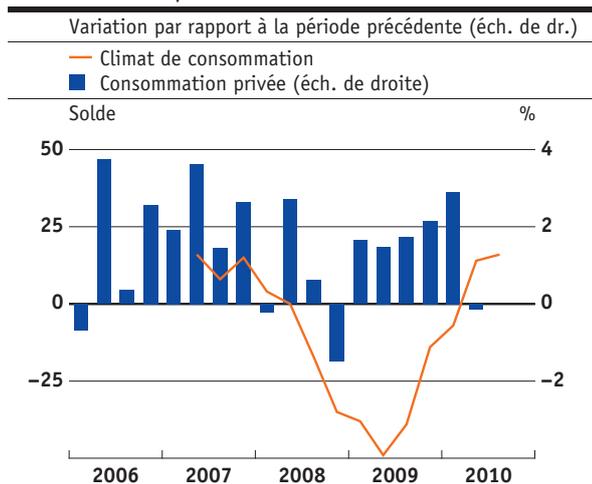
Du fait d'un effet spécial au niveau des importations de biens (importations exceptionnellement élevées de bijoux en or provenant du Vietnam), les importations de biens et de services (hors objets de valeur) ont progressé de 21,6% au deuxième trimestre. Sans cet effet spécial, le rythme d'expansion des importations de biens s'est réduit environ de moitié. Le redressement des importations de biens de production (machines, instruments de précision, etc.) s'est poursuivi, tandis que la tendance à la hausse observée pour les matières premières et les produits semi-finis s'est affaiblie. Les achats de biens de consommation à l'étranger montrent une évolution inégale. Les importations dans le secteur de l'horlogerie ont connu une vive augmentation alors que celles de produits chimiques (produits pharmaceutiques essentiellement), qui avaient lar-

gement contribué à la croissance au premier trimestre, ont légèrement reculé.

Les importations de services ont enregistré une croissance vigoureuse au deuxième trimestre. Les dépenses dans le domaine des licences et brevets, traditionnellement volatiles, en ont été le principal moteur. Par ailleurs, les voyages à l'étranger, comptabilisés comme des importations dans le secteur du tourisme, ont marqué une nouvelle progression en raison du franc fort.

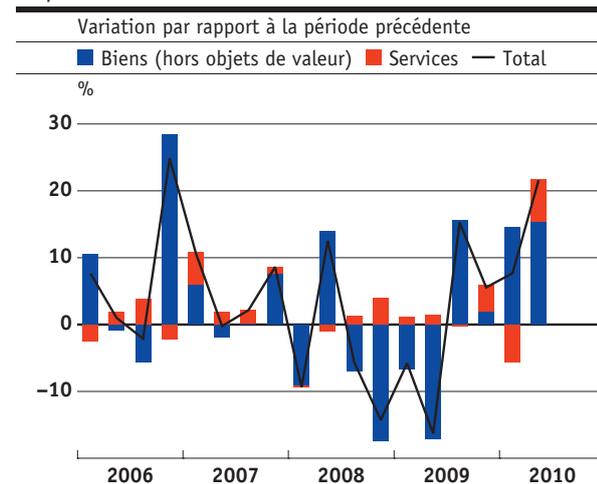
Selon l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les attentes des entreprises relatives aux achats de produits en amont ont été un peu moins optimistes au mois de juillet. D'ailleurs, pour la première fois depuis un an, les importations de matières premières et de produits semi-finis ont de nouveau tendu à reculer en juillet et en août.

Graphique 2.8  
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.9  
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Progression de l'emploi modérée...

La légère hausse de l'emploi s'est poursuivie au deuxième trimestre. Le volume de travail (en équivalents plein temps) s'est accru de 0,9% tandis que le nombre de personnes occupées a augmenté de 0,7%, comme au cours des deux trimestres précédents. Contrairement au nombre de personnes occupées, qui a déjà retrouvé son niveau d'avant la crise, le volume de travail y est encore légèrement inférieur.

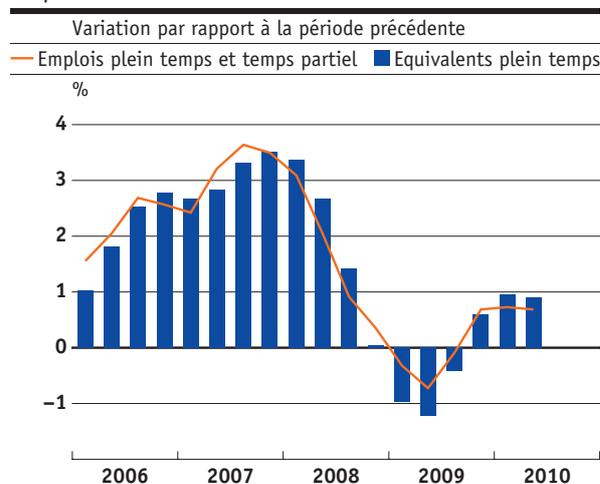
Ventilée selon les branches, l'évolution de l'emploi présente une image hétérogène. L'emploi exprimé en équivalents plein temps s'est stabilisé dans l'industrie manufacturière tandis que de nou-

velles suppressions de postes ont eu lieu dans les établissements de crédit et les assurances. Toutes les autres branches ont enregistré une hausse de l'emploi. Le rythme d'expansion dans l'administration publique, la santé et les services aux entreprises a toutefois légèrement fléchi, alors qu'il s'est accéléré dans la construction, le commerce et les transports.

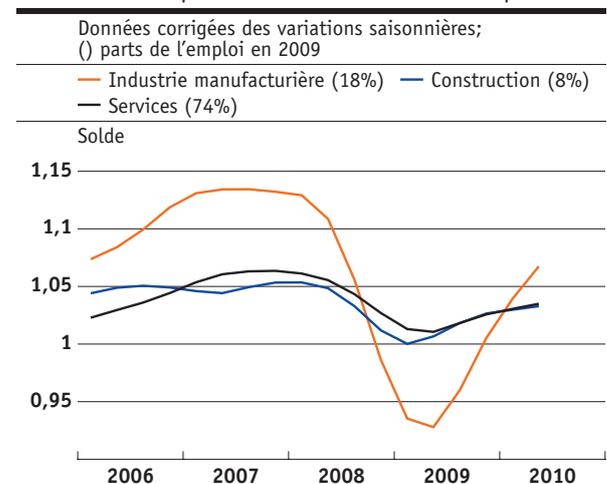
### ... et légère amélioration des perspectives d'emploi

Les indicateurs avancés de l'emploi ayant connu une légère hausse au deuxième trimestre, la progression de l'emploi légèrement positive enregistrée depuis le début de l'année, devrait se poursuivre au second semestre. Ventilées selon les

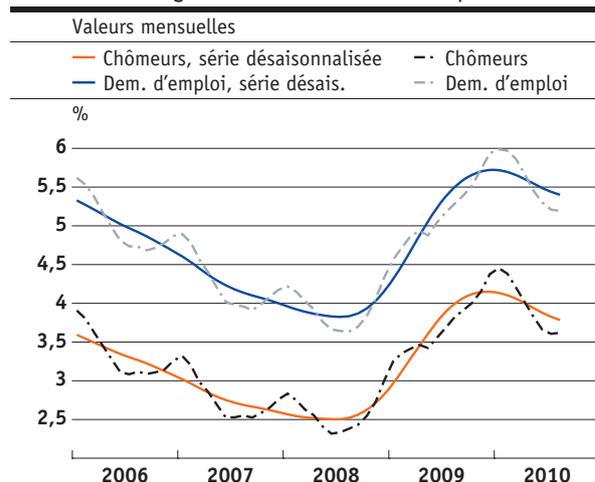
Graphique 2.10  
Emploi



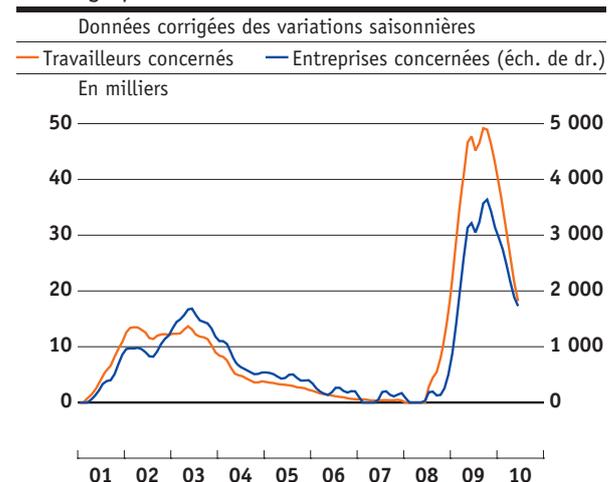
Graphique 2.11  
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.12  
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



Graphique 2.13  
Chômage partiel



Graphique 2.10:  
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

Graphique 2.11:  
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

Graphique 2.12:  
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).  
Source: SECO.

Graphique 2.13:  
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

branches, les perspectives d'emploi se sont améliorées sur un large front, quoiqu'en partie dans une faible mesure. L'industrie manufacturière et le commerce devraient soutenir la croissance de l'emploi, alors qu'il faut compter sur un nouveau ralentissement dans l'administration publique.

### Nouveau recul du chômage

Le chômage, en données corrigées des variations saisonnières, a de nouveau fléchi entre mai et août. Le nombre des chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a diminué de 6 100 personnes, ce qui correspond à un recul du chômage de 0,1 point, lequel s'inscrit à 3,8%. Le nombre de demandeurs d'emploi qui comprend, outre les chômeurs inscrits, également les personnes prenant part à des programmes de formation et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, a légèrement décliné pour s'établir à 5,4%.

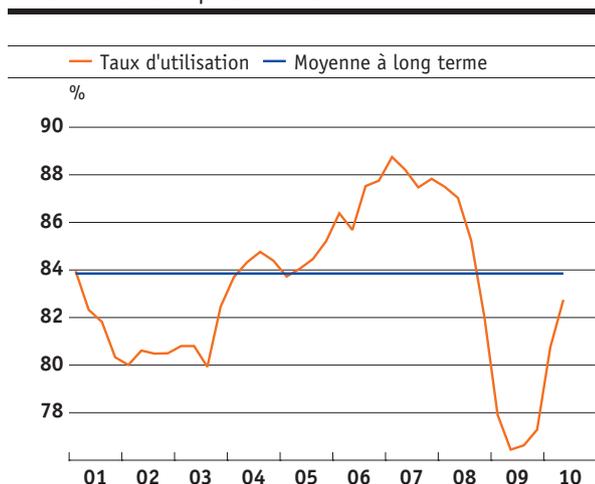
Le chômage partiel s'est de nouveau nettement replié entre mars et juin. Tant le nombre des personnes touchées que celui des entreprises concernées se sont réduits de moitié par rapport au niveau le plus élevé, enregistré en octobre 2009. En juin, la part des chômeurs partiels représentait encore environ 0,4% du total des personnes actives.

## 2.4 Utilisation des capacités de production

### Nouvelle augmentation du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

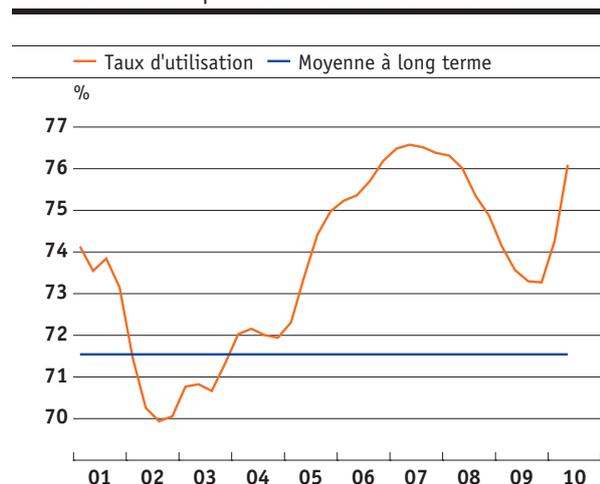
Selon les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a connu une nouvelle amélioration au deuxième trimestre. Alors qu'il était de 80,7% au premier trimestre, il a crû de deux points au deuxième trimestre pour s'établir à 82,7%. Par rapport à leur moyenne à long terme (83,9%), les capacités de production dans l'industrie sont toutefois restées légèrement sous-utilisées. La construction a également enregistré une hausse marquée du taux d'utilisation des capacités de production; celui-ci affichait 76,3% au deuxième trimestre, soit un niveau nettement supérieur à sa moyenne à long terme (71,6%).

Graphique 2.14  
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.15  
Utilisation des capacités dans la construction



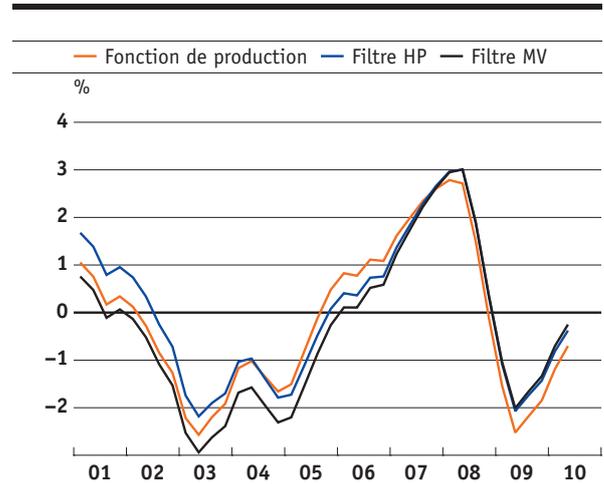
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

### Ecart de production toujours négatif

L'écart de production, qui correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB et le potentiel de production estimé au niveau macroéconomique, est un instrument de mesure utile qui fournit des indications sur les pressions inflationnistes. Lorsque le PIB est supérieur au potentiel de production pendant une période prolongée, la demande est excédentaire et, partant, les pressions inflationnistes augmentent. A l'inverse, lorsque le PIB est inférieur au potentiel de production sur une longue durée, l'offre est excédentaire et les pressions inflationnistes diminuent.

Les estimations du potentiel de production établies avec différentes méthodes indiquent que le PIB est resté inférieur au potentiel de production au deuxième trimestre, mais que l'écart de production s'est encore amenuisé par rapport à la période précédente. Selon les procédés utilisés pour estimer le potentiel de production (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart de production s'est établi respectivement à  $-0,7\%$ ,  $-0,4\%$  et  $-0,3\%$ . La réduction de cet écart traduit en premier lieu une amélioration de l'utilisation des capacités de production.

Graphique 2.16  
Ecart de production



Source: BNS.

## 2.5 Prix et anticipations inflationnistes

### Prix de l'offre totale sous pression

Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont fortement fléchi depuis le mois de mai. Deux facteurs y ont contribué: premièrement, la correction intervenue en mai sur les marchés des matières premières, qui a entraîné la baisse des prix des biens intermédiaires et des produits énergétiques, et deuxièmement, la revalorisation du franc suisse sur les marchés des changes, qui a accru la pression exercée sur les prix à l'importation. La hausse des prix mesurée sur douze mois – le taux de renchérissement annuel – s'est par conséquent ralentie et a passé de 1,4% en mai à 0,5% en août. Les prix de l'offre totale continuent donc à n'exercer aucune pression à la hausse sur les prix à la consommation situés en aval.

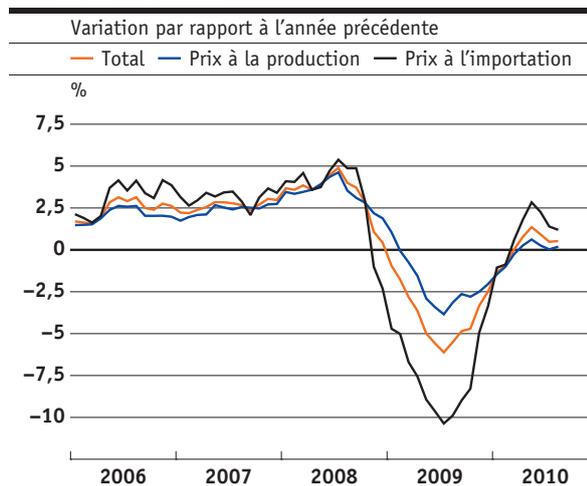
### Affaiblissement du renchérissement (IPC)

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a sensiblement faibli, passant de 1,1% à 0,3% entre mai et août. Cela s'explique principalement par la baisse des prix des produits pétroliers. En août, le taux de renchérissement annuel des autres biens et services importés s'est inscrit à -1,3%, comme en mai. Le renchérissement annuel des biens et services suisses est resté très stable: les prix des biens ont reculé de 0,1% en un an (contre -0,2% en mai), tandis que ceux des services ont augmenté de 0,6% (contre 0,7% en mai) durant la même période.

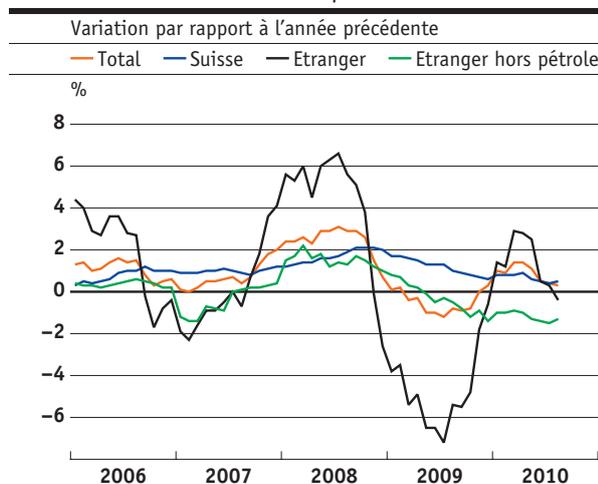
### Taux d'inflation sous-jacente inférieurs à 1%

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance fondamentale de l'évolution des prix. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente (voir graphique 2.20): pour le calcul 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% des biens) et à la baisse (15% des biens également). La *dynamic factor inflation* (DFI) dégage quant à elle la tendance générale de l'inflation à partir d'un éventail plus large de

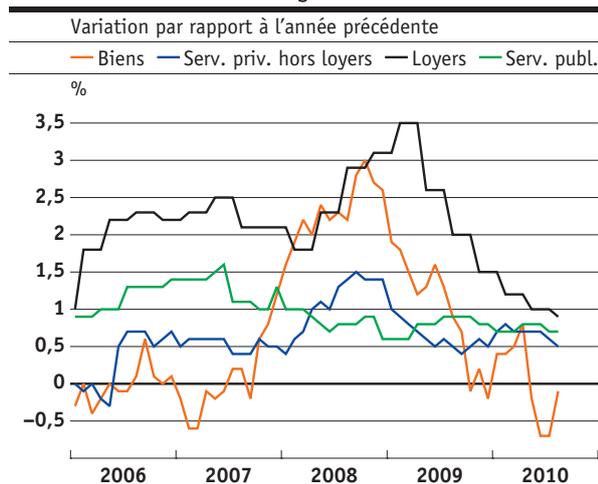
Graphique 2.17  
Prix de l'offre totale



Graphique 2.18  
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.19  
IPC: biens et services d'origine suisse



Graphique 2.17:  
Source: OFS.

Graphiques 2.18 et 2.19:  
Source: BNS et OFS.

données, c'est-à-dire au moyen d'un grand nombre de prix, de paramètres économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les taux d'inflation sous-jacente établis par l'OFS excluent les mêmes biens du panier-type de l'indice pour chaque période (voir graphique 2.21). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte 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.

La forte appréciation du franc suisse a entraîné un recul des taux d'inflation sous-jacente traditionnels. En août, la moyenne tronquée calculée par la BNS s'établissait à 0,5% tandis que les deux taux d'inflation sous-jacente de l'OFS ne s'élevaient plus qu'à 0,1% chacun. En revanche, la DFI, dont l'évolution préfigure généralement celle des taux d'inflation sous-jacente traditionnels, n'a cessé d'augmenter depuis le mois d'octobre de l'année dernière. En août, elle s'inscrivait à 0,8%, dépassant ainsi les taux d'inflation sous-jacente tradi-

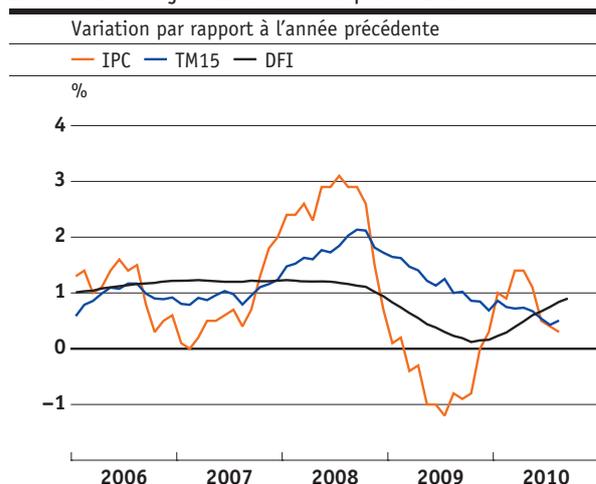
**Indice suisse des prix à la consommation et composantes**  
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2009	2009 4 <sup>e</sup> trim.	2010 1 <sup>er</sup> trim.	2010 2 <sup>e</sup> trim.	2010 Mai	2010 Juin	2010 Juillet	2010 Août
<b>IPC, indice général</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
Biens et services du pays	1,2	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5
Biens	1,0	-0,0	0,4	-0,0	-0,2	-0,7	-0,7	-0,1
Services	1,3	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6
Services privés (hors loyers)	0,6	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
Loyers	2,5	1,6	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
Services publics	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Biens et services de l'étranger	-4,7	-2,4	1,8	1,9	2,5	0,5	0,3	-0,4
Hors produits pétroliers	-0,3	-1,2	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3
Produits pétroliers	-25,9	-10,9	18,3	21,0	25,9	12,0	11,5	6,3

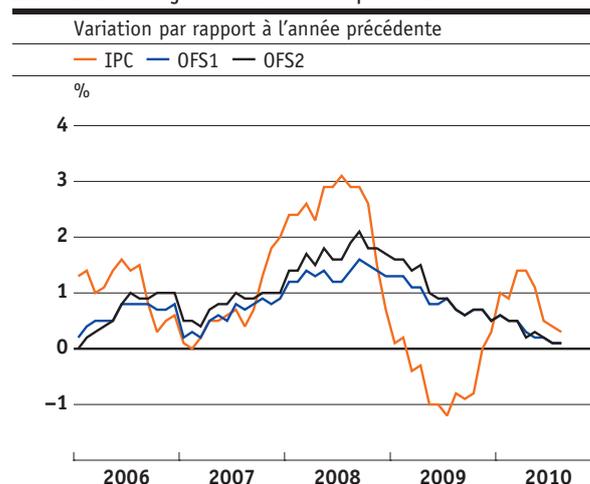
Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.20  
Inflation sous-jacente calculée par la BNS



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.21  
Inflation sous-jacente calculée par l'OFS



Source: OFS.

tionnels. La hausse de la DFI indique que les facteurs révélateurs de la tendance de l'inflation ont enregistré une évolution robuste.

### Léger fléchissement des attentes inflationnistes

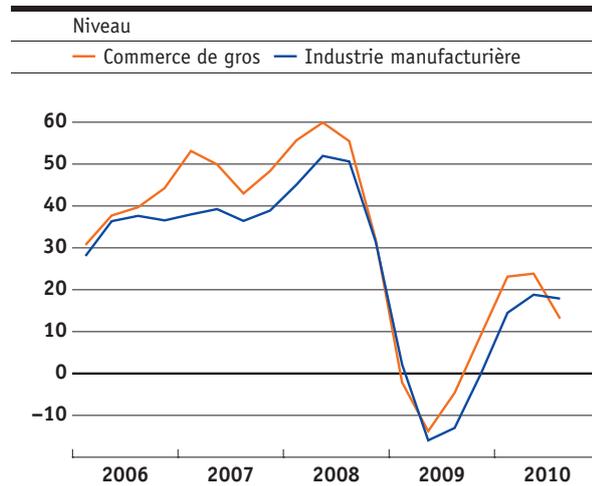
Plusieurs enquêtes fournissent des indications sur les anticipations inflationnistes des entreprises et des ménages. Dans l'ensemble, ces enquêtes révèlent une légère baisse des anticipations inflationnistes, qui sont néanmoins restées bien ancrées.

Les collaborateurs qui exercent des fonctions dirigeantes dans des entreprises opérant en Suisse sont interrogés dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Cette enquête porte notamment sur l'évolution des prix d'achat et de vente escomptée par les entreprises pour les trois prochains mois. Les résultats publiés début août permettent de conclure que les entreprises consultées tablent, pour le troisième trimestre, sur des prix de vente stables et sur une hausse modérée des prix d'achat. Par rapport à l'enquête préliminaire, les attentes inflationnistes ont un peu reculé, tant dans le commerce de gros que dans l'industrie.

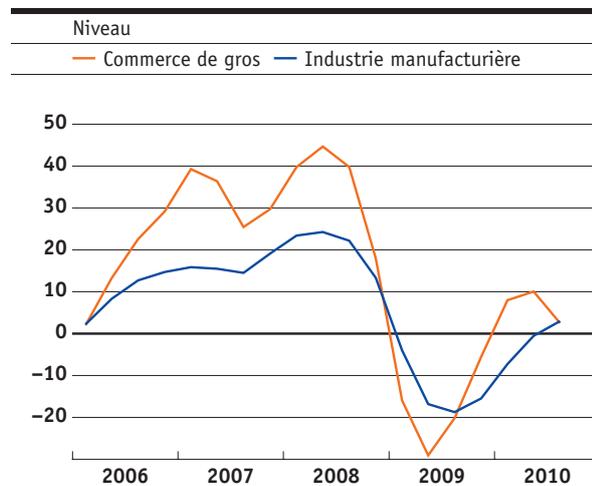
L'enquête mensuelle réalisée par le Credit Suisse et le Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), le Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport, invite quelque 70 analystes à se prononcer sur la tendance des taux de renchérissement IPC (hausse, baisse ou stagnation) dans les six prochains mois. Les résultats de l'enquête menée en août indiquent un faible repli des attentes inflationnistes par rapport au mois de mai. La part des analystes qui escomptent une augmentation des taux de renchérissement a diminué, passant de 29% à 18%. En août, deux tiers des personnes sondées tablaient sur des taux de renchérissement inchangés dans les six mois à venir.

L'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages traduit l'évolution des prix attendue par les consommateurs pour les douze prochains mois. La part des ménages anticipant des baisses de prix a légèrement crû en juillet pour s'établir à 10%. Plus de 80% des ménages prévoient toutefois des prix identiques ou en légère hausse, comme au trimestre précédent.

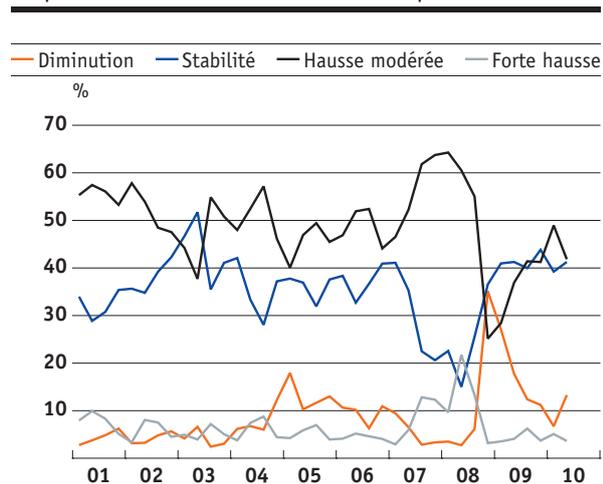
Graphique 2.22  
Prix d'achat attendus



Graphique 2.23  
Prix de vente attendus



Graphique 2.24  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Graphiques 2.22 et 2.23:  
Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.24:  
Sources: BNS et SECO.

## 2.6 Perspectives économiques

### **Tassement de la conjoncture**

La BNS table sur un accroissement du PIB suisse d'environ 2,5% en 2010, après un recul de 1,9% en 2009. La révision à la hausse effectuée en comparaison du dernier Rapport sur la politique monétaire n'est cependant pas due à une estimation plus optimiste de la situation présente, mais est une conséquence de la reprise plus vive que prévu observée durant les quatre derniers trimestres. Par contre, du fait de la reprise poussive observée chez certains des principaux partenaires commerciaux de la Suisse et du raffermissement du franc, la croissance de l'économie devrait nettement décélérer au second semestre 2010 et début 2011.

Les incertitudes qui pèsent sur le développement futur de l'économie mondiale restent élevées. Les répercussions de la crise économique et financière sont toujours perceptibles étant donné la nette détérioration des finances publiques de nombreux pays industrialisés suite aux programmes de relance mis en place par les gouvernements. Cela a non seulement inquiété les marchés financiers, mais a également restreint la marge de manœuvre budgétaire.

### 3 Evolution monétaire

#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt

##### Mesures de politique monétaire prises depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de juin

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin 2010, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi reconduit à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. La BNS a en outre mentionné un renforcement des incertitudes et des risques accrus d'une dégradation de l'activité. Si de tels risques devaient se concrétiser et induire un nouveau danger de déflation, elle prendrait toutes les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

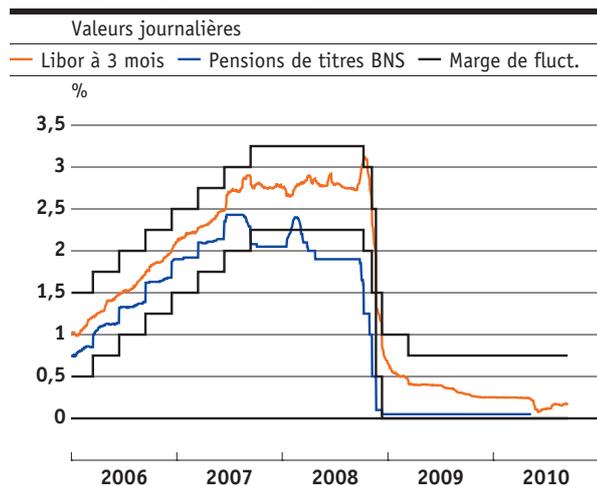
Etant donné la création de liquidités permanentes en francs, les liquidités mises à la disposition du système financier par la BNS sont devenues excédentaires, alors qu'elles étaient précédemment insuffisantes. Dans ce nouvel environnement, les taux d'intérêt sont gérés non plus par des opérations visant à injecter des liquidités, mais par des opérations destinées à résorber des liquidités. Les liquidités sont en grande partie retirées au moyen de Bons de la BNS pour des durées diverses et au

taux du marché. Dans le cadre de la gestion des taux d'intérêt, les liquidités excédentaires sont résorbées au moyen d'appels d'offres quotidiens pour des pensions de titres à une semaine, à un prix fixé par la BNS (taux appliqué aux pensions de titres). La BNS a en outre la possibilité de réduire la volatilité du taux de l'argent au jour le jour en passant des opérations de réglage fin.

Depuis octobre 2008, la BNS émet des Bons pour résorber, de manière ciblée, d'importants volumes de liquidités en francs. Après avoir émis, les trimestres précédents, des Bons en francs d'une durée de sept jours uniquement, elle en a placé à 28, 84, 168 et 336 jours depuis mai 2010. Entre juin et fin août, les souscriptions à ces Bons de la BNS ont porté sur des montants allant d'environ 3 à 32 milliards de francs. L'encours de tels Bons s'élevait à près de 111 milliards de francs fin août. Jusqu'à cette date, la BNS a accru le rendement marginal pour une durée de 28 jours, le portant de 0,07% à 0,20%. Pour les durées de 84, 168 et 336 jours, les rendements marginaux ont passé de respectivement 0,09% à 0,23%, de 0,13% à 0,24% et de 0,31% à 0,35%.

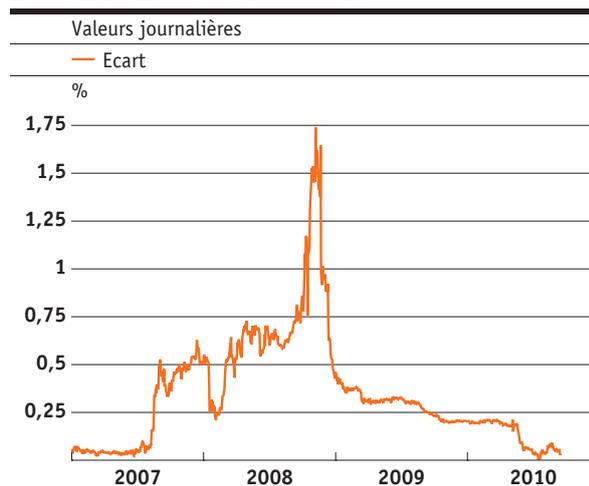
Dans le cadre de la gestion des taux d'intérêt, la BNS a lancé, dès le 5 juillet 2010, des appels d'offres pour des pensions de titres à une semaine visant à résorber des liquidités (*reverse repo*). La demande des banques lors de ces appels d'offres a fluctué entre 2 et 23 milliards de francs. Le taux d'attribution s'est inscrit à environ 75% en moyenne. Fin août, l'encours de tels Bons s'élevait à 22 mil-

Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

Graphique 3.2  
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

liards de francs. En outre, une rémunération se situant entre 0,09% et 0,12% a été appliquée à ces pensions de titres visant à résorber des liquidités.

Les possibilités de financement s'étant modifiées, la BNS a lancé son dernier appel d'offres afférent à des Bons de la BNS – USD le 21 juin 2010. Fin août 2010, l'encours de ces Bons ne portait plus que sur 5 milliards de dollars des Etats-Unis.

Depuis la réintroduction des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de swaps) avec la Réserve fédérale des Etats-Unis en mai 2010, la BNS n'a enregistré aucune demande lors des appels d'offres pour des pensions de titres contre dollars.

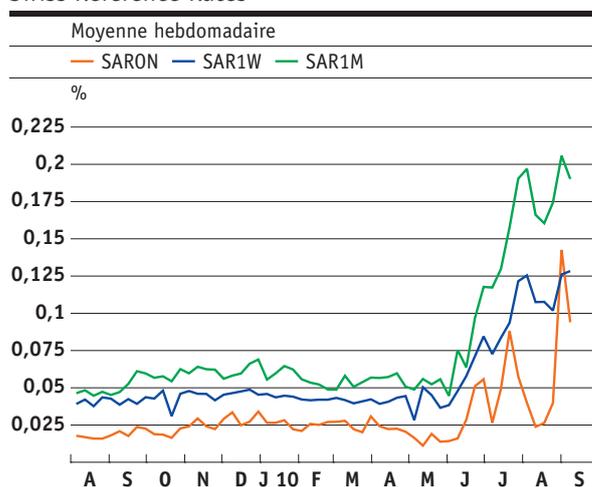
### Niveau toujours bas, mais en légère hausse, des taux d'intérêt sur le marché monétaire

Les mesures visant à résorber des liquidités (voir ci-dessus) ont entraîné de légères pressions à la hausse sur les rémunérations des dépôts à court terme en francs. Le Libor à trois mois, qui était tombé à moins de 0,10% en juin, a ensuite légèrement augmenté, passant à 0,18% à la mi-septembre. L'écart entre le Libor à trois mois et l'Overnight Index Swap (OIS) correspondant – une prime de risque est incluse dans le Libor – s'est maintenu à un bas niveau durant les trois derniers mois (voir graphique 3.2). Après s'être fortement accru au cours de la crise financière, il n'a retrouvé son niveau d'avant la crise qu'au deuxième trimestre 2010. Le graphique 3.3 montre que les légères pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme se sont répercutées, en dépit d'une volatilité inhabituellement forte, sur les rémunérations appliquées aux opérations gagées sur le marché interbancaire en francs, et les Swiss Reference Rates ont quelque peu augmenté dès fin juin. En moyenne hebdomadaire, le Swiss Average Overnight Rate (SARON), soit la rémunération de l'argent au jour le jour au sein de cette panoplie de taux de référence, était légèrement supérieur à 0,02% entre novembre 2009 et juin 2010. Il a marqué une hausse dans la période récente pour s'inscrire à 0,08%.

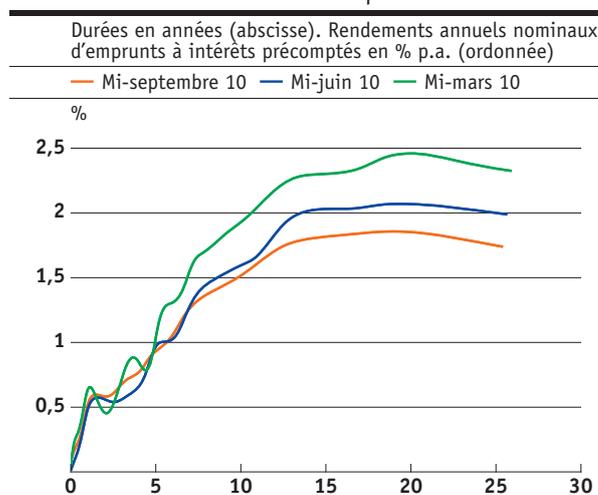
### Nouvel aplatissement de la courbe des taux d'intérêt

Les craintes générées par les déficits publics à l'étranger ont incité les investisseurs à chercher refuge dans des placements sûrs, ce qui a entraîné une nouvelle baisse des rendements des emprunts suisses de qualité. Ces trois derniers mois, les rendements des emprunts à plus long terme de la

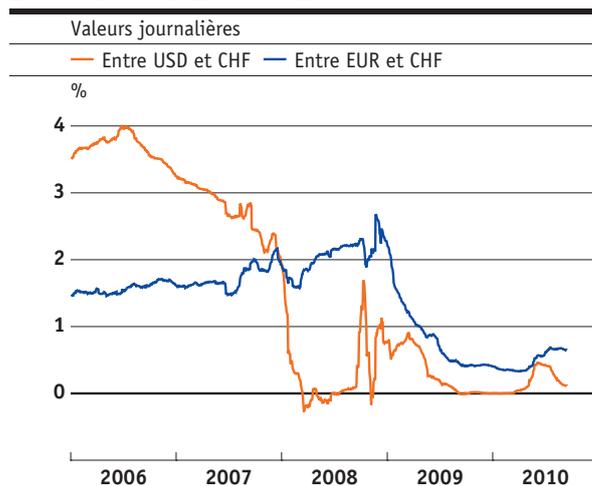
Graphique 3.3  
Swiss Reference Rates



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



Graphique 3.5  
Ecart entre des Libor à 3 mois



Graphique 3.3:  
Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 3.4:  
Source: BNS.

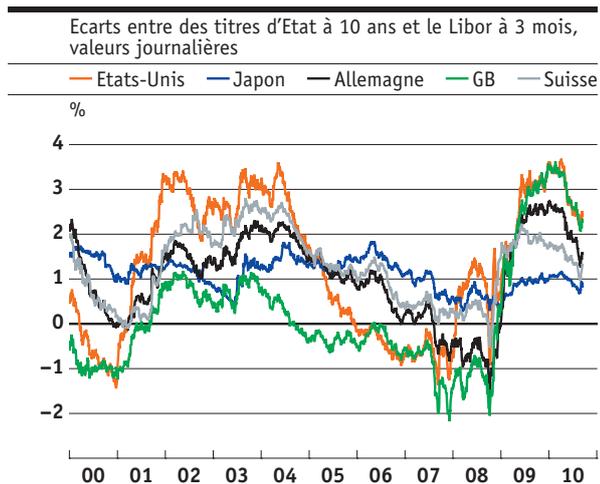
Graphique 3.5:  
Sources: BNS et Reuters.

Confédération suisse ont continué à fléchir. Le rendement des emprunts à dix ans, qui était de 1,55% mi-juin, a diminué pour s'inscrire à 1,07% fin août, soit son plus bas niveau sur une longue période. Par la suite, ce rendement a de nouveau augmenté, passant à 1,45% mi-septembre. Les taux à très court terme sur le marché monétaire ayant marqué une légère hausse durant la même période, la baisse des rendements des emprunts a entraîné un léger aplatissement de la courbe des taux d'intérêt (voir graphique 3.4). Pour la même raison, l'écart entre le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse et le Libor pour dépôts à trois mois a diminué quelque peu. Comme le graphique 3.6 le montre, cet écart (*term spread*) avait fondu après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, puis s'est rapidement creusé pour atteindre des niveaux historiquement élevés, étant donné le fort assouplissement de la politique monétaire vers la fin de 2008 et le début de l'année suivante. Il a diminué à partir de mai 2009. Mi-septembre, il était inférieur à sa moyenne à long terme.

### Diminution des écarts entre taux longs et taux courts à l'étranger

Au cours des trois derniers mois, le Libor pour dépôts à trois mois en euros a augmenté un peu plus fortement que celui des dépôts correspondants en francs, alors que celui des mêmes dépôts en dollars des Etats-Unis a marqué un repli. Ainsi, dans le domaine des taux d'intérêt à court terme, l'écart s'est réduit entre la zone dollar et la Suisse, mais creusé entre la zone euro et la Suisse (voir graphique 3.5). Du côté des durées plus longues, les rendements des emprunts d'Etat à dix ans à l'étran-

Graphique 3.6  
Ecart entre des taux d'intérêt



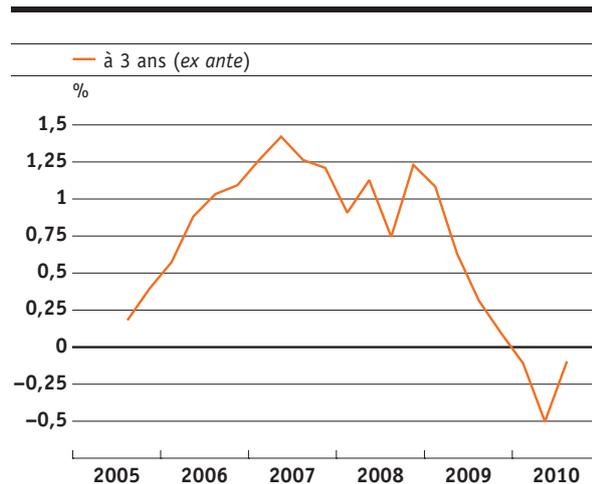
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

ger – ils servent de taux de référence – se sont encore repliés entre mi-juin et mi-septembre. Par conséquent, les écarts entre taux longs et taux courts ont continué à se resserrer à l'étranger. Le graphique 3.6 montre également que, même après ce nouveau resserrement, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont toujours, contrairement à la Suisse, des écarts entre taux longs et taux courts se situant à des niveaux relativement élevés.

### Taux d'intérêt réels toujours bas

Le taux d'intérêt réel influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il constitue par conséquent un indicateur de l'évolution que prendra la conjoncture. Le graphique 3.7 illustre le taux d'intérêt réel à trois ans. L'inflation attendue dans cette période est estimée à l'aide des prévisions tirées de divers modèles utilisés par la BNS. Au troisième trimestre 2010, le taux d'intérêt nominal des placements à trois ans ayant diminué un peu moins que l'inflation attendue, le taux réel à trois ans a légèrement augmenté par rapport au trimestre précédent. Il était toutefois encore dans la zone négative (-0,1%). Les taux réels étant à des niveaux historiquement bas, ils devraient avoir des effets stimulants sur la conjoncture.

Graphique 3.7  
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS.

## 3.2 Cours de change

### Fermeté du franc

Depuis décembre 2009, le dollar des Etats-Unis s'est continuellement revalorisé face à l'euro. Mi-septembre 2010, il avait toutefois perdu 5% vis-à-vis de l'euro depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de juin (voir graphique 3.8).

Ces trois derniers mois, le dollar s'est replié encore plus nettement vis-à-vis du franc (-11%). L'euro lui aussi a poursuivi son mouvement de baisse face au franc. Au cours des trois derniers mois, il a ainsi perdu 6% par rapport au franc.

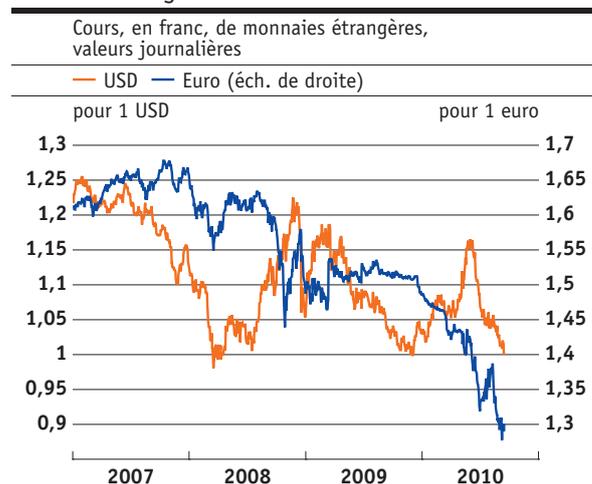
En août, la valeur extérieure du franc, pondérée par le commerce extérieur, a donc augmenté et dépassait, en termes nominaux, de 8% sa moyenne de l'année 2009 (voir graphique 3.9). A long terme, les fluctuations des cours de change nominaux compensent assez bien les écarts entre les taux d'inflation des zones monétaires. Ainsi, les monnaies de pays ayant des taux d'inflation relativement bas ont tendance à se revaloriser. La valeur extérieure du franc, en données réelles et pondérées par le commerce extérieur, se prête par conséquent mieux à des comparaisons, étant donné qu'elle ne marque aucune tendance à long terme. En juillet, la valeur extérieure du franc, en termes réels, était sensiblement au-dessus de sa moyenne historique.

### Resserrement des conditions monétaires

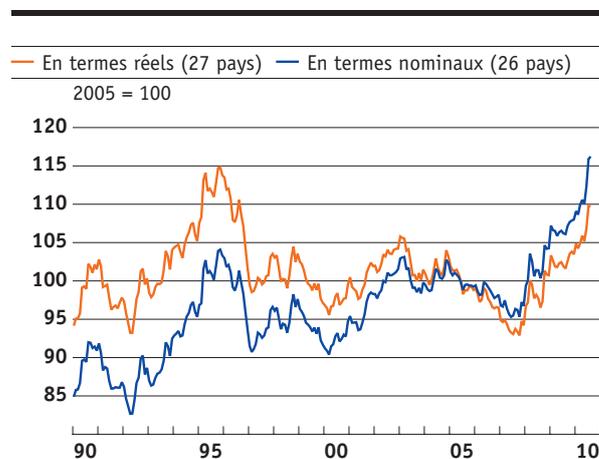
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui se base sur le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur du degré de rigueur de la politique monétaire. Il est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. Si l'indice évolue dans la zone positive (négative), il faut y voir un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir Bulletin trimestriel 1/2004, encadré inséré dans le rapport sur la politique monétaire, page 27).

L'ICM indiquait, mi-septembre 2010, un net durcissement des conditions monétaires (voir graphique 3.10). Cette évolution est due principalement à la revalorisation du franc, le Libor pour dépôts à trois mois en francs n'ayant augmenté que légèrement.

Graphique 3.8  
Cours de change



Graphique 3.9  
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Graphique 3.10  
Indice nominal des conditions monétaires



Graphiques 3.8 et 3.10:  
Source: BNS.

Graphique 3.9:  
Source: BRI.

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

#### Fluctuations sur les marchés des actions

Alors que l'indice européen Euro-Stoxx 50 a augmenté de 4% entre mi-juin et mi-septembre, l'indice américain S&P 500 et le Swiss Performance Index (SPI) sont restés stables. Ces indices se sont toutefois légèrement repliés depuis le début de l'année.

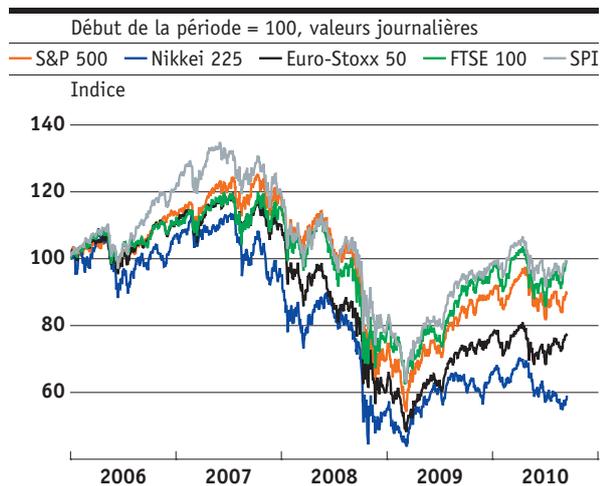
De fortes fluctuations de cours ont été observées ces trois derniers mois. Les marchés ont été surpris par les résultats, supérieurs aux attentes, des banques, mais aussi d'autres entreprises. En outre, les tests de résistance que les autorités de surveillance de l'UE ont mis sur pied pour contrôler la solidité du système bancaire ont eu des répercussions favorables sur les actions des banques européennes. D'un autre côté, quelques indicateurs macroéconomiques – notamment les récentes données afférentes au marché américain du travail – ont laissé entrevoir un ralentissement de la reprise économique.

La volatilité des cours des actions est un indice de l'incertitude régnant sur les marchés. Le graphique 3.13 présente la volatilité attendue pour les trente prochains jours, calculée au moyen du Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), et la volatilité effective, mesurée comme écart type annualisé des rendements mensuels du S&P 500. Ces deux indices restent supérieurs à leurs niveaux d'avant la crise.

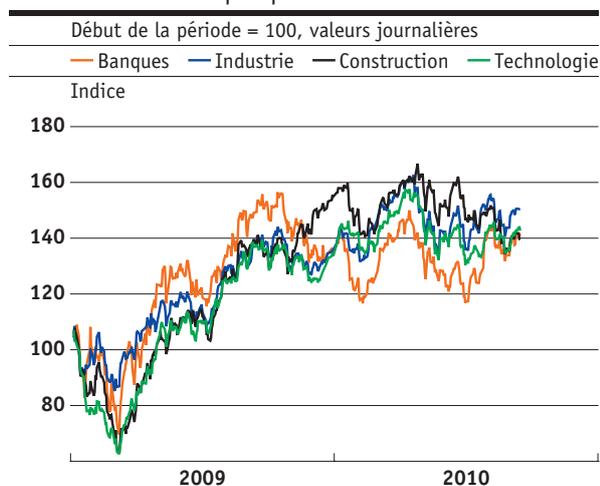
#### Evolutions divergentes des prix des matières premières

Généralement, les prix des matières premières augmentent dans les phases de faiblesse du dollar des Etats-Unis. Une telle corrélation a pu être observée une nouvelle fois entre mi-juin et mi-août. Des événements particuliers – conditions climatiques, autres facteurs ayant des répercussions sur les récoltes – influent eux aussi sur l'évolution des prix, en particulier dans le domaine des matières premières agricoles. Récemment, les incendies qui ont ravagé de vastes étendues en Russie et les inondations qui ont frappé d'autres régions du monde ont engendré des pressions à la hausse sur les prix des céréales surtout. Le prix du baril de pétrole a lui aussi augmenté, puis fléchi

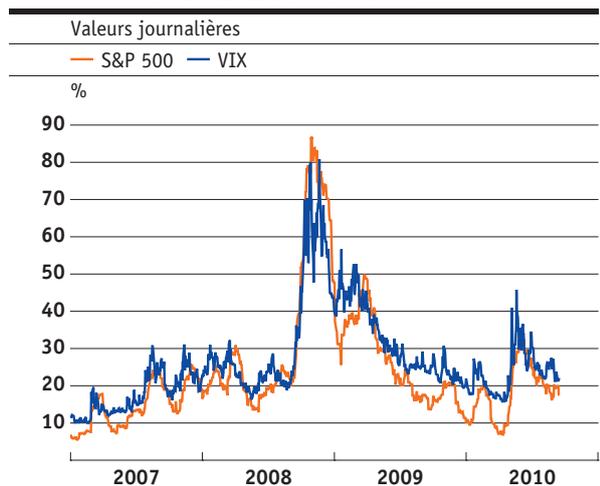
Graphique 3.11  
Cours des actions



Graphique 3.12  
SPI – Evolution de quelques branches



Graphique 3.13  
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.11:  
Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.12:  
Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.13:  
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

quelque peu; mi-septembre, il s'établissait à environ 78 dollars le baril, soit légèrement au-dessus de son niveau de mi-juin. Quant à l'or, il est resté une valeur refuge; en augmentation par rapport à mi-juin, le prix de l'onçe atteignait 1 270 dollars mi-septembre.

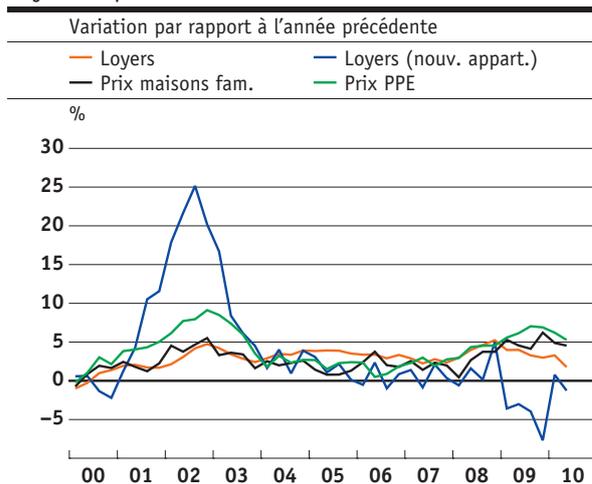
### Hausse des prix de l'immobilier

Entre le deuxième trimestre 2009 et la période correspondante de 2010, les loyers et les prix ont augmenté en termes nominaux. Les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 5,1%, et ceux des maisons individuelles, de 4,4%. Les loyers des appartements ont progressé de 1,8%. Ceux des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont quant à eux marqué une nouvelle fois un léger repli (-1,3%). Les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont enregistré une hausse de 6,2%. Enfin, les loyers des bureaux ont augmenté à un rythme nettement plus lent, soit de 0,8%.

L'activité dans le segment de la propriété du logement a atteint des taux de croissance relativement élevés ces derniers trimestres. Compte tenu du niveau historiquement bas des taux d'intérêt et de la vigoureuse expansion des prêts hypothécaires, cette évolution peut entraîner une accumulation de risques dans le secteur financier. Selon une enquête menée par la BNS auprès des principaux établissements de prêts hypothécaires en Suisse, certaines directives internes en matière d'octroi de crédits

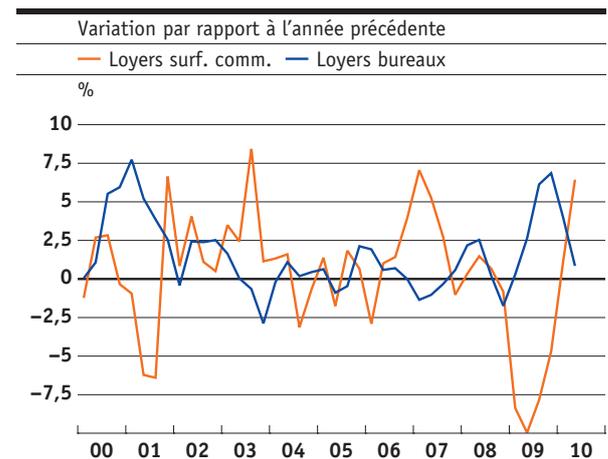
sont appliquées de manière peu conséquente et prudente. La concurrence plus âpre sur le marché hypothécaire peut accroître la propension des banques à prendre des risques et les amener à réduire leur marge d'intérêts, mais aussi à s'exposer à des risques plus élevés de taux d'intérêt et de crédit. Dans le domaine des prêts hypothécaires, le taux de défaillance pourrait sensiblement augmenter, en cas de hausse des taux d'intérêt en particulier, ce qui aurait des répercussions négatives sur la conjoncture en Suisse.

Graphique 3.14  
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Source: Wüest & Partner.

Graphique 3.15  
Loyers, en termes nominaux, des surfaces commerciales et des bureaux



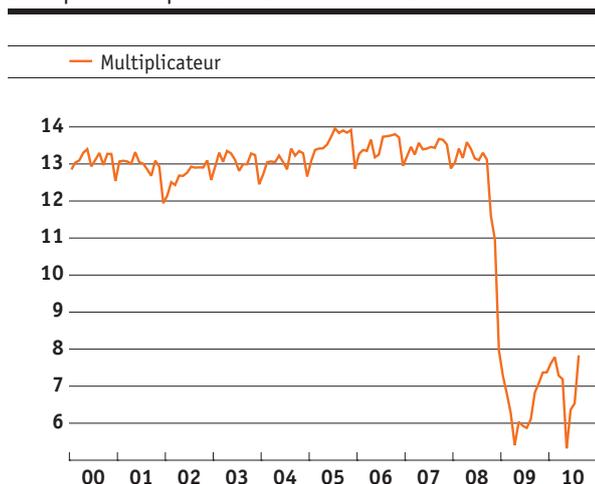
Source: Wüest & Partner.

### 3.4 Agrégats monétaires

#### Monnaie centrale à un niveau toujours élevé

Depuis la crise financière, la monnaie centrale, soit les avoirs en comptes de virement et les billets de banque en circulation, s'est fortement accrue. Avant la crise, les rapports entre la monnaie centrale et les agrégats monétaires au sens large étaient très stables, comme on peut le déduire de l'évolution du multiplicateur monétaire pour M3 (voir graphique 3.16). Ce multiplicateur correspond au quotient obtenu en divisant l'agrégat M3 par la monnaie centrale. Il montre dans quelle mesure les banques peuvent, en accordant des crédits sur la base des disponibilités qu'elles détiennent, multiplier la quantité de monnaie dans le public. A la suite de la crise financière, les banques ont détenu, par mesure de précaution, davantage de liquidités et se sont accordé moins de crédits entre elles. Il en a découlé un fort recul du multiplicateur monétaire, qui évolue depuis plus d'un an à un niveau très bas. Après la vive expansion de M0 en mai 2010, la BNS a résorbé des liquidités ces derniers mois, d'où une diminution de M0 et une hausse du multiplicateur.

Graphique 3.16  
Multiplicateur pour la masse monétaire M3

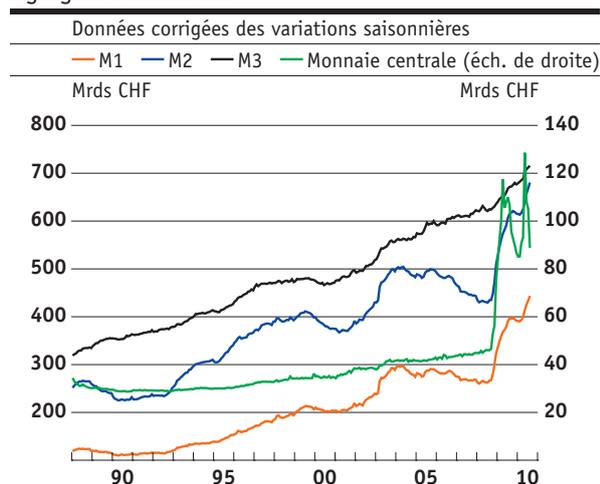


Source: BNS.

#### Expansion des agrégats monétaires au sens large

Les agrégats monétaires au sens large, à savoir M1, M2 et M3, ont récemment dépassé leur niveau tendanciel et se situent, depuis peu, nettement au-dessus de celui-ci, du fait de leur croissance persistante (voir graphique 3.17). Tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont fortement augmenté en 2003 notamment, puis se sont repliés à la suite de la hausse des taux d'intérêt. A partir de l'automne 2007, ces deux agrégats ont peu fluctué, ce qui concorde avec des taux d'intérêt à court terme relativement constants. Après les dernières baisses de taux d'intérêt, M1 et M2 se sont toutefois remis à croître vigoureusement. En août 2010, M1 et M2 dépassaient de respectivement 11,6% et 10,4% leur niveau du mois correspondant de l'année précédente. M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, a augmenté de 6,6% dans cette période (voir tableau 3.1).

Graphique 3.17  
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2008	2009	2009			2010		2010		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Juin	Juillet	Août
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>49,6</b>	<b>99,1</b>	<b>110,2</b>	<b>103,0</b>	<b>90,1</b>	<b>87,9</b>	<b>109,8</b>	<b>107,5</b>	<b>104,6</b>	<b>87,6</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	12,1	99,9	142,6	127,4	46,1	-5,4	-0,4	0,2	-4,3	-17,0
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>273,1</b>	<b>377,2</b>	<b>375,3</b>	<b>383,0</b>	<b>395,2</b>	<b>399,6</b>	<b>415,3</b>	<b>420,4</b>	<b>421,6</b>	<b>427,6</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	1,5	38,1	41,5	48,2	30,8	12,5	10,6	12,3	10,7	11,6
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>443,1</b>	<b>589,3</b>	<b>586,1</b>	<b>599,0</b>	<b>617,2</b>	<b>626,4</b>	<b>645,8</b>	<b>651,4</b>	<b>654,2</b>	<b>662,0</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-1,6	33,0	35,0	41,4	29,7	12,9	10,2	11,1	10,0	10,4
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>626,0</b>	<b>662,0</b>	<b>657,9</b>	<b>664,6</b>	<b>677,2</b>	<b>685,8</b>	<b>702,3</b>	<b>706,5</b>	<b>706,0</b>	<b>709,3</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	2,2	5,8	4,5	7,5	7,3	5,8	6,8	7,4	6,5	6,6

1 Définition 1995.

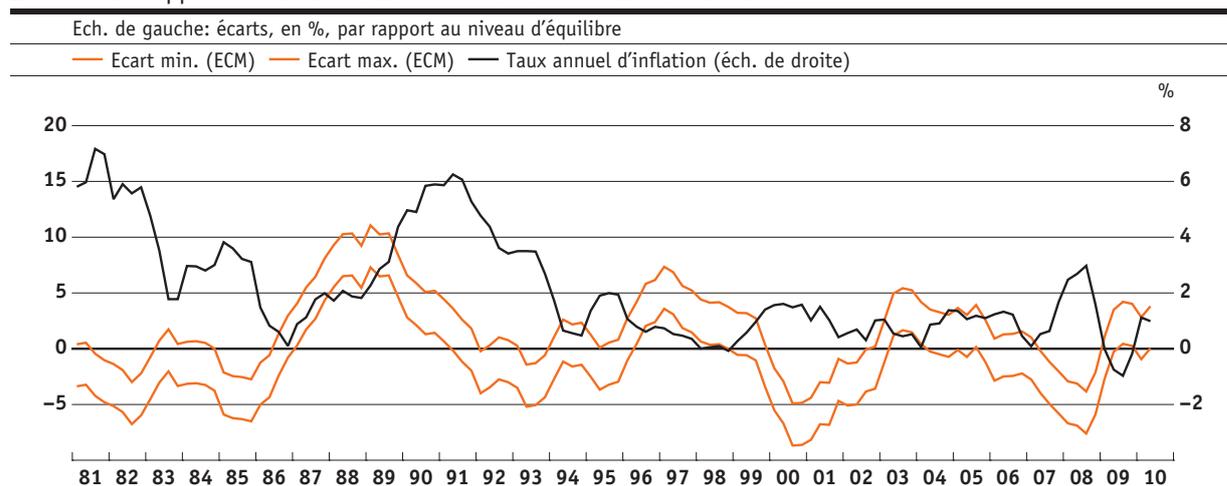
2 Niveau en milliards de francs.

3 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.

### **Taux d'inflation en hausse à moyen terme**

Pour identifier les risques d'inflation ou de déflation qui pourraient résulter d'une dotation excessive ou insuffisante de l'économie en liquidités, on cherche à déterminer s'il y a un excédent ou un déficit dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*). L'écart en pourcentage entre le niveau effectivement observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat indique un excédent de liquidités s'il est positif et un déficit s'il est négatif. Le niveau d'équilibre de M3 est estimé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie (voir «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33). Le graphique 3.18 indique les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Le graphique montre que le déficit dans l'approvisionnement en monnaie s'est comblé au deuxième trimestre 2009. Un excédent de monnaie se dessine actuellement, ce qui peut, selon cet indicateur, engendrer des pressions inflationnistes accrues à moyen terme.

### 3.5 Crédits

#### Accélération de la croissance des crédits

Au deuxième trimestre 2010, la croissance des crédits a atteint 4,2% par rapport à la période correspondante de 2009, marquant ainsi une accélération pour la troisième fois consécutive. Ce taux s'inscrit dans la ligne des résultats issus du Bank Lending Survey, une enquête sur les conditions de crédit que la BNS effectue chaque trimestre, depuis début 2008, auprès de 20 banques représentant plus de 80% du marché suisse. A partir du troisième trimestre 2009, cette enquête n'indique aucun resserrement des conditions d'octroi de crédits.

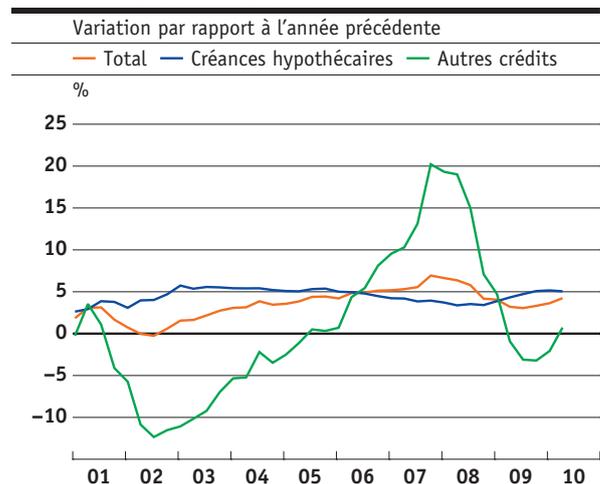
Eu égard au niveau toujours bas des taux d'intérêt, la croissance des prêts hypothécaires est restée élevée, soit à 5% environ. La vive expansion de l'ensemble des crédits est due avant tout aux autres crédits (voir graphique 3.19), lesquels ont augmenté pour la première fois depuis début 2009. Cet essor repose principalement sur les Autres crédits en monnaies étrangères, qui dépendent de l'évolution des importations.

Alors que les crédits accordés par les grandes banques sont demeurés stables depuis 2008, ceux des banques cantonales ont continué de croître. Cette progression est due notamment à un net accroissement des prêts hypothécaires octroyés par les banques cantonales; de leur côté, les grandes banques n'ont pas connu une telle évolution. Une constellation semblable avait été observée lors des récessions passées, au début de la décennie par exemple (voir graphique 3.20).

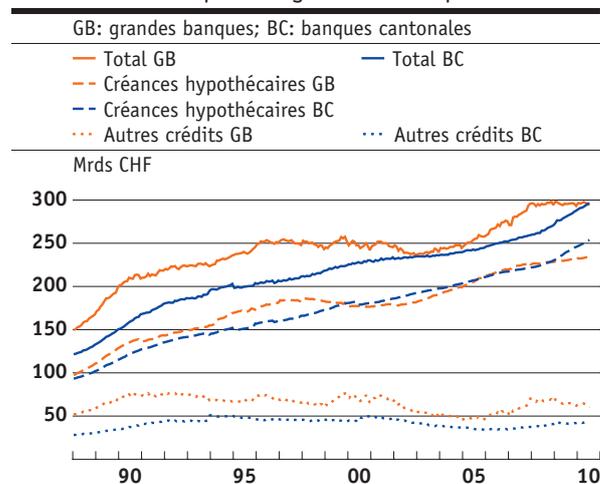
Au troisième trimestre 2010, les crédits aux ménages dépassaient de 26 milliards de francs (voir graphique 3.21), ou de 4,6%, le niveau observé un an auparavant. En particulier, les autres crédits aux ménages ont augmenté pour la première fois depuis 2008.

Quant aux crédits aux entreprises privées, ils ont progressé de 7,5 milliards de francs (+2,8%) dans le même temps, soit au même rythme qu'au trimestre précédent.

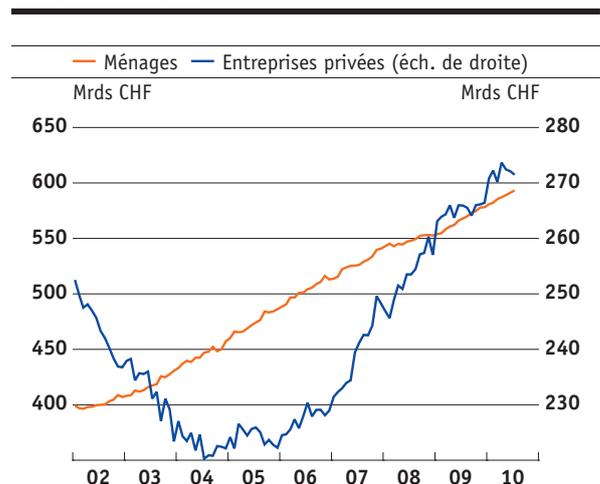
Graphique 3.19  
Evolution des crédits bancaires



Graphique 3.20  
Crédits bancaires par catégories de banques



Graphique 3.21  
Crédits bancaires



Graphiques 3.19, 3.20 et 3.21:  
Source: BNS.

## Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2008	2009	2009			2010		2010		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Mai	Juin	Juillet
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>5,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>
Créances hypothécaires <sup>1</sup>	3,5	4,5	4,3	4,7	5,1	5,2	5,1	5,1	5,0	4,9
dont ménages <sup>2</sup>	3,3	4,7	4,6	5,0	5,4	5,3	4,9	5,0	4,8	4,7
dont entreprises privées <sup>2</sup>	3,8	5,8	5,8	6,2	6,1	5,7	5,3	5,0	5,4	5,1
Autres crédits <sup>1</sup>	14,8	-0,7	-0,9	-3,1	-3,2	-2,1	0,7	2,5	-1,3	-2,4
dont gagés <sup>1</sup>	1,2	-5,4	-6,2	-7,2	-2,1	2,7	4,2	6,1	6,6	4,2
dont non gagés <sup>1</sup>	24,2	2,0	2,1	-0,8	-3,8	-4,4	-1,4	0,2	-6,1	-6,3
dont en francs suisses <sup>1</sup>	20,3	1,5	1,2	0,4	-1,7	-3,7	-2,1	-1,7	-3,4	-2,1
dont en autres monnaies <sup>1</sup>	-1,8	-10,0	-9,7	-16,5	-9,8	6,5	10,4	17,0	5,8	-3,3

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS.

## 4 Prévision d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leur influence maximale 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'un Libor à trois mois inchangé. Publiée chaque trimestre, la prévision d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs. La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte.

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

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, d'influences exogènes. C'est pourquoi la BNS fonde sa prévision d'inflation sur divers modèles dont plusieurs tiennent compte de l'environnement interna-

tional. Le scénario envisagé pour la conjoncture internationale correspond à l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 présente les principales hypothèses de ce scénario qui ont été retenues pour les prévisions de septembre et de juin 2010.

#### **Poursuite de la reprise mondiale à un rythme modéré**

Il ressort des données récentes que la reprise aux Etats-Unis et en Asie perd de sa vigueur. La BNS escompte désormais une croissance économique outre-Atlantique de 2,9% pour 2010 et de 2,6% pour 2011.

En Europe en revanche, la progression au deuxième trimestre 2010 s'est révélée plus forte que prévu. La croissance attendue pour 2010 a donc été revue à la hausse, soit à 1,6%. Le ralentissement aux Etats-Unis induit une baisse du taux d'inflation attendu pour 2010 et 2011. De même, l'inflation devrait rester modérée en Europe et se situer en deçà de 2%. Après la reprise des rachats de titres par la Réserve fédérale américaine, il est probable que la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis se fera encore attendre. Les incertitudes entourant les prévisions demeurent élevées, et les risques orientés à la baisse.

Le prix postulé pour le baril de pétrole est de 74 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 83 dollars. Le cours de l'euro fixé à 1,30 dollar tient compte de la récente appréciation de la monnaie européenne.

## 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 des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. La BNS – deuxième élément – résume chaque trimestre, sous la 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 la forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs. La marge de fluctuation lui offre une certaine souplesse et lui permet de réagir à des développements inattendus sur les marchés monétaire et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

## Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

<b>Septembre 2010</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB USA <sup>1</sup>	2,7	2,5	3,5
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,7	2,2	2,9
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollar <sup>2</sup>		1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		74	83
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>3</sup>		74	83

<b>Juin 2010</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB USA <sup>1</sup>	3,2	2,8	3,5
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,1	2,2	2,9
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollar <sup>2</sup>		1,25	1,25
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		72	83
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>4</sup>		81	93

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 16 septembre 2010.

4 Niveau, cours du 17 juin 2010.

Source: BNS.

## 4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire

La Banque nationale suisse (BNS) maintient sa politique monétaire expansionniste. Elle laisse inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

La reprise de l'économie mondiale se poursuit, bien qu'à un rythme un peu moins soutenu que ne le supposait la BNS lors de l'examen de juin. Depuis mi-2009, l'économie suisse s'est développée de façon plus dynamique que prévu. Pour 2010, la Banque nationale prévoit une progression d'environ 2,5%, en termes réels, du PIB. Cependant, pour la seconde moitié de 2010 et en particulier pour 2011, elle table désormais sur un net ralentissement de la croissance. Cette évolution reflète la forte revalorisation du franc et la perte de dynamisme de l'économie mondiale.

Les incertitudes qui pèsent sur le développement futur de l'économie mondiale restent élevées. La reprise conjoncturelle n'est pas encore durable, et les risques sont surtout orientés à la baisse. Si ceux-ci devaient se concrétiser et conduire à une nouvelle menace de déflation, la Banque nationale prendrait les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

Pour les trois prochaines années, la prévision d'inflation conditionnelle de la Banque nationale est inférieure à celle de juin. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25%, le renchérissement annuel moyen devrait s'élever à 0,7% en 2010, à 0,3% en 2011 et à 1,2% en 2012. Un renchérissement légèrement négatif, à titre temporaire, n'est pas à exclure début 2011. Il ressort de la prévision d'inflation que la politique monétaire expansionniste est actuellement appropriée, mais qu'elle recèle à long terme des risques pour la stabilité des prix.

### **Perspectives économiques internationales**

La reprise économique mondiale se poursuit à un rythme modéré. Aux Etats-Unis et en Asie, la croissance a ralenti au deuxième trimestre 2010. Simultanément, la conjoncture s'est nettement redressée dans la zone euro, stimulée par une demande étrangère vigoureuse et des cours de change favorables. La Banque nationale estime que la reprise se poursuivra, bien qu'à un rythme un peu moins soutenu, notamment dans les pays industrialisés. Elle a légèrement révisé à la baisse ses hypothèses de croissance en 2010 et 2011 pour les Etats-Unis et les économies émergentes d'Asie, et à la hausse ses hypothèses de croissance en 2010 pour les pays de la zone euro. Les incertitudes entourant les prévisions demeurent élevées, et les risques orientés à la baisse.

### **Perspectives économiques en Suisse**

D'après les données récemment révisées et publiées dans les comptes nationaux, la récession a été plus profonde que supposé jusqu'ici. En revanche, le PIB réel de la Suisse a crû à un rythme bien plus élevé que le potentiel de production entre le troisième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2010. Au cours de cette dernière période, la reprise s'est poursuivie de façon marquée dans l'industrie manufacturière, laquelle avait le plus souffert de la récession en 2009. Toutefois, d'autres secteurs ont également connu un dynamisme soutenu. Le regain d'activité a eu un impact positif sur le marché du travail. Tant le chômage que le chômage partiel ont continué de reculer. Par contre, la Banque nationale prévoit, pour le second semestre 2010 et début 2011, un net fléchissement de la croissance du PIB, en termes réels, dû à la forte revalorisation du franc et à la perte de dynamisme de l'économie mondiale. Pour 2010, la Banque nationale table désormais sur une progression d'environ 2,5%, en termes réels, du PIB. Cette prévision de croissance supérieure à celle du dernier examen de la situation économique et monétaire ne découle pas d'une nouvelle appréciation des perspectives conjoncturelles, mais avant tout d'une révision de la progression du PIB.

### **Evolution des conditions monétaires**

Les conditions monétaires sont caractérisées par des évolutions opposées. Les rendements des obligations de la Confédération demeurent à des niveaux très bas. Les rendements des obligations d'entreprises, les primes de risque de crédit et les taux d'intérêt appliqués aux crédits bancaires ont continué de diminuer.

Depuis l'examen de juin, le Libor à trois mois a légèrement progressé. Les liquidités demeurent importantes dans le secteur bancaire, et les encaisses monétaires détenues par les ménages et les entreprises sont en augmentation. Les taux de croissance des agrégats monétaires au sens large restent élevés. Ainsi, en août 2010, l'agrégat M2 a augmenté de 10,4% par rapport à son niveau d'août 2009, et M3, de 6,6%. Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc s'est fortement apprécié face à l'euro et au dollar des Etats-Unis.

Dans l'ensemble, les conditions monétaires sont un peu moins expansionnistes qu'elles ne l'étaient lors de l'examen de juin 2010.

Comme précédemment, les activités de crédit ont été intenses. L'enquête menée par la Banque nationale sur l'octroi de crédits bancaires a confirmé, au deuxième trimestre 2010, l'évolution déjà observée le trimestre précédent, à savoir que l'assouplissement du léger durcissement, signalé pendant la crise, des conditions d'octroi de crédits aux entreprises se poursuit. Du côté des prêts hypothécaires aux ménages, la plupart des banques indiquent que les conditions d'octroi restent inchangées et que la demande continue de croître. Par rapport à fin 2009, la croissance des prêts hypothécaires et des prix de l'immobilier a légèrement décéléré. Néanmoins, l'évolution du marché hypothécaire requiert toujours la plus grande vigilance de la part de la Banque nationale.

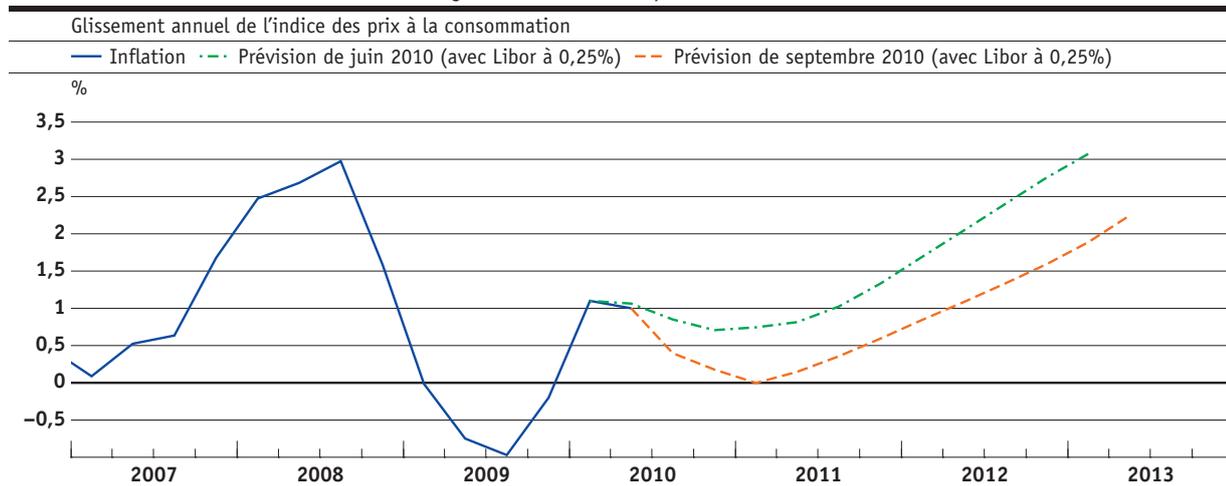
### **Graphique présentant la prévision de la BNS en matière d'inflation**

La courbe en tirets rouges indique la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle. Celle-ci porte sur la période allant du troisième trimestre 2010 au deuxième trimestre 2013. Elle présente les perspectives en matière d'inflation dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25% durant les trois prochaines années. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de juin; elle repose elle aussi sur un Libor à trois mois s'élevant à 0,25%.

La nouvelle prévision d'inflation est inférieure à celle de juin pour toute la période allant jusqu'en 2013. Cette évolution s'explique par la revalorisation du franc et la perte de dynamisme de l'économie mondiale. La prévision d'inflation est proche de zéro au premier trimestre 2011. Ce niveau reflète l'affaiblissement de l'effet de base lié au prix du pétrole et la baisse des prix des importations résultant des cours de change. Un renchérissement légèrement négatif, à titre temporaire, n'est pas à exclure début 2011. Il ressort de la prévision d'inflation que la politique monétaire expansionniste est actuellement appropriée, mais qu'elle recèle à long terme des risques pour la stabilité des prix.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation conditionnelles de juin 2010 et de septembre 2010



Source: BNS.

Inflation observée (septembre 2010)

Tableau 4.2

	2007				2008				2009				2010				2007	2008	2009	
	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.	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.	4 <sup>e</sup> trim.				
Inflation	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-0,20	1,10	1,00				0,7	2,4	-0,5

Prévisions d'inflation conditionnelles de juin 2010, avec Libor à 0,25%, et de septembre 2010, avec Libor à 0,25%

	2010				2011				2012				2013				2010	2011	2012	
	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.	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.	4 <sup>e</sup> trim.				
Prédiction de juin 2010, Libor à 0,25%	1,06	0,85	0,71	0,74	0,81	1,02	1,33	1,69	2,04	2,40	2,76	3,07						0,9	1,0	2,2
Prédiction de septembre 2010, Libor à 0,25%		0,40	0,18	0,00	0,15	0,36	0,59	0,84	1,08	1,33	1,60	1,89	2,25					0,7	0,3	1,2

Source: BNS.

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de septembre 2010

## Troisième trimestre 2010

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 avec 206 représentants de différentes branches économiques durant les mois de juillet et d'août 2010, sont résumés ci-après.

## Résumé

L'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie au troisième trimestre 2010. L'industrie manufacturière a enregistré la reprise la plus forte en comparaison annuelle. Une croissance reposant sur une large assise a également été observée dans la construction et dans le secteur des services. En conséquence, la demande de main-d'œuvre a progressé. Les entreprises sont un peu moins réservées qu'au deuxième trimestre quant à un éventuel accroissement des effectifs.

Ayant observé un renforcement de la demande, les interlocuteurs se sont déclarés confiants dans l'avenir proche. Les perspectives pour les prochains mois laissent présager une croissance positive des chiffres d'affaires dans les trois secteurs économiques, bien qu'un certain tassement soit attendu, en particulier pour l'industrie manufacturière. La sous-utilisation des capacités techniques de production de l'économie suisse devrait se réduire encore.

Malgré l'évolution favorable que la marche des affaires a connue, les craintes quant à la durabilité de la reprise économique mondiale ont persisté. D'une part, l'état des finances publiques au niveau international et ses possibles répercussions sur les marchés financiers et les marchés des changes ainsi que sur la demande agrégée dans les pays concernés sont source d'incertitudes. D'autre part, la politique monétaire fortement expansionniste menée à l'échelle mondiale comporte, de l'avis d'une partie des interlocuteurs, des risques d'inflation, et fait craindre un relèvement abrupt des taux d'intérêt.

Les réactions face à la revalorisation du franc ont été très contrastées selon les branches.

# 1 Marche des affaires

## Industrie

Au troisième trimestre, la situation économique de l'industrie manufacturière a continué de s'améliorer, bien que dans une mesure moindre qu'au trimestre précédent. En comparaison annuelle, les chiffres d'affaires ont généralement connu une forte augmentation. Ils ne sont restés inférieurs à ceux atteints un an auparavant que pour quelques entreprises seulement. Partant de niveaux très inégaux, l'industrie textile et l'habillement, la chimie, l'industrie pharmaceutique, l'industrie horlogère, la métallurgie ainsi que la construction de machines et d'équipements liée à l'automobile ont connu en un an une reprise supérieure à la moyenne. L'industrie des matières plastiques et la chimie de spécialités ont connu, elles aussi, un grand dynamisme.

La demande intérieure a continué à jouer un rôle de soutien important, celle provenant des pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud a été plus vive que la moyenne, et la demande de la zone euro a connu un essor, généré en particulier par le secteur automobile en Allemagne et en France.

Au cours des mois passés, les stocks de produits finis ont été fortement réduits. Comme au trimestre précédent, le niveau des stocks a été jugé adéquat dans toutes les branches. Les futures impulsions de la demande devraient donc continuer à se traduire par une hausse de la production.

## Construction

Partant d'un très bon niveau, la croissance dans la construction s'est raffermie. Les interlocuteurs ont fait état de chiffres d'affaires en nette augmentation en comparaison aussi bien avec ceux enregistrés un an auparavant qu'avec ceux obtenus au deuxième trimestre 2010. La croissance a essentiellement été stimulée par l'immobilier résidentiel et le second œuvre. Un nombre croissant d'interlocuteurs ont déclaré être préoccupés par les risques que la politique de taux bas fait peser sur le marché immobilier. Mais ils n'observent toujours pas de bulle à proprement parler.

## Services

Les chiffres d'affaires du secteur des services ont fortement progressé entre le deuxième et le troisième trimestre 2010, atteignant eux aussi un niveau nettement supérieur à celui observé il y a un

an. L'essor le plus important a été enregistré dans le secteur des technologies de l'information, où les chiffres d'affaires ont connu une hausse très marquée par rapport au trimestre précédent. Une croissance toujours vigoureuse des chiffres d'affaires a également été observée pour l'hôtellerie et la restauration, les bureaux d'ingénieurs et de conseil ainsi que dans le commerce de gros et de détail. Mais dans les régions frontalières, la faiblesse de l'euro s'est traduite par un renforcement du tourisme d'achat dans les pays voisins. L'évolution des chiffres d'affaires a été très hétérogène dans le secteur bancaire.

# 2 Utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production a continué à s'améliorer depuis le deuxième trimestre dans tous les secteurs et s'est rapproché du niveau jugé normal. Toutefois, il existe toujours des différences d'un secteur à l'autre.

La sous-utilisation des capacités a encore été légère pour l'ensemble de l'industrie manufacturière. Mais elle est restée marquée dans la chimie, l'industrie des machines et les entreprises de sous-traitance de l'industrie horlogère, en dépit de l'évolution favorable des affaires observée récemment dans ces secteurs. La situation dans la métallurgie a été assez hétérogène. Le taux d'utilisation des capacités a été qualifié de normal dans l'industrie des denrées alimentaires.

Dans le secteur de la construction, le taux d'utilisation des capacités techniques de production a poursuivi sa progression et est maintenant considéré comme élevé et nettement supérieur au niveau observé normalement en période de plein emploi. Aucune entreprise n'a présenté de taux d'utilisation des capacités insuffisant.

Dans le secteur des services, la sous-utilisation des capacités a continué à diminuer et a quasiment atteint le niveau normal. Le taux d'utilisation des capacités a été bon pour les bureaux d'ingénieurs et de conseil ainsi que pour les agents immobiliers. Dans le commerce de détail et la vente par correspondance, dans certains segments de l'hôtellerie ainsi que chez les voyageurs, l'utilisation des capacités a encore été insatisfaisante, malgré la forte progression des chiffres d'affaires. Une situation comparable a été observée dans le

secteur du placement du personnel et dans quelques banques.

### 3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, le redressement de la marche des affaires est allé de pair, ce trimestre également, avec un accroissement sensible de la demande de main-d'œuvre. La suppression des mesures de chômage partiel encore en vigueur s'est poursuivie, et quelques entreprises recourent de plus en plus à du personnel temporaire ou ordonnent des heures supplémentaires. Certaines ont recommencé à recruter des collaborateurs, de sorte que l'emploi a légèrement augmenté. Globalement, le niveau des effectifs paraissait répondre aux besoins des employeurs, alors qu'il avait été considéré au deuxième trimestre comme étant encore un peu trop élevé. Concernant la construction de machines et de machines-outils, un certain manque de main-d'œuvre a été signalé dans de rares cas. Par contre, la construction d'installations et appareils électriques a fait état d'effectifs plutôt trop élevés.

Dans le secteur de la construction aussi, la demande de main-d'œuvre a continué à croître. Parfois, des mesures transitoires telles que le recours à du personnel temporaire ont été prises pour compléter les effectifs. Certes, la plupart des entreprises consultées se sont déclarées satisfaites du niveau d'emploi actuel, mais, par rapport au deuxième trimestre, les interlocuteurs ont été plus nombreux à trouver les effectifs un peu justes.

Dans le secteur des services, le niveau de l'emploi était considéré comme adéquat dans l'ensemble, voire comme légèrement trop bas. Des besoins de recrutement ont surtout été signalés dans les technologies de l'information, les services financiers et dans les bureaux d'ingénieurs.

Globalement, le recrutement de nouveaux collaborateurs a été jugé, ce trimestre également, plus aisé que d'ordinaire. Cela ne s'applique ni à la construction, ni à l'industrie financière, qui font encore figure d'exception. Dans l'hôtellerie et la restauration aussi, il a été apparemment plus difficile qu'à l'accoutumée d'engager du personnel. D'une manière générale, trouver de la main-d'œuvre hautement qualifiée reste ardu.

Dans la plupart des branches industrielles, les coûts du travail par employé sont restés stables.

Par rapport aux données du trimestre précédent, la pression sur les salaires a même quelque peu diminué. L'industrie horlogère constitue à cet égard une exception, les salaires réels ayant progressé par rapport au troisième trimestre 2009. Dans les secteurs de la construction et des services – informatique, transports et commerce notamment – les salaires ont été légèrement orientés à la hausse comme au deuxième trimestre 2010. Cette tendance s'est renforcée dans la construction. Pour 2011, plusieurs entreprises envisagent d'augmenter les salaires réels, en particulier dans les branches industrielles dans lesquelles il existe un besoin de rattrapage.

### 4 Prix, marges et situation bénéficiaire

En soi, l'accroissement des volumes de production et des chiffres d'affaires a certes amélioré les marges bénéficiaires, car les frais fixes sont mieux absorbés. Toutefois, comme aux trimestres précédents, les marges dans l'industrie manufacturière ont été jugées beaucoup plus faibles que d'ordinaire; souvent, seul le lancement de nouveaux produits permet de les augmenter. A court terme, elles devraient rester sous pression. D'une part, les entreprises ne prévoient plus qu'une augmentation marginale des prix d'achat, ce qui reflète le refroidissement attendu de l'économie mondiale. La revalorisation du franc continuera à atténuer quelque peu ce phénomène. D'autre part, les prix de vente en francs devraient rester stables ou légèrement diminuer en raison d'une vive concurrence et de l'effet de taux de change. Dans plusieurs branches, des entreprises vont essayer çà et là d'imposer des augmentations de prix, qui ne pourront toutefois être réalisées que si les conditions propres aux entreprises et aux marchés le permettent.

Dans le secteur de la construction, les marges bénéficiaires sont considérées comme quasi normales, voire légèrement insuffisantes. Par rapport au trimestre précédent, l'appréciation de la situation est moins négative. Alors qu'une hausse des prix d'achat était escomptée au deuxième trimestre, c'est maintenant vers une stabilisation des prix que les attentes se sont déplacées. De même, les entreprises sont un peu plus nombreuses à avoir l'impression qu'elles pourront parvenir à des prix de vente plus élevés. La dépréciation de l'euro a en-

core accru la concurrence avec les entreprises étrangères, surtout allemandes.

Les interlocuteurs du secteur des services qualifient leurs marges bénéficiaires de normales à légèrement insuffisantes. Le résultat global a été influencé négativement par les marges d'intérêt nettement insatisfaisantes dans le secteur des banques, où la concurrence reste vive, notamment dans le domaine des prêts hypothécaires. Sont aussi considérées comme insuffisantes les marges bénéficiaires dans les agences de placement de personnel, les bureaux d'ingénieurs, dans certains établissements du commerce de gros et de détail, ainsi que dans l'hôtellerie.

## 5 Répercussions de la revalorisation du franc

Lors de l'enquête, les entreprises ont également été interrogées en juillet et en août 2010 sur le cours de change. Concernant l'impact de la revalorisation du franc sur la marche des affaires, elles ont été plus de la moitié à répondre n'avoir constaté aucun effet perceptible. Près d'un cinquième d'entre elles ont signalé un impact favorable. Pour un bon quart d'entre elles, les effets ont été légèrement, voire fortement, négatifs.

Les répercussions sont cependant très variables d'un secteur de production à l'autre. C'est l'industrie manufacturière qui a le plus souffert de la revalorisation du franc. Environ 60% des entreprises se sont exprimées en ce sens, en particulier celles actives dans la fabrication de produits en amont (produits chimiques, matières plastiques), dans l'industrie des biens d'équipement (fabrication d'installations électriques et larges pans de l'industrie des machines) et dans la métallurgie. Les effets négatifs ont, pour l'essentiel, consisté en une forte diminution des marges bénéficiaires et, dans une moindre mesure, en un recul des volumes de vente. Quant aux effets positifs, ils étaient surtout liés à des baisses des prix des importations et, en partie, à des coûts moins élevés pour les investissements.

Tant dans les services que dans la construction, la revalorisation du franc n'a eu aucun effet sur la grande majorité des entreprises. Jusqu'en été, même l'hôtellerie n'a signalé que des effets négatifs très limités.

## 6 Perspectives

Dans l'industrie manufacturière, l'amélioration du climat qui s'est amorcée dès le second semestre 2009 s'est poursuivie. Dans leur grande majorité, les entreprises prévoient un accroissement des chiffres d'affaires et une augmentation de l'utilisation des capacités de production. Du côté de l'emploi aussi, les perspectives pour les six prochains mois sont relativement positives, une légère progression de l'emploi étant attendue, alors qu'en début d'année, les interlocuteurs tablaient encore sur des effectifs inchangés. Le retour à une productivité accrue reste un objectif répandu.

Dans le secteur de la construction, les entreprises demeurent confiantes. Elles estiment que les chiffres d'affaires vont continuer d'augmenter légèrement. En ce qui concerne l'immobilier résidentiel et le second œuvre, elles s'attendent à ce que le taux d'utilisation des capacités se stabilise au niveau élevé enregistré actuellement. Seuls quelques rares interlocuteurs prévoient que le taux d'utilisation des capacités de production va continuer à progresser. Personne ne table sur un recul de celui-ci. L'emploi devrait connaître une légère hausse.

Dans le secteur des services, les prévisions se sont améliorées en ce qui concerne l'évolution des affaires au cours des six prochains mois. Dans les technologies de l'information, le commerce de gros et de détail, ainsi que dans le secteur de vente d'automobiles, les attentes relatives aux chiffres d'affaires sont particulièrement optimistes. La confiance est également perceptible chez les fournisseurs de services financiers, de même que dans l'hôtellerie et la restauration. Les interlocuteurs du secteur des services prévoient par conséquent une augmentation graduelle du taux d'utilisation des capacités techniques de production et une légère hausse de l'emploi.

Des incertitudes persistent toutefois pour les perspectives relatives à l'évolution de la conjoncture européenne, aux fluctuations possibles des taux de change et au niveau des taux d'intérêt. La situation serait nettement moins favorable si ces paramètres changeaient, et surtout s'ils le faisaient rapidement. De plus en plus nombreux, les articles de presse traitant d'une éventuelle récession en double creux provenant des Etats-Unis n'ont pas un effet rassurant et accroissent donc un peu les craintes qu'un scénario négatif pourrait devenir réalité. Pourtant, les plans d'investissement ont augmenté dans tous les secteurs par rapport au trimestre précédent. C'est le cas pour les investissements en biens d'équipement et en constructions. Mais ces dépenses d'investissement plus élevées reflètent surtout l'importance des besoins de renouvellement, plutôt que l'intention d'accroître les capacités de production existantes.



# SNB Working Papers: résumés

## Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?

**Martin Brown, Steven Ongena,  
Alexander Popov et Pinar Yesin  
Working Paper 2010-9**

L'étude effectuée sous le présent titre compare la demande et l'octroi de crédits en Europe orientale à la situation en Europe occidentale en prenant pour base des données recueillies auprès de 8 000 entreprises de 20 pays différents. Elle montre qu'en Europe orientale, les entreprises ont plus souvent besoin de crédits, mais demandent moins souvent des prêts qu'en Europe occidentale. En Europe orientale, le taux d'entreprises renonçant à demander un prêt est plus élevé qu'en Europe occidentale car les petites firmes financièrement opaques sont plus réticentes à solliciter un crédit. La présence de banques étrangères dans les pays d'Europe orientale contribue également à ce phénomène. Il découle de ces constatations que la faiblesse du nombre de crédits bancaires contractés par les entreprises en Europe orientale n'est due ni à un besoin moindre dans ce domaine, ni à la réticence des banques à accorder davantage de prêts. Elle est apparemment imputable avant tout au fait que les entreprises, pourtant solvables, n'osent pas soumettre de demandes de crédit. Cette situation donne à penser qu'une transparence accrue dans les conditions d'octroi de crédits et les modalités correspondantes pourrait améliorer l'accès au crédit, notamment dans les pays caractérisés par une forte présence de banques étrangères.

## The business cycle implications of reciprocity in labor relations

**Jean-Pierre Danthine et André Kurmann  
Working Paper 2010-10**

Les modèles d'équilibre général intertemporel stochastique (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) qui comprennent des contrats de prix et de travail nominaux reproduisent les propriétés principales des cycles d'activité avec une précision surprenante. Ils sont donc utilisés de plus en plus souvent pour des analyses de politique monétaire. Les contrats de travail nominaux sont souvent perçus comme un élément déterminant pour la performance de ces modèles. Cependant, les modèles standard de contrats de travail nominaux restituent la rigidité salariale par un processus à forme réduite selon lequel une partie des travailleurs sont empêchés de réoptimiser leurs exigences salariales lorsqu'ils disposent de nouvelles informations. En revanche, le présent document propose un modèle de fixation des salaires basé sur la réciprocité dans les relations de travail. Il en analyse les implications sur le cycle d'activité dans un cadre DSGE moderne. Dans l'ensemble, le modèle évalué reproduit étonnamment bien la dynamique empirique de modèles VAR. L'existence du partage des rentes permet notamment au modèle de reproduire la réaction lente de l'inflation après un choc de politique monétaire en même temps que la chute de l'inflation à la suite d'un choc technologique neutre. Il s'agit là d'une différence intéressante par rapport aux modèles basés sur des contrats de travail nominaux, qui ne parviennent normalement pas à reproduire ces comportements de l'inflation, comportements observés en analysant d'abondantes données relatives aux Etats-Unis.

## Momentum in stock market returns: Implications for risk premia on foreign currencies

**Thomas Nitschka**  
**Working Paper 2010-11**

Lorsque les rendements du marché des actions sont élevés (faibles), ils le restent normalement dans un proche avenir. Ces rendements sont d'ordinaire considérés comme une mesure du risque systématique. De ce fait, les rendements du marché des actions enregistrés par le passé devraient fournir des indications non seulement sur les rendements du marché des actions à l'avenir, mais aussi sur les rendements d'autres titres financiers. Cette hypothèse est analysée dans le présent document. Ainsi, des portefeuilles de devises sont constitués selon le point de vue d'un investisseur des États-Unis et compte tenu des rendements du marché des actions réalisés par le passé dans différents pays. Les investissements dans des monnaies de pays ayant un marché des actions aux rendements passés élevés se révèlent aujourd'hui plus importants que les investissements dans des monnaies de pays ayant un marché des actions aux rendements passés faibles. Les fluctuations que les rendements de ces portefeuilles de devises subissent à la longue s'expliquent par le fait que les investisseurs sont exposés à des coûts de refinancement qui varient avec le temps. Il est plus difficile d'expliquer la dispersion transversale de ces rendements. Plusieurs facteurs de risque de change proposés récemment se révèlent inopérants dans ce domaine, car il n'y a apparemment pas de rapport entre ces facteurs de risque et les composantes – stimulées par des risques macroéconomiques – des rendements de portefeuilles de devises.

## Macroeconomic and interest rate volatility under alternative monetary procedures

**Petra Gerlach-Kristen et Barbara Rudolf**  
**Working Paper 2010-12**

Pendant la crise financière de 2007–2008, la profondeur et la volatilité des écarts entre les taux d'intérêt ont considérablement augmenté. Le présent article étudie comment le choix du taux d'intérêt utilisé par la politique monétaire pour définir ses cibles influe sur la volatilité de l'inflation, sur l'écart de production et sur la courbe de rendement. Il analyse trois régimes de politique monétaire, reposant chacun sur un taux d'intérêt différent: deux taux du marché pour des opérations d'échéance à respectivement un et trois mois, et un taux en principe sans risque utilisé pour les pensions de titres à un mois. Dans les trois régimes considérés, la politique monétaire agit par le biais du taux d'un mois appliqué aux pensions de titres. Comme il ressort du modèle fortement simplifié proposé ici, choisir pour taux cible un taux du marché monétaire permet généralement de réduire les fluctuations des variables macroéconomiques. Cette conclusion vaut aussi bien lorsque la banque centrale poursuit une politique discrétionnaire que lorsqu'elle s'engage à appliquer la règle optimale dans sa politique monétaire, et aussi bien en période de calme qu'en temps de turbulences financières. Quant à savoir quel taux du marché mène aux meilleurs résultats, celui qui porte sur des opérations d'échéance à un mois ou à trois mois, la maturité du taux utilisé pour la courbe IS est déterminante.





## Maintien de la politique monétaire expansionniste

Le 16 septembre 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de maintenir sa politique monétaire expansionniste. Elle a donc laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, elle a annoncé qu'elle prendrait les mesures nécessaires pour garantir la stabilité des prix si les risques orientés à la baisse devaient se concrétiser et conduire à une nouvelle menace de déflation.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Droits d'auteur/Copyright®**

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

**Limitation de la responsabilité**

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La clause de non-responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2010

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Prix**

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

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

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

**Langues**

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

**Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en  
allemand:**

www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)

français:

www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)

anglais:

www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

**Internet**

www.snb.ch