

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Décembre 4/2010 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>Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises</b>
56	<b>SNB Working Papers: résumés</b>
62	<b>Chronique monétaire</b>
64	<b>Table des matières, 28<sup>e</sup> année, 2010</b>



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

En Suisse, la croissance de l'économie est restée robuste au troisième trimestre 2010. A l'exception du secteur financier, les principales branches économiques ont créé une valeur ajoutée supérieure à celle obtenue au trimestre précédent, si bien que le produit intérieur brut (PIB) est à peine moins élevé que le potentiel de production.

La Banque nationale table, pour 2011, sur une progression du PIB d'environ 1,5%, contre une estimation d'environ 2,5% pour 2010. La demande intérieure devrait continuer à soutenir la croissance. Par contre, le commerce extérieur ne fournira guère d'impulsions majeures compte tenu du franc fort et du dynamisme modéré de la conjoncture dans les principaux pays partenaires. Les incertitudes qui pèsent sur le développement futur de l'économie suisse restent élevées, d'autant plus que les retombées de la crise financière et économique continueront à se faire sentir.

Le 16 décembre, 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 avec des représentants de différentes branches de l'économie, l'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie en octobre et en novembre, à un rythme légèrement moins soutenu. Presque tous les secteurs de l'économie considèrent que l'utilisation des capacités de production est désormais normale, voire bonne. Les attentes pour les prochains mois laissent entrevoir une croissance toujours positive des chiffres d'affaires, malgré un certain tassement, en particulier dans la construction et, dans une moindre mesure, dans les services.

### **Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises (page 50)**

En octobre et en novembre, les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont interrogé des représentants d'entreprises de tous les secteurs de l'économie nationale au sujet des cours de change. Les réponses révèlent que l'impact de la revalorisation du franc a été très variable selon les différents secteurs économiques: 45% des entreprises ont signalé des retombées négatives sur la marche de leurs affaires, 42% n'ont remarqué aucun effet sensible et les 13% restants ont évoqué des répercussions positives. Par rapport à l'enquête similaire effectuée en juillet et en août 2010, la part des entreprises confrontées à un impact négatif est nettement plus élevée; elle avait été alors de 28%. Une ventilation par secteurs montre que les entreprises affectées par la revalorisation du franc sont le plus souvent issues de l'industrie manufacturière.

### **SNB Working Papers (page 56)**

Résumés de sept SNB Working Papers: Raphael Auer, *Consumer heterogeneity and the impact of trade liberalisation: How representative is the representative agent framework?*, SNB Working Paper 2010-13; Tommaso Mancini Griffoli et Angelo Rinaldo, *Limits to arbitrage during the crisis: Funding liquidity constraints and covered interest parity*, SNB Working Paper 2010-14; Jean-Marc Natal, *Monetary policy response to oil price shocks*, SNB Working Paper 2010-15; Kathrin Degen et Andreas M. Fischer, *Immigration and Swiss house prices*, SNB Working Paper 2010-16; Andreas M. Fischer, *Immigration and large banknotes*, SNB Working Paper 2010-17; Raphael Auer, *Are imports from rich nations deskilling emerging economies? Human capital and the dynamic effects of trade*, SNB Working Paper 2010-18; Jean-Pierre Danthine et John B. Donaldson, *Executive compensation: A general equilibrium perspective*, SNB Working Paper 2010-19.

# Rapport sur la politique monétaire

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

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles jusqu'au 16 décembre 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
27	2.6 Perspectives économiques
26	<i>Inflations sous-jacentes traditionnelles et <b>dynamic factor inflation</b></i>
28	3 Evolution monétaire
28	3.1 Evolution des taux d'intérêt
31	3.2 Cours de change
32	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
34	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	<i>La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire</i>

## 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 décembre 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 15 décembre 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 décembre 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre 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 maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

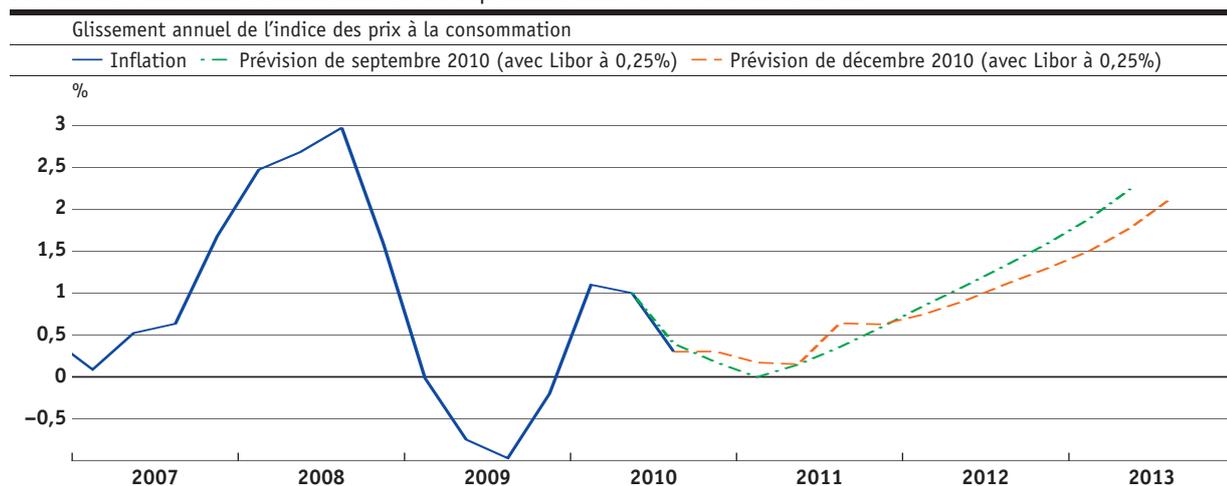
En Suisse, l'activité économique a connu une croissance robuste au troisième trimestre 2010, mais le tassement des exportations, notamment, laisse augurer un net ralentissement de l'expansion les prochains trimestres. C'est pourquoi la Banque nationale table sur une progression du PIB d'environ 1,5% pour 2011, contre environ 2,5% en 2010.

La politique monétaire déploie son action dans un contexte de grandes incertitudes. Les inquiétudes au sujet de la stabilité dans la zone euro ont de nouveau engendré des tensions sur les marchés financiers. Aussi le franc suisse s'est-il de nouveau apprécié. Si ces tensions devaient se ren-

forcer et peser sur l'évolution économique de cette zone, l'économie suisse en serait également affectée. La Banque nationale prendrait les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix si une menace de déflation devait apparaître.

La prévision d'inflation conditionnelle, qui repose sur un Libor à trois mois constant, montre qu'il n'existe, à court terme, aucun danger pour la stabilité des prix. Cependant, son évolution ascendante signale que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être menée jusqu'à la fin de l'horizon de prévision sans menacer la stabilité des prix à long terme. La prévision d'inflation conditionnelle pour 2012 et 2013 s'inscrit légèrement en dessous de celle de septembre. Cette correction est due notamment aux perspectives conjoncturelles plus défavorables pour l'Europe par rapport au dernier examen de la situation économique et monétaire. Pour 2011, la prévision d'inflation se situe très légèrement au-dessus de la précédente du fait principalement d'une hausse du prix du pétrole.

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



Source: BNS.

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

Inflation annuelle moyenne en %	2010	2011	2012
Prévision de septembre 2010, Libor à 0,25%	0,7	0,3	1,2
Prévision de décembre 2010, Libor à 0,25%	0,7	0,4	1,0

Source: BNS.

# 1 Environnement international

Le redressement de l'économie mondiale s'est poursuivi au cours des derniers trimestres sous l'effet d'une politique économique expansionniste et d'une conjoncture très soutenue dans les pays émergents. Par contre, la croissance s'est nettement ralentie au troisième trimestre dans la zone euro, même si l'évolution favorable de l'économie en Allemagne contraste avec l'expansion modeste des pays à la périphérie de la zone euro.

Les indicateurs avancés laissent présager une poursuite du redressement conjoncturel. La reprise sera cependant faible en comparaison historique. Les récentes turbulences sur les marchés financiers devraient ralentir l'activité dans la zone euro, et les effets persistants de la crise immobilière et financière continueront probablement de freiner la progression du PIB aux Etats-Unis. Des impulsions positives pour la croissance mondiale devraient par contre émaner, à l'avenir également, du dynamisme soutenu de la conjoncture dans les pays émergents.

La Banque nationale a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale, et ce principalement pour l'Europe en 2011 et en 2012. L'évolution de la conjoncture mondiale est toujours entachée de fortes incertitudes, et les risques demeurent orientés à la baisse.

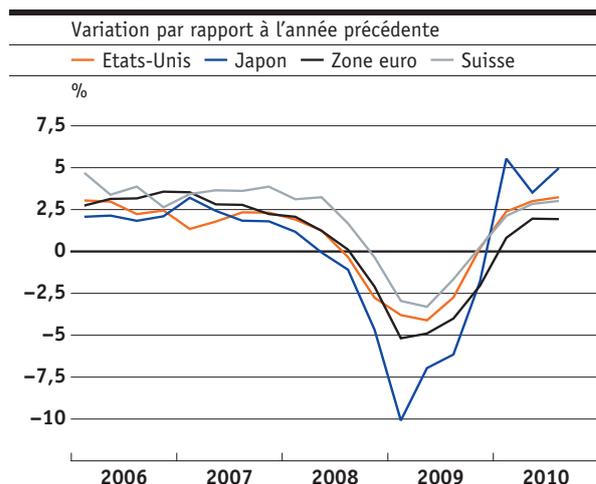
## Lente reprise aux Etats-Unis

L'économie des Etats-Unis a progressé à un rythme un peu plus soutenu au troisième trimestre (2,5%) qu'au trimestre précédent (1,7%). De fait, le PIB a presque retrouvé son niveau d'avant la récession. L'écart de production est néanmoins resté important.

La croissance au troisième trimestre a été favorisée par l'augmentation des dépenses des ménages, l'accumulation des besoins en investissements de remplacement et un relèvement plus marqué des stocks. La demande supplémentaire a toutefois été couverte en majeure partie par une hausse des importations. Par ailleurs, les investissements dans la construction de logements ont enregistré un net recul après l'expiration des crédits d'impôt accordés aux acquéreurs d'un logement. La reprise du marché du travail est toujours aussi lente. Bien que l'emploi dans le secteur privé et la moyenne d'heures de travail effectuées aient poursuivi leur progression, le taux de chômage a augmenté pour s'inscrire à 9,8% en novembre.

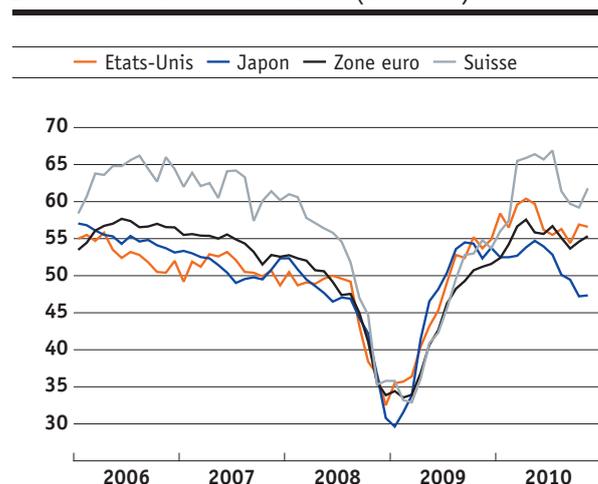
Les données économiques actuelles confirment la persistance de problèmes structurels, en raison desquels la reprise devrait rester modérée au cours des prochains trimestres. Sur le marché immobilier résidentiel, la situation est toujours tendue. Les mesures prises par le gouvernement n'ont pas réussi à réduire durablement l'offre excédentaire de logements vacants. Néanmoins, la

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.

hausse des demandes de nouveaux prêts hypothécaires laisse présager une stabilisation, à un faible niveau, des investissements dans la construction de logements. Les perspectives de consommation sont elles aussi modérées. Les ménages ont des difficultés à accéder aux crédits et s'efforcent par ailleurs de réduire leurs dettes. Les entreprises profitent certes de bons résultats et de coûts de financement et salariaux peu élevés, mais l'incertitude qui entoure les perspectives conjoncturelles les dissuade d'augmenter leurs capacités techniques et leurs effectifs.

La BNS table sur une croissance de 2,8% aux Etats-Unis pour 2010 et de 2,6% pour 2011. Elle s'attend à une légère accélération de l'activité macro-économique vers la mi-2011. Si les deux chambres du Congrès devaient approuver le compromis fiscal négocié début décembre entre le président Obama et les représentants du parti républicain, les prévisions de croissance pour 2011 devraient être revues à la hausse.

### Faible croissance trimestrielle dans la zone euro

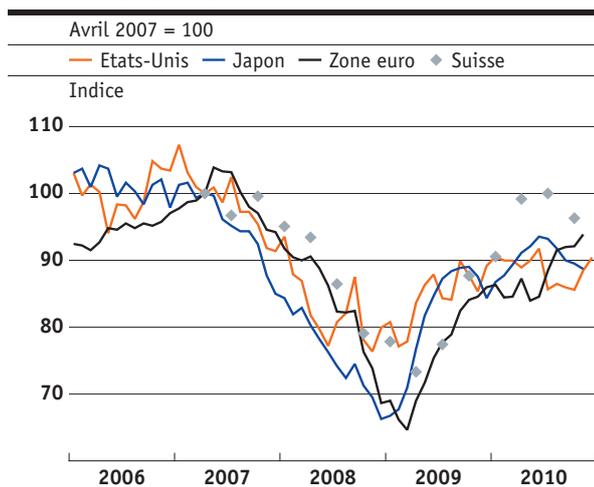
Dans la zone euro, la reprise économique a quelque peu perdu de sa vigueur après le dynamisme du premier semestre. Le PIB a ainsi crû de 1,5% au troisième trimestre, contre 4% au trimestre précédent. Ce tassement s'explique par la stagnation de la formation de capital fixe et des mouvements de

stock. La demande intérieure finale a toutefois continué de croître à un rythme modéré, et les exportations ont poursuivi leur redressement. La relance des exportations a entraîné une hausse de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie et une amélioration des attentes des entreprises. Dans ce contexte, la demande de crédits s'est quelque peu redressée elle aussi.

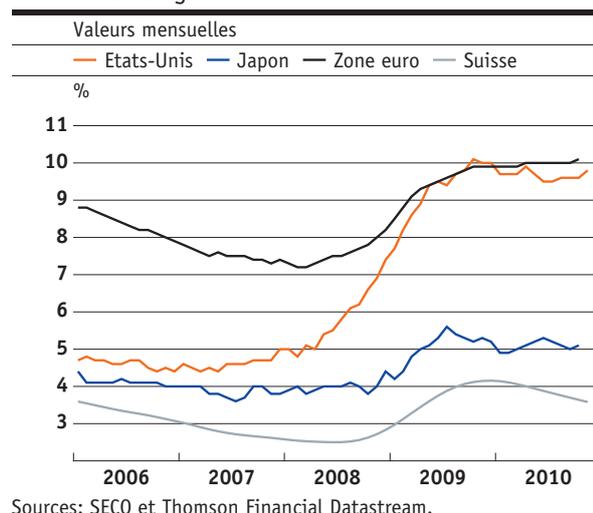
Le quatrième trimestre a de nouveau clairement montré que les difficultés nées de la crise financière n'ont pas encore été surmontées. Les primes de risque sur les emprunts d'Etat de différents pays de la zone euro sont ainsi reparties à la hausse dès la mi-2010. La situation a atteint son paroxysme en novembre avec la montée de l'incertitude concernant la santé des banques irlandaises. La réévaluation des perspectives des finances publiques à long terme qui en a résulté s'est traduite par une forte augmentation des rendements des titres d'Etat irlandais. Ceux-ci ont par instants dépassé de six points les rendements correspondants des obligations d'Etat allemandes à dix ans. Pour détendre la situation et limiter le risque de propagation aux pays connaissant des problèmes similaires, l'Union européenne et le FMI ont adopté fin novembre un plan d'aide prévoyant des lignes de crédit de 67,5 milliards d'euros.

D'après les indicateurs avancés, la croissance économique devrait rester modérée dans la zone euro. Pour 2010, la BNS table sur une croissance

Graphique 1.3  
Climat de consommation



Graphique 1.4  
Taux de chômage



du PIB de 1,7%. Pour 2011, elle a revu ses prévisions de 0,3 point à la baisse pour les fixer à 1,7% également.

### Reprise toujours volatile au Japon

Au Japon, le PIB a crû de 4,5% au troisième trimestre, après avoir progressé de 3% au trimestre précédent. La croissance a été en partie soutenue par des facteurs extraordinaires tels que les ventes élevées de véhicules à faible consommation d'énergie dont les ménages ont fait l'acquisition en prévision de la fin des subventions étatiques. Depuis le début de la reprise il y a un peu plus d'un an, le PIB japonais a regagné les deux tiers du terrain perdu durant la récession. Les dépenses de consommation privée et les exportations (ces dernières ayant profité de la forte demande en provenance des économies émergentes d'Asie) ont été les principaux soutiens.

Après avoir été robuste au troisième trimestre, la croissance devrait marquer une pause à court terme, en raison d'un recul de la consommation privée et d'un affaiblissement de la dynamique des exportations et des investissements. Sous l'effet de l'appréciation du yen et du refroidissement de la conjoncture à l'étranger, la production industrielle et les exportations ont perdu de leur vigueur dès la mi-2010, entraînant une légère dégradation du moral des entreprises. Les bonnes perspectives de croissance de la demande en provenance des pays

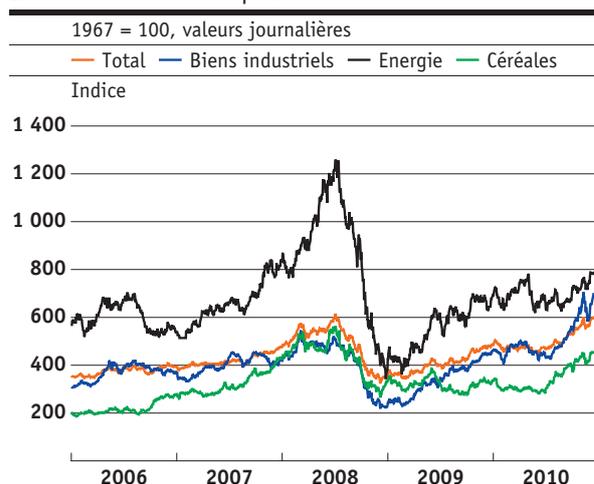
asiatiques, les besoins en investissements de remplacement, les conditions de financement favorables et les récentes impulsions émanant du plan de relance décidé à l'automne 2010 laissent cependant à penser que la reprise économique se poursuivra.

En raison de la révision de certaines données et de la vivacité inattendue de la croissance au troisième trimestre, la BNS table à présent sur une croissance du PIB japonais de 4,3% pour 2010, contre 3% en septembre. Pour 2011, elle s'attend à une croissance de 1,7%, soit un niveau légèrement supérieur à ses prévisions de septembre.

### Poursuite du redressement des économies émergentes d'Asie

La conjoncture est restée robuste dans les économies émergentes d'Asie. En comparaison annuelle, le PIB de la Chine a crû de 9,6% au troisième trimestre, contre 10,3% au deuxième trimestre. Après s'être tassée au premier semestre 2010, la demande intérieure a repris de l'élan, notamment grâce au secteur privé qui a continué de gagner en importance face au secteur public. Cette évolution reflète d'une part la croissance de la consommation privée du fait de la hausse des revenus disponibles, et d'autre part la réduction progressive des projets d'infrastructure étatiques. Compte tenu des mesures de relance inscrites au budget 2010 – qui continuent de produire leurs effets – et du redressement manifeste de la conjonc-

Graphique 1.5  
Indices des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

ture industrielle et des exportations, les perspectives pour la Chine sont favorables.

Dans les économies à vocation exportatrice que sont la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour, la croissance du PIB s'est légèrement ralentie. Pour la première fois depuis le début de la reprise, elle a affiché, au troisième trimestre, un niveau inférieur à son potentiel estimé. Tandis que la contraction de la demande étrangère et les mouvements de stocks ont freiné la croissance du PIB, la demande intérieure finale est restée forte dans l'ensemble, notamment grâce aux effets stimulants de la politique monétaire et budgétaire expansionniste et au nouveau recul du chômage. En raison de la normalisation progressive de la politique monétaire, de l'affaiblissement des impulsions découlant des mesures budgétaires et du tassement de la demande dans les grands pays industrialisés, la croissance du PIB dans les économies émergentes d'Asie devrait cependant être plus faible en 2011 qu'en 2010.

### Renchérissment modéré

Suite à la hausse du prix des matières premières, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation a augmenté dans toutes les régions du monde (graphique 1.6). L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, est quant à elle restée faible.

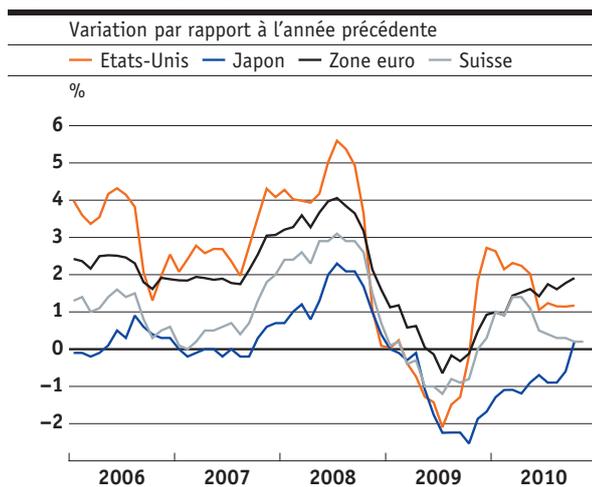
Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel s'est maintenu à 1,2% entre juillet et octobre. La

hausse des prix de l'énergie a compensé le recul de l'inflation sous-jacente, laquelle est passée de 0,9% à 0,6%. Dans la zone euro, l'inflation annuelle s'est accrue dans la même période, passant de 1,7% à 1,9%. Cette évolution s'explique là aussi principalement par le renchérissement des matières premières. Les effets inflationnistes des fluctuations des cours de change et le relèvement de la TVA dans certains Etats membres de l'Union européenne ont également joué un rôle. L'inflation sous-jacente a crû légèrement pour s'établir à 1,1%. En raison de la hausse des prix de l'alimentation et de l'augmentation de l'impôt sur le tabac, le renchérissement annuel au Japon a retrouvé une valeur positive (0,2%), pour la première fois depuis décembre 2008; l'inflation sous-jacente est cependant restée négative (-0,8%). En Chine, en revanche, le renchérissement annuel a gagné plus d'un point de pourcentage pour atteindre 4,4%, soit un niveau nettement supérieur à celui des Etats-Unis, des pays de la zone euro et du Japon. L'inflation sous-jacente n'a toutefois progressé que faiblement, pour s'établir à 1,3%.

### Tendances divergentes dans la politique monétaire

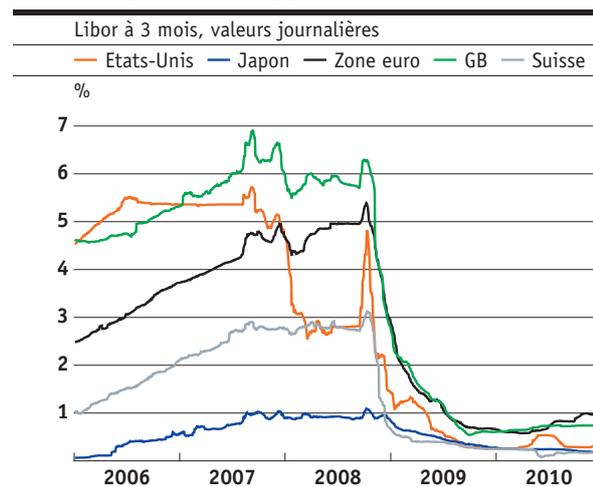
Les banques centrales des grands pays industrialisés ont maintenu leur politique expansionniste en matière de taux d'intérêt (graphique 1.9) et pris de nouvelles mesures extraordinaires d'assouplisse-

Graphique 1.6  
Prix à la consommation



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

Graphique 1.7  
Taux d'intérêt à court terme



Source: Thomson Financial Datastream.

ment. La Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) a laissé inchangée, à 0%–0,25%, la marge de fluctuation de son taux directeur. En réponse à la faible inflation et au chômage élevé, elle a annoncé en novembre son deuxième programme d'achat de titres de grande ampleur depuis la crise financière. Elle prévoit ainsi d'acquérir des bons du Trésor américain pour une valeur de 600 milliards de dollars d'ici juin 2011, afin de tirer les taux d'intérêt à long terme vers le bas. Les montants issus des remboursements de titres arrivés à échéance doivent en outre continuer d'être réinvestis dans des titres d'Etat à plus long terme.

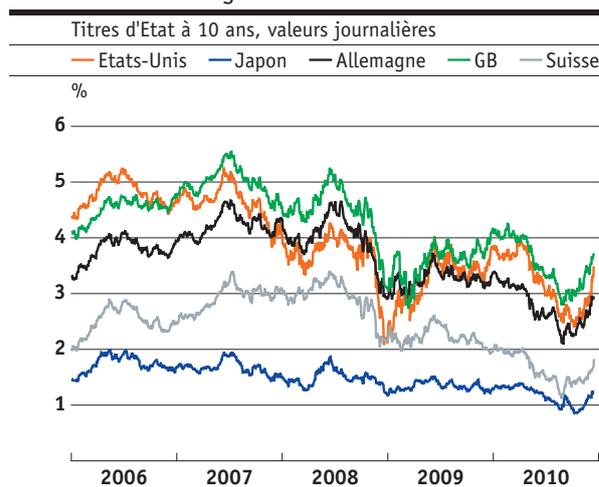
La Banque centrale européenne (BCE) a laissé inchangé à 1% son principal taux de refinancement. Elle a par ailleurs décidé de prolonger ses offres de liquidités illimitées aux banques jusqu'au premier trimestre 2011. Les achats de titres que la BCE réalise dans le cadre de son programme pour les marchés de titres lancé en mai 2010 se sont intensifiés en novembre et en décembre, après être restés très modestes entre mi-juillet et octobre.

Pour la première fois depuis six ans et demi, la banque centrale du Japon est intervenue sur le marché des changes afin de contrer l'appréciation

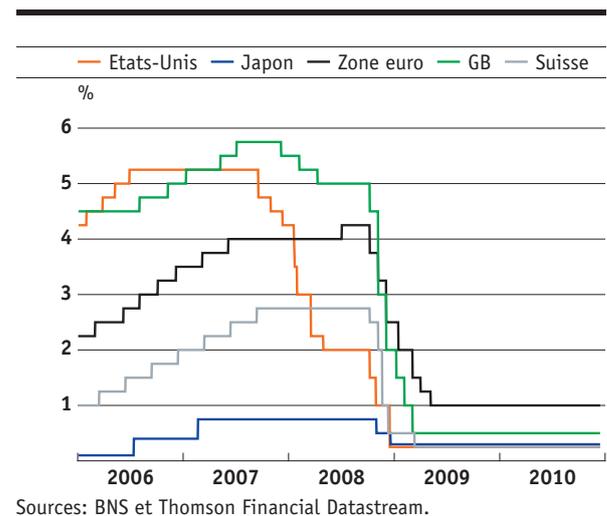
du yen. Elle a par ailleurs abaissé inopinément en octobre son taux de l'argent au jour le jour en ramenant la fourchette correspondante à 0%–0,1%. Elle entend maintenir sa politique de taux zéro tant que les prix continueront de baisser. De plus, elle a l'intention d'acquérir des actifs pour un montant de 5 000 milliards de yens supplémentaires afin de faire baisser les taux du marché.

Contrairement aux grands pays industrialisés, les économies émergentes d'Asie ont durci leur politique monétaire. La banque centrale de Chine a ainsi augmenté ses taux directeurs pour la première fois depuis décembre 2007 et a de nouveau relevé le taux des réserves obligatoires des banques. De plus, elle a laissé le yuan s'apprécier légèrement face au dollar des Etats-Unis. Depuis que la Chine a renoué, fin juin, avec le régime de taux de change flottant contrôlé, le yuan a gagné environ 3% face au dollar. Les banques centrales d'autres économies émergentes d'Asie ont également durci leur politique monétaire afin de réagir aux pressions inflationnistes accrues, qui se traduisent par une utilisation des capacités de production supérieure à la moyenne, ainsi qu'à la hausse des prix sur le marché immobilier.

Graphique 1.8  
Taux d'intérêt à long terme



Graphique 1.9  
Taux d'intérêt officiels



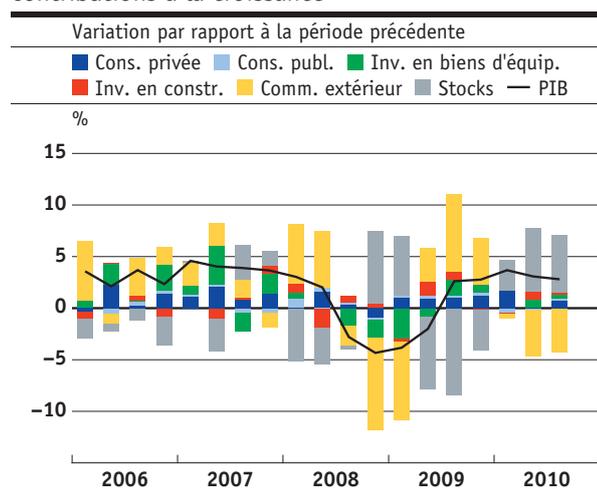
## 2 Evolution économique en Suisse

La normalisation de la performance économique s'est poursuivie au troisième trimestre. Comme le montrent les estimations trimestrielles du SECO, l'activité économique a conservé une croissance robuste, qui reposait de nouveau sur une large base. Toutes les branches importantes ont contribué à cette progression, à l'exception du secteur financier, dont la création de valeur a été inférieure à celle du trimestre précédent.

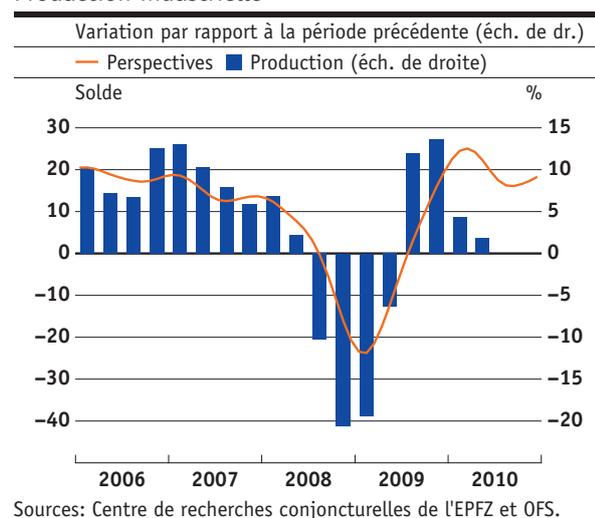
La situation sur le marché du travail s'est encore améliorée au troisième trimestre. L'emploi a augmenté tandis que le taux de chômage a baissé. L'écart de production s'est certes de nouveau réduit, mais il demeure négatif, ce qui reflète principalement la sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre. Bien que l'utilisation des capacités techniques soit bonne aujourd'hui, la pression à la hausse sur les prix est restée faible dans l'économie réelle.

La croissance économique devrait s'affaiblir ces prochains trimestres, en raison surtout de l'affaiblissement du dynamisme de la conjoncture internationale et du franc fort.

Graphique 2.1  
Contributions à la croissance



Graphique 2.2  
Production industrielle



## 2.1 Produit intérieur brut

### Croissance économique solide

D'après les estimations provisoires du SECO, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 2,8% au troisième trimestre, contre 3,1% au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, la hausse par rapport au troisième trimestre 2009 a été de 3%. Les services aux entreprises, le commerce et l'industrie manufacturière, domaines dont la création de valeur s'est respectivement accrue de 10,2%, de 7,6% et de 3,9%, ont largement contribué à la progression du PIB au troisième trimestre 2010. La construction (3,8%) et le secteur Transports et communications (5,4%) se sont également renforcés. Le secteur financier, dont la création de valeur a baissé tant pour les banques (-8,5%) que pour les assurances (-4,5%), constituait la seule exception notable.

L'évolution du PIB et de ses composantes (tableau 2.1) montre que la formation de capital fixe et la consommation privée progressent à un rythme modéré. Par contre, les exportations de ser-

vices, qui sont soumises à de fortes fluctuations, ont enregistré un recul important, alors que les achats de services à l'étranger ainsi que les importations et les exportations de biens (hors objets de valeur) sont demeurés stables dans l'ensemble. Le fait que la constitution de stocks s'est intensifiée a visiblement beaucoup contribué à la croissance, comme l'indique dans le tableau 2.1 la différence entre la demande intérieure et la demande intérieure finale (cette différence tient toutefois également compte d'erreurs de mesure).

Le SECO révisé les estimations des trimestres précédents lors de chaque nouvelle estimation trimestrielle du PIB. Les adaptations sont cette fois modestes et ne modifient guère la courbe représentant l'évolution de la conjoncture. Les estimations relatives à la création de valeur de trois secteurs (industrie manufacturière, banques, administration publique) ont été revues à la baisse pour les deux premiers trimestres 2010. Par conséquent, le PIB n'a retrouvé son niveau d'avant la récession qu'au troisième trimestre 2010, et non au deuxième.

### PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2006	2007	2008	2009	2008				2010			
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	1,6	2,3	1,3	1,0	-1,6	1,7	1,5	1,7	2,1	3,0	0,2	1,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	0,3	1,7	1,6	-1,8	2,0	2,9	2,1	2,8	-4,0	-1,0	1,6
Formation de capital fixe	4,7	5,1	0,5	-4,9	-6,8	-16,2	2,3	11,6	2,9	-0,5	7,4	2,6
Construction	-1,4	-2,3	0,0	3,0	5,1	-3,8	15,2	8,0	-1,8	-1,0	8,2	1,5
Biens d'équipement	10,1	11,1	0,8	-10,8	-14,7	-25,2	-7,6	14,9	7,0	-0,1	6,8	3,6
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>
Exportations totales	10,3	9,6	3,3	-8,7	-29,3	-20,6	-7,0	31,4	9,2	13,0	7,0	-11,6
Biens	11,1	8,4	2,6	-11,5	-34,8	-25,4	-4,1	22,2	10,0	23,9	1,7	-4,7
Sans objets de valeur <sup>1</sup>	11,2	8,3	2,1	-11,1	-32,9	-24,0	-3,5	17,7	15,1	12,3	2,1	-0,7
Services	8,4	12,8	4,8	-2,0	-14,6	-8,6	-13,0	53,7	7,6	-7,8	19,8	-25,3
<b>Demande globale</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>0,8</b>
Importations totales	6,5	6,1	0,3	-5,4	-17,5	-3,2	-16,3	14,9	5,4	10,1	19,9	-3,8
Biens	7,8	5,1	-0,5	-8,3	-24,1	-5,0	-21,2	18,5	3,1	21,5	17,1	-4,1
Sans objets de valeur <sup>1</sup>	7,4	6,7	-1,0	-8,5	-21,4	-8,9	-21,5	21,2	2,1	19,6	18,8	-1,3
Services	0,6	11,2	3,9	8,1	19,2	5,8	6,2	2,0	15,2	-25,2	32,0	-2,5
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>

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

Source: SECO.

## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

### Recul des exportations

Pour la première fois depuis la fin de la récession, la reprise vigoureuse des exportations a subi un revers au troisième trimestre. Tandis que les exportations de biens ont pratiquement stagné, comme au deuxième trimestre, celles des services ont fortement chuté. Dans l'ensemble, les exportations de biens et de services (hors objets de valeur) ont fléchi de 9,3%, après avoir affiché une hausse de 7,5% au trimestre précédent.

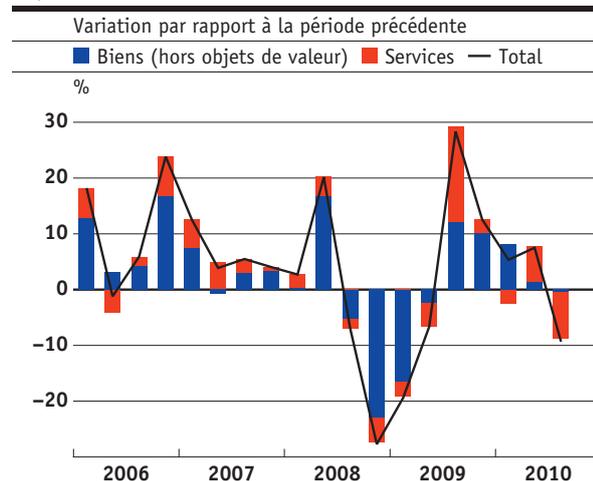
Les exportations de biens de la plupart des principales branches industrielles ont évolué faiblement. Celles de produits chimiques et pharmaceutiques ont même baissé, alors que les livraisons d'instruments de précision, de montres et d'articles de joaillerie ont augmenté. La répartition selon les débouchés révèle surtout un recul de la demande en provenance d'Europe. Les livraisons vers les pays exportateurs de pétrole ont également fléchi, tandis que les exportations vers l'Asie ont considérablement progressé.

La chute des exportations de services tenait, en premier lieu, au fléchissement des recettes nettes issues du commerce de transit, qui s'étaient fortement accrues au trimestre précédent. De plus, les exportations de services financiers ont continué à régresser en raison des turbulences persistantes sur les marchés financiers. Les exportations dans le secteur du tourisme ont, en revanche, augmenté quelque peu malgré l'appréciation du franc.

L'enquête réalisée dans le secteur industriel par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indique une légère dégradation du niveau de commandes dans l'économie d'exportation. Les entreprises interrogées demeuraient néanmoins prudemment optimistes dans l'évaluation des perspectives ultérieures. Les exportations de biens se sont d'ailleurs un peu accrues en octobre. Dans l'ensemble, le développement des exportations devrait demeurer faible ces prochains mois, eu égard au franc fort et à l'affaiblissement du dynamisme mondial.

Graphique 2.3

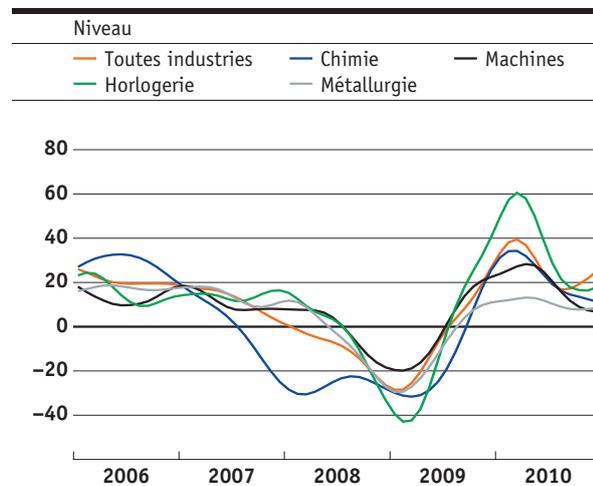
Exportations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.4

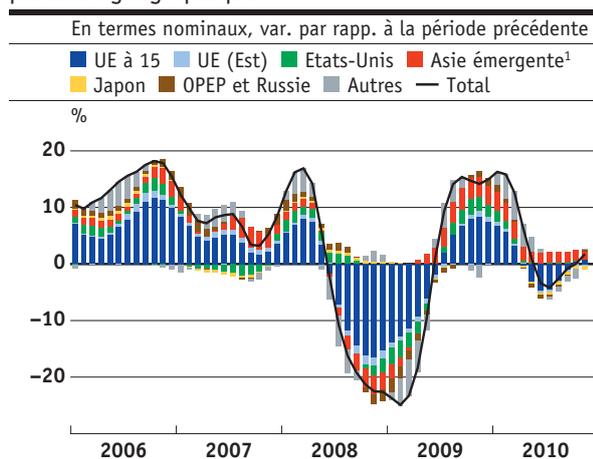
Entrées de commandes attendues



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.5

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



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

### Niveau élevé des investissements en constructions

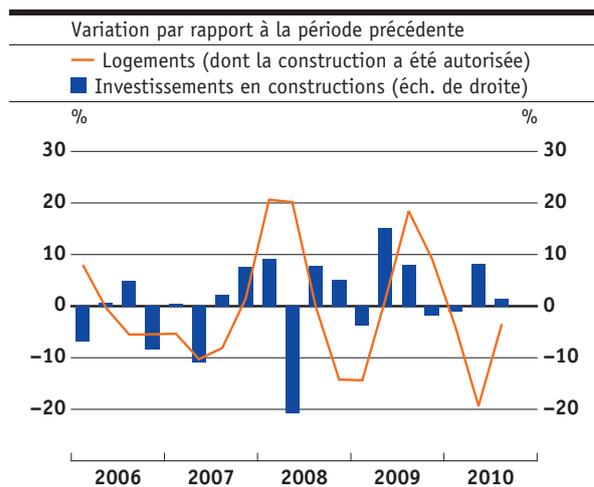
Les investissements en constructions n'ont progressé que légèrement au troisième trimestre (1,5%), mais ils conservent un niveau élevé. D'après les enquêtes de la Société Suisse des Entrepreneurs, le génie civil notamment a affiché un résultat solide. La construction de logements, stimulée par la faiblesse des taux d'intérêt et par l'immigration, est elle aussi restée robuste.

Les indicateurs avancés laissent présager une solide conjoncture dans la construction ces prochains trimestres, malgré le recul du nombre de permis de construire pour les appartements. Les réserves de travail sont élevées, et les entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ ont annoncé des problèmes de capacité croissants.

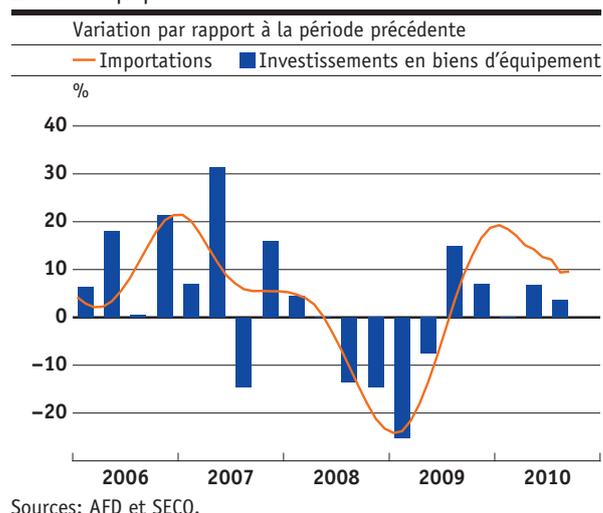
### Modeste reprise des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 3,6% au troisième trimestre; leur niveau reste donc inférieur à celui d'avant la récession. Les indicateurs avancés laissent présager des taux de croissance modestes au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.6  
Constructions



Graphique 2.7  
Biens d'équipement



### Croissance moyenne de la consommation

Après avoir stagné au deuxième trimestre, la consommation privée s'est accrue de 1,3% au trimestre suivant et affichait de nouveau une croissance proche de la moyenne. La ventilation de cette progression montre une hausse de la demande pour les biens de consommation courante comme pour les biens de consommation durables. En comparaison, l'évolution de la consommation de services était faible, en particulier dans le secteur de la santé.

Les indicateurs relatifs à la consommation privée au dernier trimestre 2010 laissent présager une croissance toujours robuste. Le climat de consommation s'est toutefois légèrement dégradé: lors de l'enquête réalisée en octobre par le SECO, les réponses aux questions concernant l'évolution de la situation économique reflétaient un scepticisme un peu plus important que trois mois auparavant. La majorité des personnes interrogées tablaient cependant sur une nouvelle amélioration de la situation économique.

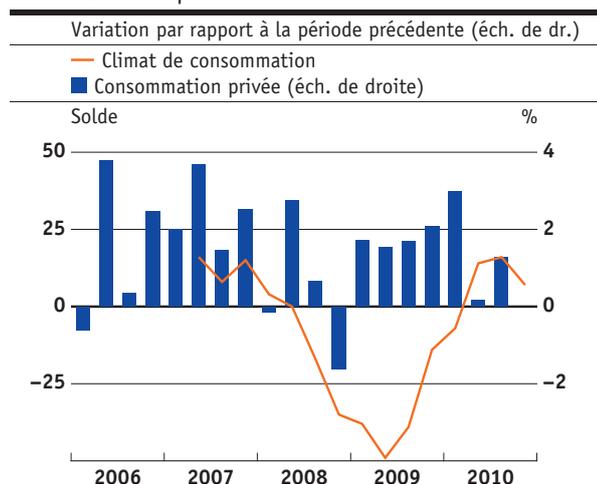
### Stagnation des importations à un niveau élevé

Les importations de biens et de services sont restées pratiquement inchangées au troisième trimestre (-1,5%, hors objets de valeur). Au trimestre précédent, elles avaient progressé de 21,4%, principalement en raison d'importations exceptionnellement élevées d'ornements en or provenant du Vietnam. Le fait que les importations de tels ornements ont à nouveau été très élevées explique, pour l'essentiel, le quasi-maintien, au troisième trimestre, du haut niveau des livraisons en provenance de l'étranger.

Pour ce qui est des marchandises, la reprise des importations de biens de production, tels que des machines et des métaux, s'est considérablement affaiblie. Les importations de produits chimiques (produits pharmaceutiques en majorité) ont de nouveau reculé. Soutenus par le franc fort, les achats de vêtements, de biens d'ameublement et de produits alimentaires à l'étranger ont, en revanche, augmenté de manière parfois considérable.

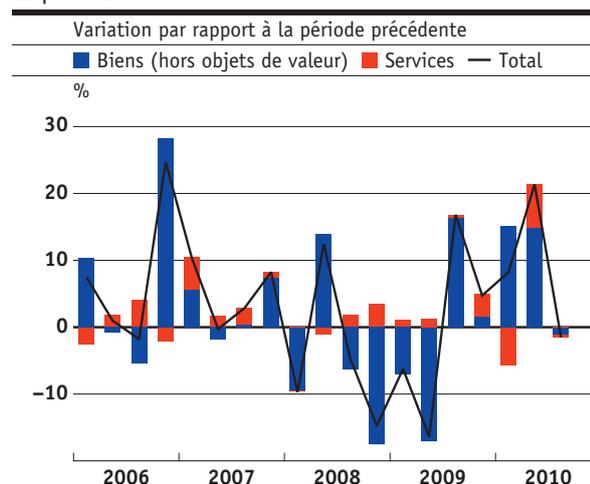
Les importations de services ont un peu fléchi au troisième trimestre, en raison surtout des dépenses très volatiles dans le domaine des licences et brevets, qui ont de nouveau baissé après une hausse au trimestre précédent. Les voyages à l'étranger, qui sont comptabilisés comme des importations dans le secteur du tourisme, ont pour leur part bénéficié de l'appréciation du franc et se sont encore sensiblement accrues.

Graphique 2.8  
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.9  
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Hausse modérée de l'emploi

L'emploi a progressé au même rythme au troisième trimestre qu'au deuxième. Le nombre de travailleurs et le volume de travail, mesuré en équivalents plein temps, ont augmenté respectivement de 1,1% et de 1%, dépassant ainsi le niveau atteint par chacun avant la récession.

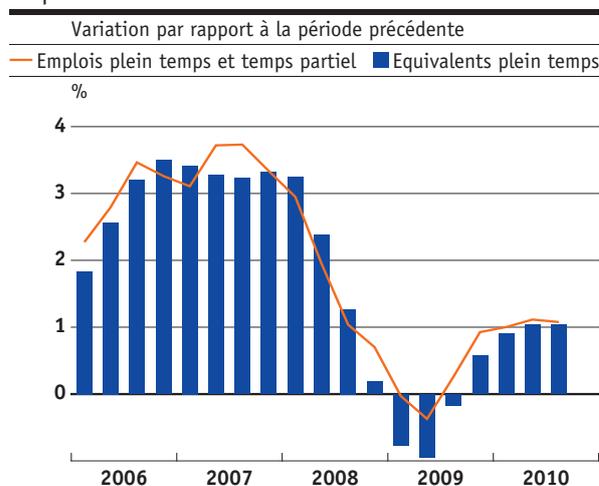
L'évolution de l'emploi par secteur est demeurée hétérogène: dans l'industrie, qui avait réduit substantiellement les postes de travail à la suite de la récession, l'emploi est reparti pour la première fois à la hausse au troisième trimestre. Il a également augmenté dans les services et la construction, qui affichaient déjà une expansion au cours des tri-

mestres précédents, mais son rythme de croissance s'est ralenti dans ce dernier secteur. L'administration publique et le secteur Information et communication comptent parmi les branches de services où le taux de croissance de l'emploi progresse. Ce taux s'est affaibli dans le commerce et le secteur de la santé, tandis que l'hôtellerie et la restauration ont supprimé des postes.

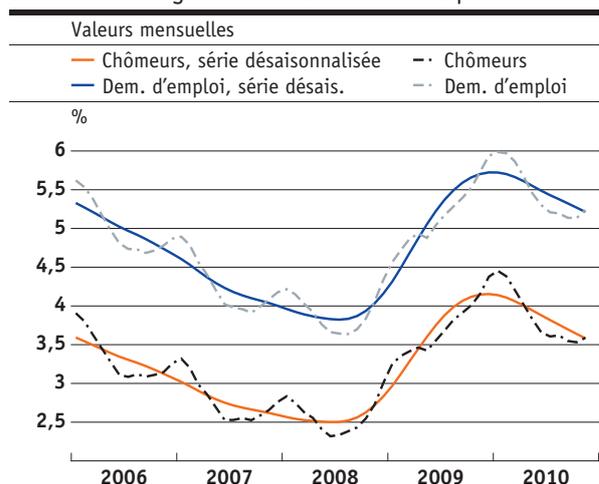
### Faible amélioration des perspectives d'emploi

Au troisième trimestre, les indicateurs avancés dans le domaine de l'emploi reflétaient encore une hausse, ce qui s'est notamment traduit par une recrudescence des places vacantes. Plusieurs enquêtes auprès des entreprises indiquent que les

Graphique 2.10  
Emploi

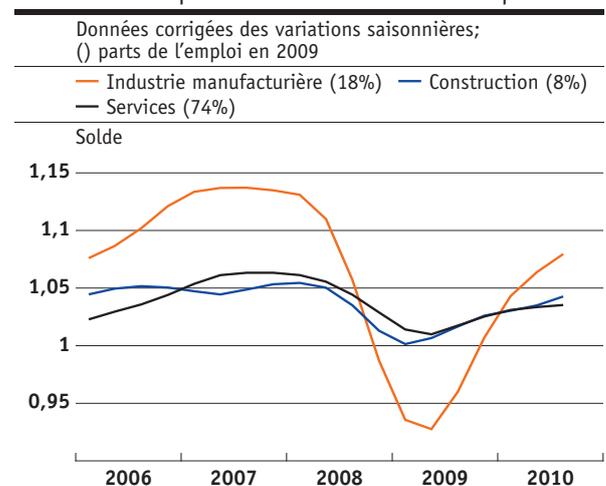


Graphique 2.12  
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi

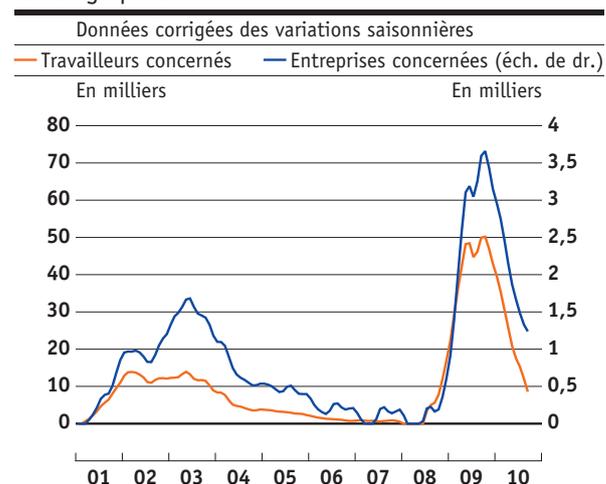


Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).

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



Graphique 2.13  
Chômage partiel



perspectives d'emploi restent bonnes au dernier trimestre. L'amélioration de celles-ci par rapport au trimestre précédent est toutefois modeste.

### Recul du chômage

Le chômage (corrige des variations saisonnières) a de nouveau reculé entre août et novembre. Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a baissé de 6 000 personnes, le taux de chômage passant de 3,8% à 3,6%. La proportion de demandeurs d'emploi, qui comprend en plus les personnes prenant part à des programmes de formation, a fléchi de 0,2 point de pourcentage durant la même période, pour s'établir à 5,2%.

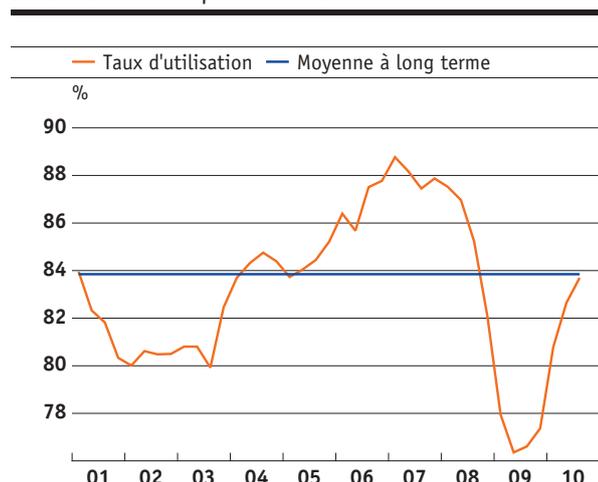
La reprise de la conjoncture se reflète particulièrement dans la baisse du nombre d'entreprises ayant eu recours au chômage partiel. Durant la récession, l'industrie manufacturière notamment s'était beaucoup servie de cet instrument. En septembre, seules 8 600 personnes étaient encore au chômage partiel (données corrigées des variations saisonnières), ce qui correspond à moins de 20% du niveau record atteint pendant la récession.

## 2.4 Utilisation des capacités de production

### Utilisation croissante des capacités techniques

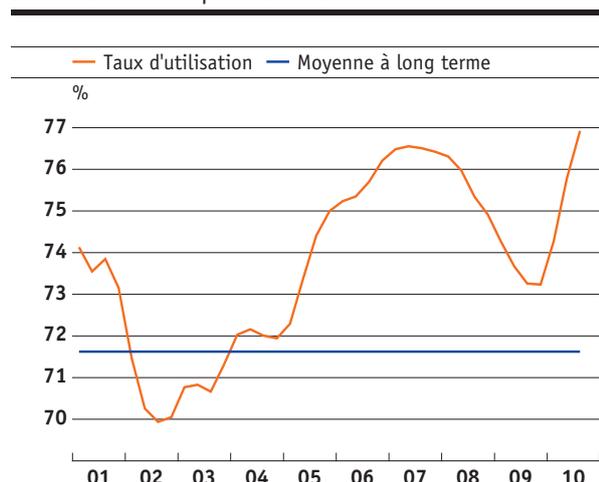
Au troisième trimestre, la reprise de la demande s'est une nouvelle fois traduite par une utilisation accrue des capacités techniques. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'utilisation des capacités dans l'industrie a passé de 82,6% au deuxième trimestre à 83,7% au troisième trimestre. Elle se situe approximativement au niveau de la moyenne à long terme. Dans la construction, le degré d'utilisation des machines s'est également accru pour s'établir à 76,3%, un niveau qui n'a que rarement été atteint par cet indicateur depuis son lancement en 1994. Il est difficile de mesurer l'utilisation des capacités techniques dans les services, mais plusieurs indicateurs montrent qu'elle y a vraisemblablement aussi progressé.

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.

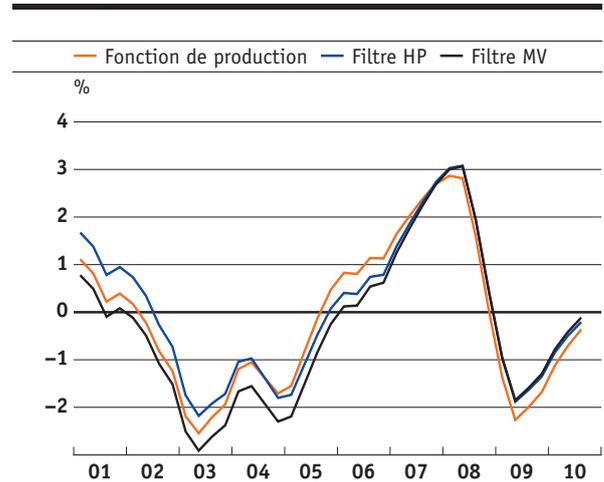
### Petit écart de production

L'écart de production, qui correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB et le potentiel de production estimé pour l'ensemble du pays, révèle le degré d'utilisation des facteurs de production d'une économie de marché. Il peut donc être considéré comme un indicateur des 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 n'était que légèrement inférieur à ce potentiel au troisième trimestre. Selon la méthode utilisée, l'écart de production s'est établi à  $-0,4\%$  (fonction de production), à  $-0,2\%$  (filtre de Hodrick et Prescott) et à  $-0,1\%$  (filtre multivarié). Les trois estimations reflètent une nouvelle réduction de la sous-utilisation des facteurs de production au troisième trimestre.

L'utilisation des capacités techniques ayant pour l'essentiel été normale, l'écart de production, établi sur la base de l'estimation du potentiel de production selon la méthode de la fonction de production, révèle en premier lieu une sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre.

Graphique 2.16  
Ecart de production



Source: BNS.

## 2.5 Prix

### Prix à l'importation en baisse

Les prix à l'importation ont baissé depuis le milieu de l'année sous l'influence du franc fort, de sorte que le renchérissement, mesuré à l'indice des prix à l'importation, a passé de 1,2% en août à 0,2% en novembre en glissement annuel. L'effet du cours de change s'est aussi répercuté sur le taux d'inflation sous-jacente des prix à l'importation (hors prix volatils), qui a passé de -1,2% à -2%.

Les prix à la production ont évolué de manière robuste: le renchérissement a diminué, passant de 0,2% en août à 0% en novembre en glissement annuel. Des prix meilleur marché ont notamment été enregistrés pour les biens livrés à l'étranger. Des prix plus chers ont par contre été observés pour les biens vendus en Suisse, l'augmentation ayant passé de 0,7% à 1,2%.

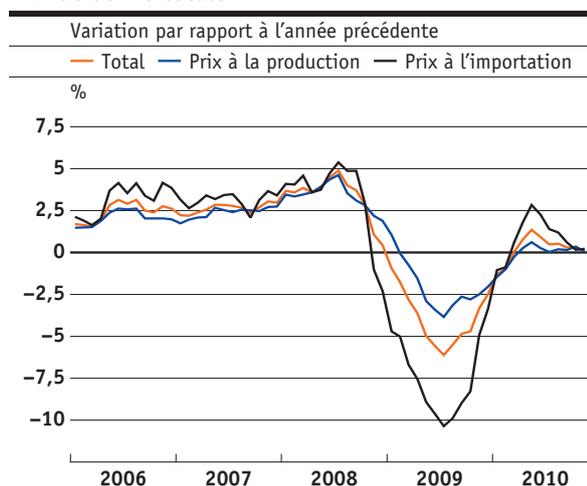
### Affaiblissement du renchérissement (IPC)

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a de nouveau fléchi depuis août pour s'établir à 0,2% en novembre en glissement annuel. Cette évolution résulte, d'une part, de la baisse des prix à l'importation à la suite de l'appréciation du franc et, d'autre part, du renchérissement plus faible qu'en août des biens suisses et des services privés (hors loyers). Cependant, les loyers ont, contre toute attente, fortement augmenté, ce qui a atténué le fléchissement du renchérissement IPC. Le renchérissement des services publics s'est lui aussi un peu accru.

### Taux d'inflation sous-jacente divergents

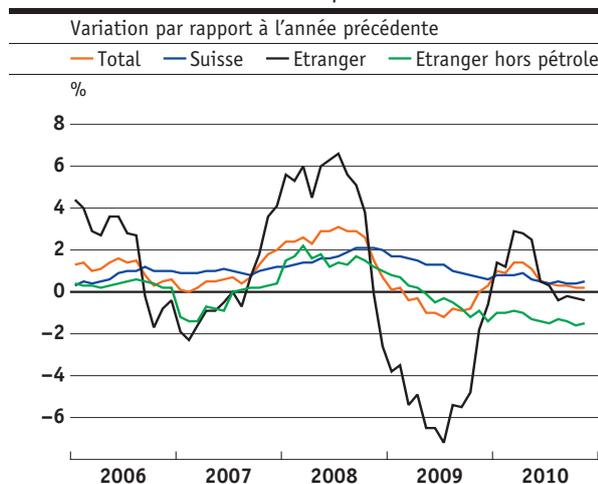
Outre les deux taux d'inflation sous-jacente de l'Office fédéral de la statistique (OFS), plusieurs autres taux sous-jacents, tels que la moyenne tronquée, calculée par la BNS, et la *dynamic factor inflation*, peuvent être utilisés pour estimer la tendance de l'IPC (graphiques 2.20 et 2.21). Les taux d'inflation sous-jacente de l'OFS et le taux dit de la moyenne tronquée excluent les éléments particulièrement volatils de l'IPC et sont donc basés sur un panier-type réduit. Quant à la *dynamic factor inflation*, elle utilise un modèle factoriel dynamique estimé empiriquement, qui tient compte de données sur les prix et d'autres données économiques réelles et nominales (voir à ce sujet «Inflations sous-jacentes traditionnelles et *dynamic factor inflation*» aux pages 26 et 27 du présent rapport).

Graphique 2.17  
Prix de l'offre totale



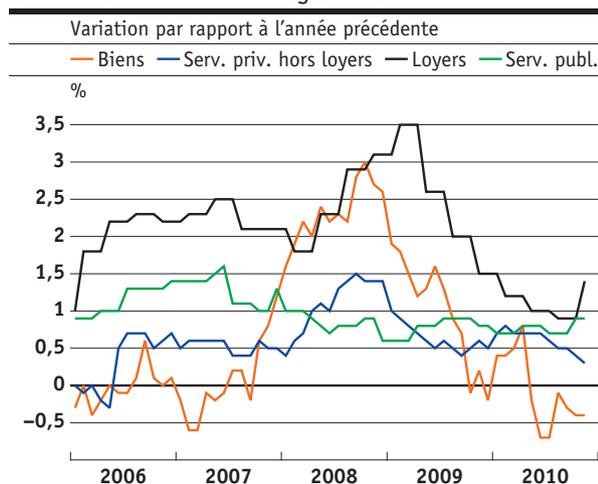
Source: OFS.

Graphique 2.18  
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.19  
IPC: biens et services d'origine suisse



Sources: BNS et OFS.

Les deux taux d'inflation sous-jacente établis par l'OFS ont fléchi entre août et novembre, et ils étaient même légèrement négatifs en octobre (-0,1% et -0,2%). En revanche, la moyenne tronquée, qui, contrairement aux taux de l'OFS, ne présente pas de distorsion sur le plan statistique, s'élevait à 0,5% en août et en novembre. La *dynamic factor inflation* conforte l'estimation fournie par la moyenne tronquée: elle s'établissait à 1% en novembre, indiquant une tendance de l'inflation positive, mais toujours modérée. Contrairement aux

taux d'inflation sous-jacente traditionnels, la *dynamic factor inflation* a progressé au cours de l'année, ce qui reflète la reprise de la conjoncture.

### Attentes inflationnistes stables

Les enquêtes menées pour déterminer les anticipations inflationnistes des ménages et des entreprises indiquent globalement que les attentes relatives au renchérissement de l'IPC sont pour l'essentiel restées stables, tandis que les producteurs tablent sur des taux d'inflation légèrement plus

## Indice suisse des prix à la consommation et composantes

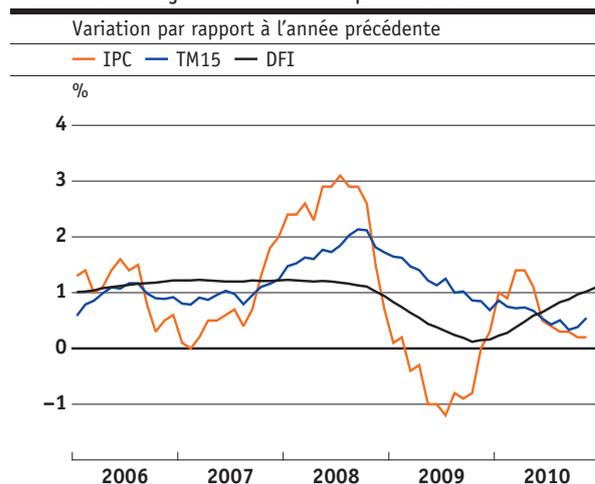
Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

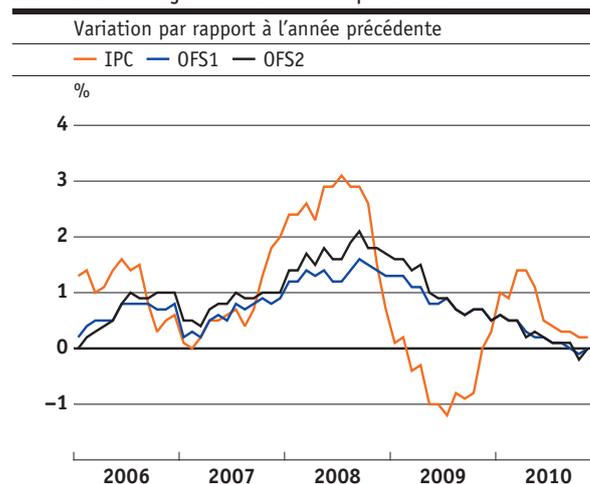
Sources: BNS et OFS.

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.

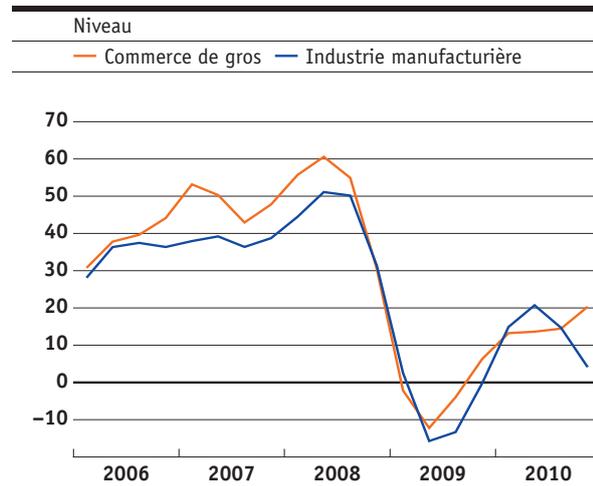
faibles. Ces enquêtes sont au nombre de trois: l'enquête du SECO effectuée auprès des ménages, l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles réalisée auprès des entreprises et le rapport sur le marché financier établi par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport).

L'enquête réalisée par le SECO auprès des ménages mesure une fois par trimestre l'évolution des prix attendue par les consommateurs pour les douze prochains mois. La part des ménages anticipant une hausse modérée des prix s'établissait à près de 50% en octobre. Moins de 10% des ménages s'attendaient à une baisse des prix.

Le rapport sur le marché financier établi par le Credit Suisse et le ZEW invite chaque mois quelque 70 analystes à se prononcer sur la tendance des taux de renchérissement de l'IPC (hausse, baisse ou stagnation) dans les six prochains mois. Les résultats de l'enquête de décembre laissent présager une hausse marginale des attentes inflationnistes par rapport à ceux du mois d'août. La grande majorité des personnes interrogées tablaient sur des taux d'inflation stables ou progressant légèrement.

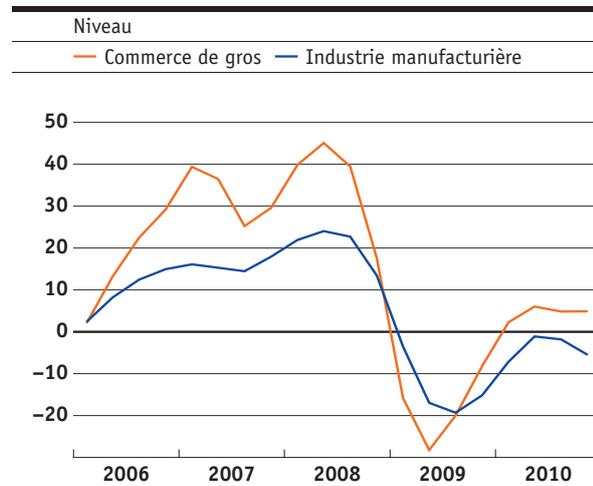
Les collaborateurs qui exercent des fonctions dirigeantes dans des entreprises opérant en Suisse sont interrogés dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur l'évolution des prix d'achat et de vente escomptée pour les trois prochains mois. Les résultats indiquent que le commerce de gros tablait, en octobre, sur des prix de vente stables et sur des prix d'achat en légère hausse pour le quatrième trimestre. Par rapport à l'enquête précédente, les attentes inflationnistes dans l'industrie ont un peu baissé, puisque les personnes interrogées comptent en majorité sur un léger fléchissement des prix de vente et sur une faible augmentation des prix d'achat.

Graphique 2.22  
Prix d'achat attendus



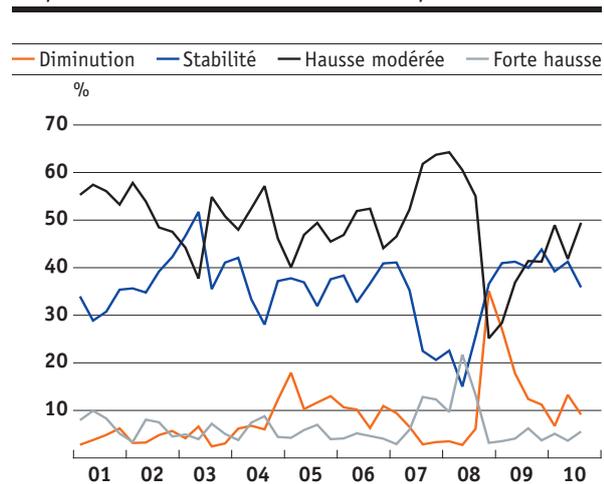
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.23  
Prix de vente attendus



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.24  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO.

## Inflations sous-jacentes traditionnelles et *dynamic factor inflation*

Les inflations sous-jacentes visent à déterminer l'inflation actuelle hors influences temporaires (*underlying inflation*). Ces dernières n'étant pas observables, la littérature propose diverses méthodes d'estimation des inflations sous-jacentes. Ces méthodes fournissent des résultats qui divergent et, cependant, se complètent généralement. Outre les deux inflations sous-jacentes de l'Office fédéral de la statistique (OFS), la Suisse dispose de deux autres mesures pour calculer l'inflation sous-jacente: la moyenne tronquée (TM15) et la *dynamic factor inflation* (DFI), toutes deux établies par la BNS et publiées dans son Bulletin mensuel de statistiques économiques. Les graphiques 2.20 et 2.21 du présent rapport présentent les séries chronologiques de ces quatre variables ainsi que l'inflation mesurée à l'IPC.

Les taux d'inflation sous-jacente devraient être rapidement disponibles et compréhensibles pour le public afin d'être utiles dans le débat sur la politique économique. L'inflation sous-jacente devrait en outre présenter plusieurs autres caractéristiques. Ainsi, elle devrait fluctuer moins fortement que l'inflation mesurée à l'IPC, être exempte de distorsions et, partant, ne surestimer ni ne sous-estimer systématiquement l'inflation telle qu'elle ressort de l'IPC. Enfin, l'inflation mesurée à l'IPC devrait tendre à se rapprocher de l'inflation sous-jacente et non l'inverse. Cette caractéristique découle du fait que seules des influences temporaires sont exclues; elle constitue également une condition pour que l'inflation sous-jacente fournisse des informations sur l'évolution future de l'inflation mesurée à l'IPC.

Les inflations sous-jacentes traditionnelles – celles qui sont établies par l'OFS ainsi que la moyenne tronquée calculée par la BNS – reposent sur des méthodes simples qui consistent à éliminer les prix particulièrement volatils ou ceux qui ne sont pas déterminés par les forces du marché. Les biens concernés sont exclus du panier-type de l'IPC, et les inflations sous-jacentes sont calculées sur la base d'un panier réduit. Les deux indicateurs publiés par l'OFS écartent chaque mois les mêmes biens (inflation sous-jacente 1: alimentation, boissons, tabac, produits saisonniers, énergie et carburants sont exclus du panier-type; inflation sous-jacente 2: les biens dont les prix sont administrés sont eux aussi exclus du panier-type). La moyenne

tronquée calculée par la BNS écarte quant à elle, à chaque période, 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). Ainsi, contrairement aux inflations sous-jacentes établies par l'OFS, la moyenne tronquée n'exclut pas, à chaque période, les mêmes biens du panier-type.

Les trois inflations sous-jacentes traditionnelles présentent un grand avantage: elles peuvent être calculées simplement et sont par conséquent faciles à comprendre. En outre, les écarts types publiés dans le tableau ci-dessous montrent que ces inflations ont toutes trois une volatilité inférieure à celle de l'inflation mesurée à l'IPC. La volatilité la plus élevée, parmi les inflations sous-jacentes, est celle de l'inflation sous-jacente 2 de l'OFS, qui exclut les prix administrés, généralement assez rigides. Les moyennes publiées dans ce même tableau indiquent que la moyenne tronquée de la TM15 est plus proche de la valeur correspondante du taux d'inflation mesuré à l'IPC que ne le sont les inflations sous-jacentes de l'OFS. Les résultats des tests statistiques sur les biais que pourraient présenter les inflations sous-jacentes le confirment. Selon ces tests, la moyenne tronquée ne souffre pas de distorsion, contrairement aux inflations sous-jacentes de l'OFS<sup>1</sup>. Des méthodes statistiques permettent également de déterminer si l'inflation mesurée à l'IPC se rapproche de l'inflation sous-jacente (et non l'inverse). Dans l'ensemble, la moyenne tronquée donne des résultats un peu plus satisfaisants que les inflations sous-jacentes de l'OFS.

Les inflations sous-jacentes qui sont estimées à l'aide d'une approche multivariée et de techniques économétriques offrent une alternative aux inflations sous-jacentes traditionnelles. Les inflations sous-jacentes basées sur un modèle factoriel dynamique en font partie. Un tel modèle peut reposer sur des informations tirées des composantes de l'IPC uniquement ou intégrer également des informations provenant d'autres sources. La *dynamic factor inflation* que calcule la BNS (voir graphique 2.21) est fondée sur environ 450 variables – en termes nominaux et réels – qui couvrent tous les domaines de l'économie, c'est-à-dire qui tiennent compte non seulement des marchés des biens, mais aussi des marchés financiers et du

1 Pour une description des tests statistiques ainsi que des résultats sur la base de données pour les années 1978 à 2005, voir Marco Huwiler, *Die Kerninflation in der Schweiz*, thèse soutenue à l'Université de Bâle en 2007. Les tests ont été réitérés sur la base de données portant sur les années 1993 à 2010.

marché du travail. Dans une première étape, les variables sont filtrées et corrigées des fluctuations à court terme. Les facteurs communs sont ensuite identifiés et estimés et, enfin, la DFI est calculée en tant que projection linéaire des facteurs. On constate que l'inflation mesurée à l'IPC converge à long terme vers la DFI. Les analyses montrent en outre qu'une prévision de l'inflation mesurée à l'IPC est plus fiable si elle est établie à partir de la DFI plutôt que sur la base des inflations sous-jacentes traditionnelles<sup>2</sup>. La DFI présente toutefois un inconvénient, à savoir que de nouvelles observations entraînent une révision des valeurs de l'inflation sous-jacente obtenues dans le passé. Du fait de sa méthode de calcul, elle est en outre plus difficile à comprendre et à communiquer que les inflations sous-jacentes traditionnelles. Pour ces diverses raisons, il est judicieux de présenter et d'interpréter simultanément la DFI et les inflations sous-jacentes traditionnelles.

Tableau 1  
**Taux d'inflation 1994:5-2010:10**  
 Taux annuels en %

	Moyenne	Ecart type
<b>IPC</b>	<b>0,88</b>	<b>0,75</b>
OFS1	0,74	0,52
OFS2	0,75	0,57
TM15	0,93	0,44
DFI	0,86	0,28

Taux annuel = taux de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente. OFS1 = inflation sous-jacente 1 de l'OFS; OFS2 = inflation sous-jacente 2 de l'OFS; TM15 = moyenne tronquée de la BNS; DFI = *dynamic factor inflation* de la BNS; IPC = indice des prix à la consommation. Le début de la période d'observation (1993:5) coïncide avec une révision approfondie de l'IPC.

2 Pour une présentation plus détaillée de la DFI et des informations sur l'établissement de prévisions, voir Banque nationale suisse, Bulletin mensuel de statistiques économiques, mai 2006, pages V et VI, mais aussi Marlene Amstad et Andreas M. Fischer, *Are weekly inflation forecasts informative?*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 71(2), 2009, pages 237 à 252.

## 2.6 Perspectives économiques

### Ralentissement de la conjoncture

La croissance de 2,5% environ pour l'année en cours, qui est supérieure à la moyenne, a bénéficié de la forte dynamique de la reprise. Les prochains trimestres devraient toutefois se traduire par un net ralentissement de la croissance de l'économie. Pour 2011, la BNS table sur une hausse du PIB d'environ 1,5%. La demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance. Le commerce extérieur ne devrait par contre guère donner d'impulsions notables en raison du franc fort et du dynamisme modéré de la conjoncture dans les principaux pays partenaires.

Les incertitudes qui pèsent sur le développement futur de l'économie suisse demeurent élevées. Elles concernent principalement la situation économique à l'étranger et les marchés financiers internationaux. Les répercussions de la crise financière et économique resteront perceptibles aussi en 2011.

### 3 Evolution monétaire

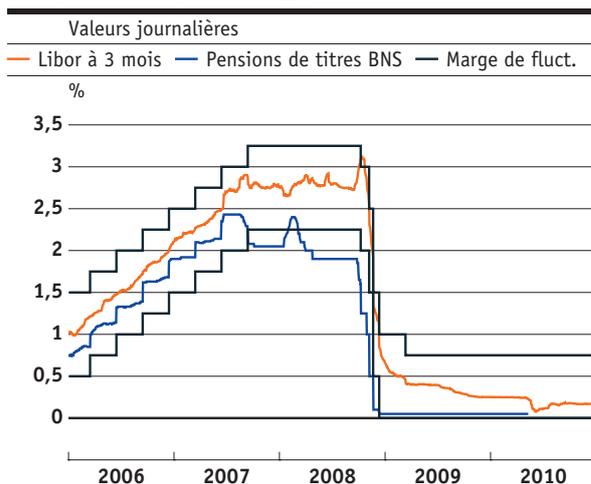
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de septembre 2010, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi reconduit à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. La BNS a mentionné la prédominance de risques pesant sur la reprise économique et réaffirmé son intention, si les risques d'une dégradation de l'activité devaient se concrétiser et entraîner un nouveau danger de déflation, de prendre les mesures nécessaires pour garantir la stabilité des prix.

#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt

##### Poursuite de la résorption de liquidités par la BNS

Dans le cadre de la gestion des taux d'intérêt, la BNS a résorbé des liquidités excédentaires en francs. Ainsi, elle a procédé chaque semaine à deux émissions de Bons de la BNS: une émission à 28 jours et une autre à 84, 168 ou 336 jours. De plus, elle a lancé quotidiennement des appels d'offres pour des pensions de titres à une semaine visant à éponger des liquidités (*reverse repo*). Entre mi-septembre et mi-décembre, la demande des banques portant sur des Bons de la BNS et des appels d'offres pour des pensions de titres destinées à résorber des liquidités est restée forte.

Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

L'encours moyen des Bons de la BNS en francs atteignait 114 milliards de francs en novembre, contre 108 milliards en septembre. Les rendements marginaux se sont inscrits, selon la durée des Bons, entre 0,14% et 0,37%. Les Bons d'une durée de 28 jours constituaient la moitié environ de l'encours. Durant la période examinée, la durée résiduelle de l'encours des Bons de la BNS a augmenté, passant de 36 à 63 jours.

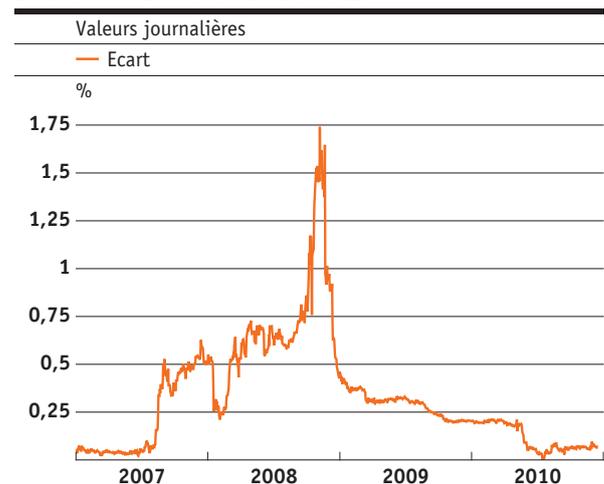
Entre mi-septembre et mi-décembre, le volume des pensions de titres visant à résorber des liquidités est resté stable à 24 milliards de francs environ. Le taux d'intérêt appliqué à ces opérations a été ramené de 0,14% à 0,12%. En moyenne hebdomadaire, les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS ont fluctué entre 33 milliards et 23 milliards de francs au cours de la période considérée.

Les derniers Bons de la BNS – USD encore en circulation ont été remboursés le 8 décembre 2010 à hauteur de 235 millions de dollars. Ainsi, le programme de financement du prêt accordé par la BNS à SNB StabFund a pris fin. L'encours des Bons de la BNS – USD avait atteint son niveau record, soit environ 20 milliards de dollars, le 26 octobre 2009.

##### Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

Depuis mi-septembre, le Libor pour dépôts à trois mois en francs est resté relativement constant autour de 0,17%. En juin, il était tombé à moins de 0,10%. La prime de risque sur le marché monétaire – écart entre le Libor à trois mois et l'Overnight Index Swap (OIS) correspondant – s'est

Graphique 3.2  
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

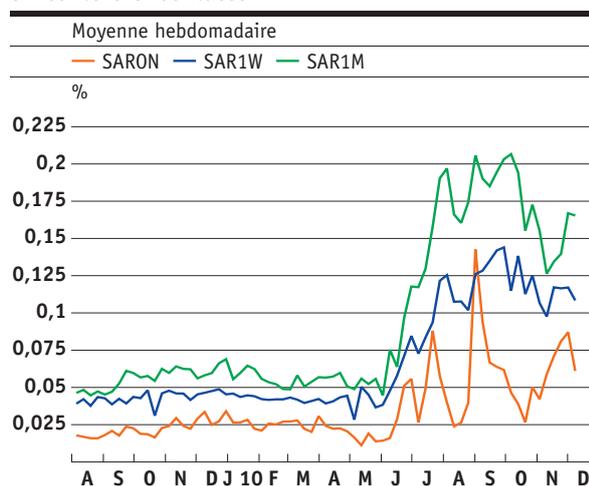
elle aussi maintenue à un niveau stable et bas ces trois derniers mois (voir graphique 3.2). Elle avait fortement augmenté lors de la crise financière, et il a fallu attendre le deuxième trimestre 2010 pour qu'elle retrouve son niveau d'avant la crise.

### Taux d'intérêt à long terme toujours à un bas niveau

Les rendements des emprunts de débiteurs suisses de haute qualité se sont maintenus à un bas niveau. Après être restés relativement stables en septembre et en octobre, les rendements des emprunts de la Confédération suisse ont commencé à augmenter en novembre. Le rendement des emprunts à dix ans a passé d'environ 1,4% début novembre à 1,8% mi-décembre. Cette hausse s'inscrit dans le sillage de l'augmentation des rendements au niveau international, mais elle est restée plus modérée. Les rendements des emprunts à long terme d'entreprises suisses de premier ordre ont suivi une évolution semblable et étaient, ces trois derniers mois, jusqu'à 40 points de base au-dessus de ceux des emprunts d'Etat correspondants.

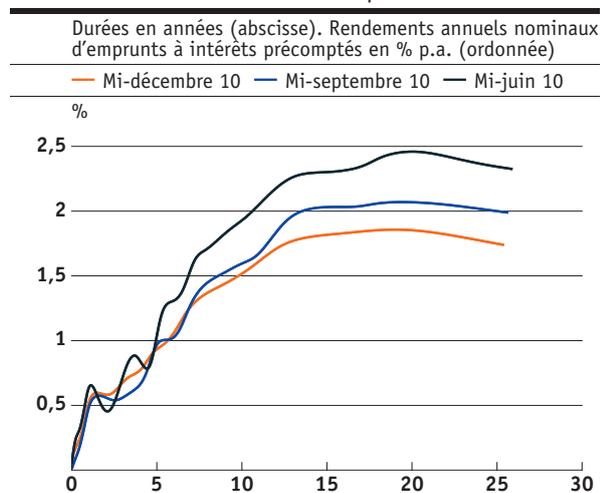
La courbe des taux d'intérêt est restée presque inchangée pour les durées n'excédant pas dix ans. Elle s'est toutefois encore aplatie au-delà de dix ans (voir graphique 3.4). Au cours des trois derniers mois, l'écart entre le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération et le Libor à trois mois (*term spread*) était légèrement supérieur à sa moyenne historique, soit 1,20 point. Comme le montre le graphique 3.6, cet écart avait fondu après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, puis s'était 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 de nouveau à partir de mai 2009.

Graphique 3.3  
Swiss Reference Rates



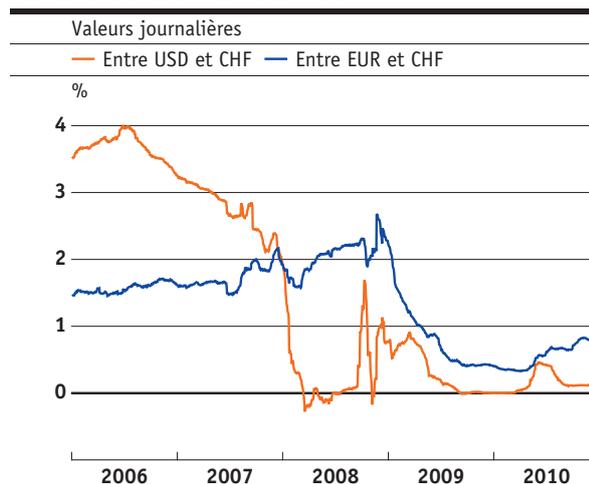
Source: SIX Swiss Exchange SA.

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



Source: BNS.

Graphique 3.5  
Ecart entre des Libor à 3 mois



Sources: BNS et Reuters.

### Léger accroissement des écarts entre taux d'intérêt sur le plan international

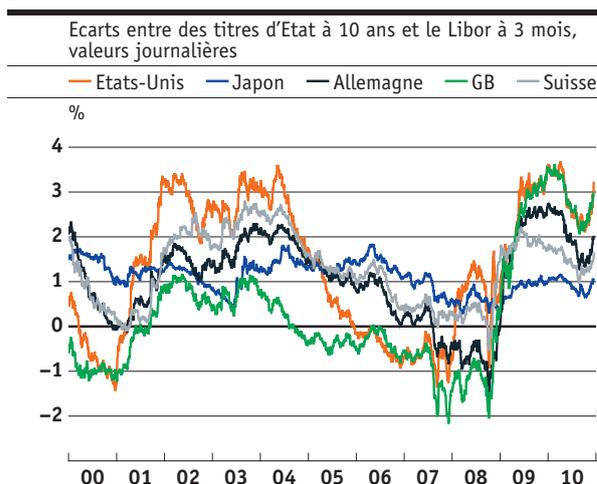
Ces trois derniers mois, le Libor pour dépôts à trois mois en dollars n'a guère varié, tandis que le Libor pour dépôts d'une même durée en euros a augmenté, passant à près de 1%. Aussi l'écart entre les taux d'intérêt à court terme de la zone euro et ceux de la Suisse s'est-il creusé entre mi-septembre et mi-décembre (voir graphique 3.5).

Au cours de la période examinée, les rendements des emprunts à long terme des Etats qui, dans la zone euro, sont plus fragiles sous l'angle de leurs finances publiques, ont marqué une hausse du fait de la crainte croissante de voir certains pays se heurter à des difficultés de financement. Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont aussi augmenté plus fortement que les taux à court terme aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Entre mi-septembre et mi-décembre, les écarts entre taux longs et taux courts se sont par conséquent creusés quelque peu dans ces pays (voir graphique 3.6). Cette évolution est sans doute liée à des inquiétudes des investisseurs quant aux finances publiques à moyen et long terme. A l'étranger, contrairement à ce qu'on observe en Suisse, les écarts entre taux longs et taux courts sont à des niveaux relativement élevés si l'on considère une longue période.

### Taux d'intérêt réels toujours bas

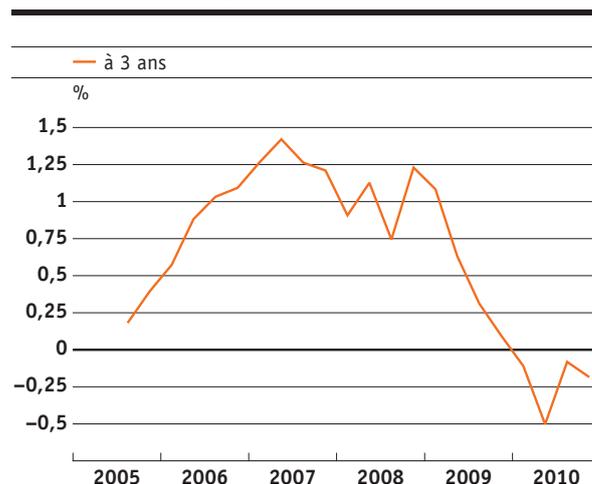
Au quatrième trimestre 2010, le taux d'intérêt réel à trois ans était toujours dans la zone négative puisqu'il s'établissait à -0,18%, soit approximativement à son niveau du trimestre précédent. L'inflation attendue qui entre dans le calcul du taux réel à trois ans est estimée à l'aide des prévisions tirées de divers modèles utilisés par la BNS. Les taux réels étant à de bas niveaux, ils devraient avoir des effets stimulants sur la demande intérieure.

Graphique 3.6  
Ecart entre des taux d'intérêt



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.7  
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS.



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

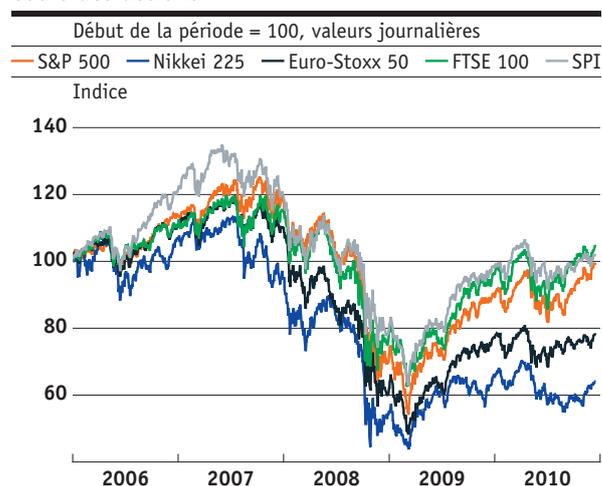
#### Hausse des cours des actions, mais persistance de l'incertitude

Sur les marchés internationaux des actions, les cours ont progressé grâce à des données macroéconomiques généralement favorables, aux résultats des entreprises dans l'ensemble positifs pour le troisième trimestre et à la perspective de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif de la politique monétaire des Etats-Unis. L'indice américain S&P 500 a gagné 10%. Le Swiss Performance Index (SPI) et l'Euro-Stoxx 50 ont quant à eux marqué une hausse de 3%.

L'incertitude a toutefois persisté sur les marchés des actions. Elle peut être mesurée à l'aide notamment du Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX). Cet indice, qui montre la volatilité attendue pour les trente prochains jours, s'est maintenu entre mi-septembre et mi-décembre à des niveaux légèrement supérieurs à sa moyenne historique (voir graphique 3.12). L'incertitude des investisseurs a certes diminué aux Etats-Unis après les élections au Congrès du 2 novembre et l'annonce par la Réserve fédérale de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif de la politique monétaire, mais les tensions qui ont surgi dans des pays périphériques de la zone euro à partir de début novembre ont engendré de fortes fluctuations des cours des actions européennes.

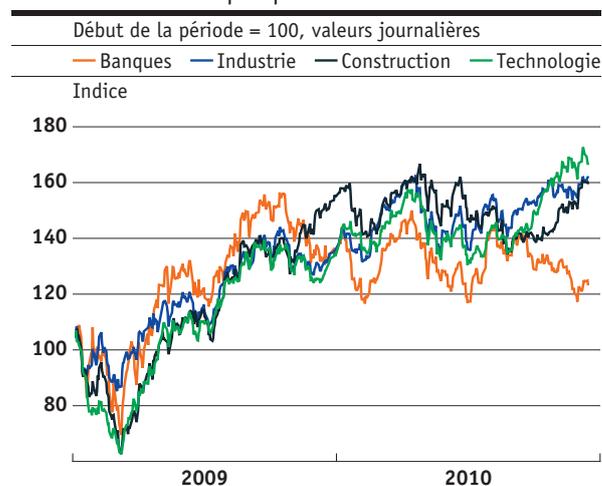
Les cours des actions ont évolué de manière divergente selon le secteur et la branche. En Suisse, le sous-indice *Banques* du SPI a fléchi de 12%. Les nouvelles tensions sur les marchés financiers à la suite des inquiétudes quant à la stabilité de la zone euro ont vraisemblablement joué un rôle dans cette évolution. En revanche, les valeurs des entreprises du secteur de la construction ont gagné 15%, un signe de la vitalité qui caractérise toujours le marché de l'immobilier.

Graphique 3.10  
Cours des actions



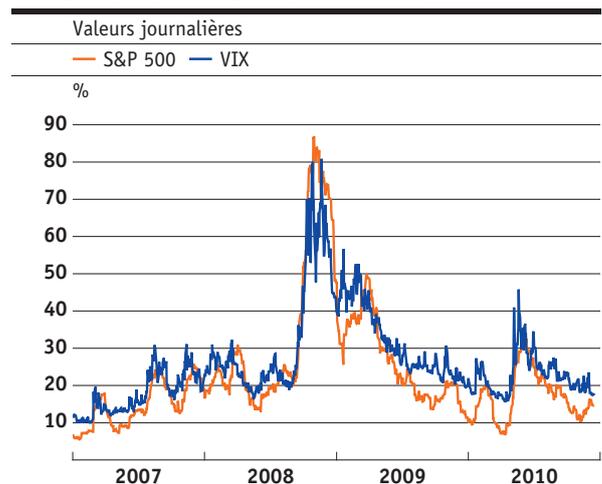
Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.11  
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.12  
Volatilité des rendements des actions



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

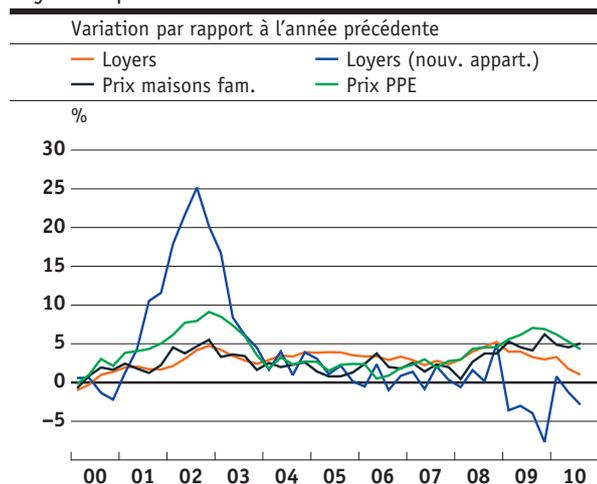
### Hausse vigoureuse des prix des matières premières

Au quatrième trimestre 2010, les prix des matières premières ont dans un premier temps poursuivi leur récent mouvement de hausse, mais la tendance s'est inversée à partir du 10 novembre. Comme toujours, on a observé une étroite corrélation entre leur évolution et celle du cours du dollar des Etats-Unis, les matières premières étant négociées principalement dans cette monnaie. En outre, la forte demande dans le domaine notamment des métaux destinés à l'industrie a poussé les prix à la hausse. Ainsi, le prix du cuivre a atteint un niveau record. Du côté des céréales, de mauvaises récoltes dues aux conditions climatiques et la limitation des exportations décrétée par des pays producteurs ont eu de fortes répercussions sur les prix. Le pétrole et les agents énergétiques ont eux aussi vivement renchéri dans une première phase, tout comme les métaux précieux. Ainsi, l'once d'or valait plus de 1 400 dollars en novembre, contre 1 260 dollars mi-septembre. L'augmentation du prix de l'or reflète sans doute des anticipations inflationnistes plus fortes et une incertitude accrue.

### Hausse des prix de l'immobilier

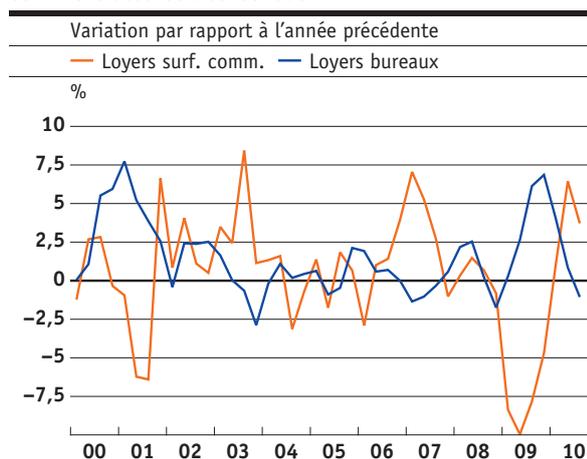
Au troisième trimestre 2010, les loyers des logements proposés dans les annonces ont augmenté de 1% par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Du côté des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage, les prix de l'offre ont augmenté en un an de respectivement 5% et 4,3%. Cette évolution ne paraît pas encore alarmante, étant donné que le niveau actuel des prix des logements est, semble-il, justifié en grande partie par des facteurs fondamentaux. Des tendances à la surchauffe se manifestent toutefois dans certaines régions. En outre, les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas et la concurrence plus âpre sur le marché des hypothèques sont de nature à favoriser des excès potentiels sur le marché de l'immobilier.

Graphique 3.13  
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Source: Wüest & Partner.

Graphique 3.14  
Loyers, en termes nominaux, des surfaces commerciales et des bureaux



Source: Wüest & Partner.

### 3.4 Agrégats monétaires

#### Monnaie centrale à un niveau toujours élevé

Le multiplicateur monétaire – le rapport entre l'agrégat M3 et la monnaie centrale (M0) – est toujours à un niveau historiquement bas (voir graphique 3.15). Il a toutefois augmenté sensiblement dans la période récente. Son augmentation est due à la résorption de liquidités par la BNS, mais aussi à la nouvelle expansion des agrégats monétaires au sens large.

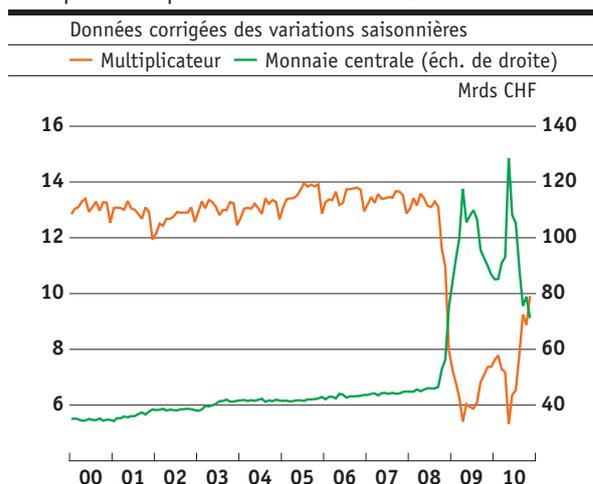
Le multiplicateur monétaire montre dans quelle mesure les banques peuvent, en accordant des crédits sur la base des disponibilités qu'elles détiennent, multiplier la quantité de monnaie dans le public. Depuis l'éclatement de la crise financière, la monnaie centrale – les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS et les billets de banque en circulation – s'est accrue massivement, les banques ayant par précaution détenu davantage de liquidités. Il en a découlé un fort recul du multiplicateur monétaire. Depuis près de deux ans, ce multiplicateur s'inscrit à un niveau très bas. Avant la crise, les rapports entre les agrégats monétaires au sens large et la monnaie centrale étaient très stables, comme on peut le déduire de l'évolution du multiplicateur monétaire.

#### 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 (voir graphique 3.16). Ils s'inscrivent ainsi nettement au-dessus de celui-ci et ont continué à croître étant donné que les taux d'intérêt à long terme sont restés bas. En novembre 2010, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était supérieur de 9,5% à son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) s'est accru de 8,7% et M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, de 6,4% (voir tableau 3.1).

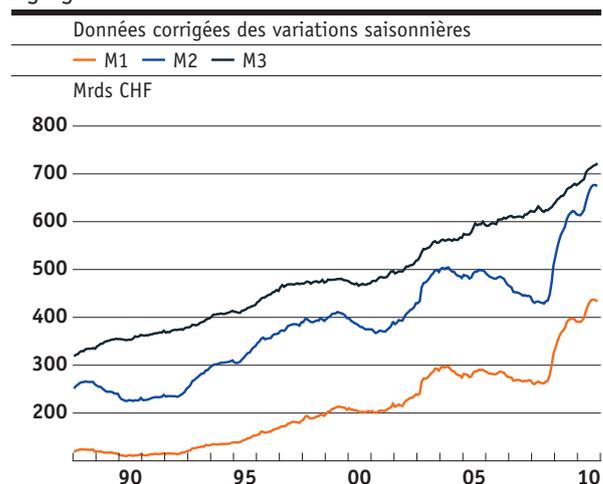
Après une vive expansion, notamment en 2003, tant M1 que M2 ont fléchi. A partir de l'automne 2007, ces deux agrégats ont peu fluctué, ce qui concorde avec des taux d'intérêt à court terme relativement stables. A la suite des baisses de taux d'intérêt intervenues dès fin 2008, M1 et M2 ont toutefois recommencé à augmenter vigoureusement. La forte progression des agrégats monétaires au sens large représente un danger potentiel pour la stabilité des prix à long terme.

Graphique 3.15  
Multiplicateur pour la masse monétaire M3



Source: BNS.

Graphique 3.16  
Agrégats monétaires



Source: BNS.

## Taux d'inflation en hausse à moyen et long terme

Un indicateur, l'écart dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*), fluctue ces derniers temps dans la zone positive, ce qui laisse présager des pressions inflationnistes accrues à moyen et long terme (voir graphique 3.17). Exprimé en pourcentage, cet écart est mesuré entre le niveau observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat, niveau

qui est déterminé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie<sup>4</sup>. L'indicateur permet d'estimer s'il y a de possibles risques d'inflation ou de déflation du fait d'un approvisionnement en liquidités excessif ou insuffisant. L'écart ainsi calculé est exprimé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type pour tenir compte des incertitudes statistiques (voir graphique 3.17).

### Agrégats monétaires<sup>1</sup>

Tableau 3.1

	2008	2009	2009		2010			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.	Septembre	Octobre	Novembre
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>49,6</b>	<b>99,1</b>	<b>103,0</b>	<b>90,1</b>	<b>87,9</b>	<b>109,8</b>	<b>88,8</b>	<b>74,3</b>	<b>78,0</b>	<b>70,6</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	12,1	99,9	127,4	46,1	-5,4	-0,4	-13,8	-21,3	-15,2	-21,0
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>273,1</b>	<b>377,2</b>	<b>383,0</b>	<b>395,2</b>	<b>399,6</b>	<b>415,3</b>	<b>422,6</b>	<b>423,6</b>	<b>427,5</b>	<b>436,0</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	1,5	38,1	48,2	30,8	12,5	10,6	10,3	10,0	9,4	9,5
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>443,1</b>	<b>589,3</b>	<b>599,0</b>	<b>617,2</b>	<b>626,4</b>	<b>645,8</b>	<b>656,7</b>	<b>658,6</b>	<b>663,7</b>	<b>673,7</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-1,6	33,0	41,4	29,7	12,9	10,2	9,6	9,3	8,6	8,7
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>626,0</b>	<b>662,0</b>	<b>664,6</b>	<b>677,2</b>	<b>685,8</b>	<b>702,3</b>	<b>708,0</b>	<b>709,7</b>	<b>715,2</b>	<b>723,8</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	2,2	5,8	7,5	7,3	5,8	6,8	6,5	6,7	6,3	6,4

1 Définition 1995.

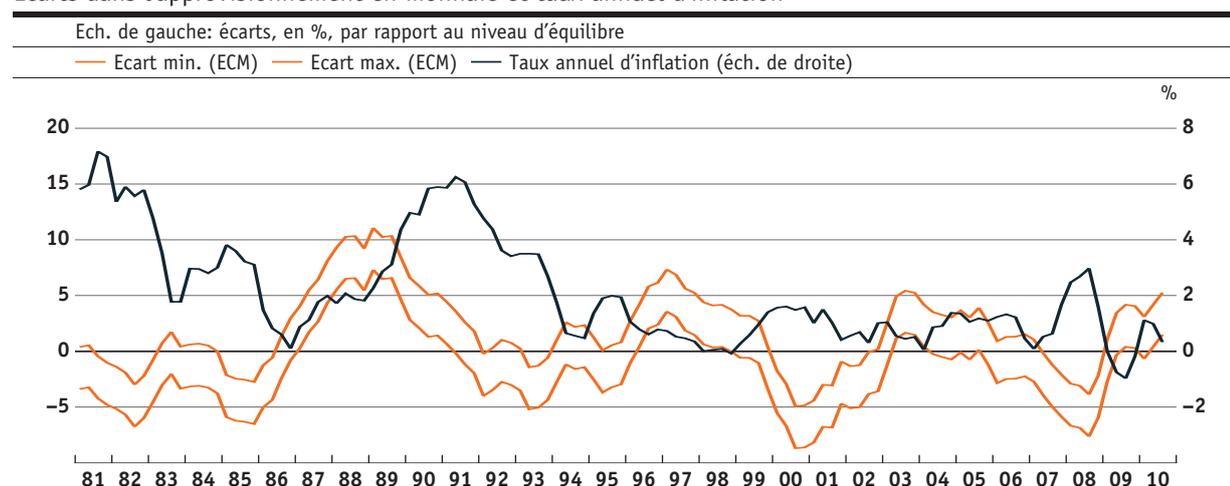
2 Niveau en milliards de francs.

3 En % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS.

### Graphique 3.17

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



Source: BNS.

4 Voir encadré *Croissance des agrégats monétaires et inflation*, Rapport sur la politique monétaire, Bulletin trimestriel 1/2005, page 33.

### 3.5 Crédits

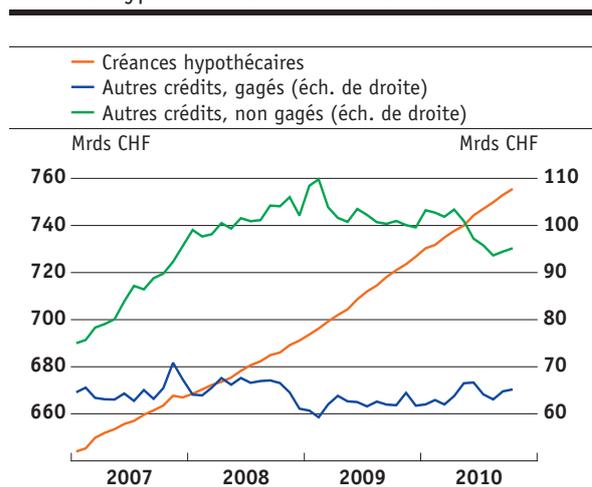
#### Croissance toujours robuste des crédits

Pour la première fois depuis un an, la croissance des crédits a marqué un ralentissement au troisième trimestre 2010. Le taux annuel de croissance a en effet fléchi, passant de 4,2% au deuxième trimestre à 3,5% le trimestre suivant. Le ralentissement est dû principalement aux autres crédits, soit aux prêts non hypothécaires. Ceux-ci se sont remis à diminuer au troisième trimestre, après une légère progression au trimestre précédent. La ventilation des autres crédits en prêts gagés et non gagés montre que la partie gagée a augmenté à un rythme plus lent, alors que la partie non gagée a nettement reculé. Les prêts non gagés, qui évoluent de manière très cyclique, laissent entrevoir un prochain ralentissement de l'activité économique. Les créances hypothécaires, soit les quatre cinquièmes environ

de l'ensemble des crédits bancaires, ont continué à croître à un rythme soutenu, soit de 4,9%. Le bas niveau des taux d'intérêt a fortement stimulé les crédits hypothécaires (voir graphique 3.19). Depuis la baisse du Libor à trois mois en octobre 2008, le taux annuel de croissance des créances hypothécaires a augmenté, passant de 3,4% à plus de 5% au premier trimestre 2010. Il s'est ensuite stabilisé à un niveau élevé.

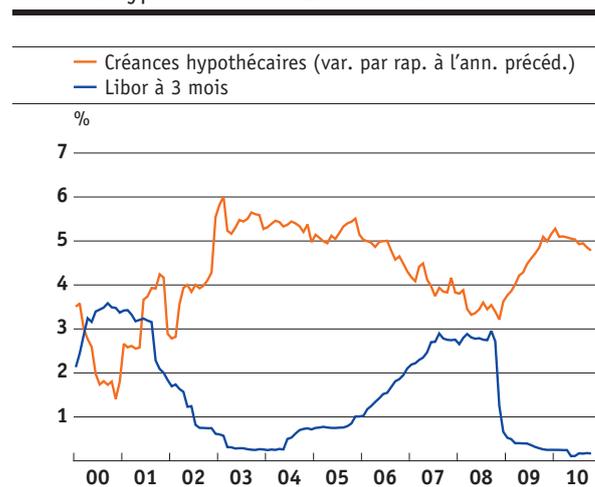
La croissance observée des crédits, telle qu'elle est décrite ci-dessus, est légèrement sous-estimée du fait de la fermeté du franc. Les bilans mensuels des banques étant établis en francs, la revalorisation du franc réduit le volume des crédits libellés en monnaies étrangères. Si l'on fait abstraction de cet effet dû aux cours de change, la croissance de l'ensemble des crédits est d'environ 0,2 point plus élevée.

Graphique 3.18  
Créances hypothécaires et autres crédits



Source: BNS.

Graphique 3.19  
Créances hypothécaires et Libor à 3 mois



Sources: BNS et Reuters.

## Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS.

Les taux de croissance indiqués dans le tableau ci-dessus peuvent différer des chiffres présentés dans le Bulletin mensuel de statistiques bancaires. Les séries du Bulletin mensuel peuvent en effet présenter de fortes fluctuations à court terme, qui sont corrigées ici pour les besoins de l'analyse.

## 4 Prédiction d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leur influence maximale sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la BNS fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. 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 spécifiques. 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. Plusieurs modèles servant à établir la prévision d'inflation de la BNS prennent ces éléments en considération et intègrent par conséquent, dans un environnement international, l'évo-

lution à attendre en Suisse. Le scénario ainsi 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 décembre 2010.

#### Reprise modérée de l'économie mondiale

L'économie mondiale continue à se rétablir. Étant donné que les répercussions de la crise financière et de la crise de l'immobilier se feront encore longtemps sentir, il faut s'attendre à ce que la reprise reste modérée, en comparaison historique, dans les pays industrialisés. Pour les États-Unis, la BNS table sur une croissance du PIB de 2,8% en 2010 et de 2,6% en 2011, soit des taux très proches de ceux qu'elle avait retenus en septembre. Pour l'Europe, elle escompte une croissance de 1,8% en 2010, donc un rythme presque inchangé par rapport à la prévision de septembre, mais a ramené à 1,8% et à 2,4% la progression attendue pour 2011 et 2012. Les taux d'inflation devraient rester modérés aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, l'annonce d'un nouveau programme d'achat de titres, en novembre, devrait avoir encore retardé la normalisation de la politique monétaire.

Deux hypothèses d'ordre technique sont envisagées pour l'économie mondiale. Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 84 dollars à court terme, puis de 83 dollars. En outre, le cours de l'euro est fixé à 1,40 dollar pour tenir compte de la revalorisation 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 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 évolutions inattendues sur les marchés monétaire et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

## Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

<b>Décembre 2010</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB USA <sup>1</sup>	2,8	2,6	3,5
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,8	1,8	2,4
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollar <sup>2</sup>		1,4	1,4
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		84	83
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>3</sup>		84	83

<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>		1,3	1,3
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		74	83
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>4</sup>		74	83

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 16 décembre 2010.

4 Niveau, cours du 16 septembre 2010.

Source: BNS.

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

A l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle allait poursuivre sa politique monétaire expansionniste.

Elle maintient donc la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0%–0,75%. Son objectif est de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

L'économie mondiale poursuit son mouvement de reprise. Alors que les pays émergents font preuve de dynamisme, l'économie évolue toujours modérément, au total, dans les pays industrialisés. En Suisse, l'activité économique a connu une croissance robuste au troisième trimestre 2010, mais le tassement des exportations, notamment, laisse augurer un net ralentissement de l'expansion ces prochains trimestres. C'est pourquoi la Banque nationale table sur une progression du PIB d'environ 1,5% pour 2011, contre environ 2,5% en 2010.

La politique monétaire déploie son action dans un contexte de grandes incertitudes. Les inquiétudes au sujet de la stabilité dans la zone euro ont de nouveau engendré des tensions sur les marchés financiers. Il en a découlé une nouvelle revalorisation du franc suisse. Si ces tensions devaient se renforcer et peser sur l'évolution économique de cette zone, l'économie suisse en serait également affectée. La Banque nationale prendrait les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix au cas où une menace de déflation devait apparaître.

La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS pour 2012 et 2013 s'inscrit légèrement au-dessous de celle de septembre. Cette correction est due notamment aux perspectives conjoncturelles plus défavorables pour l'Europe par rapport au dernier examen de la situation économique et monétaire. Pour 2011, la prévision d'inflation se situe très légèrement au-dessus de la précédente du fait principalement d'une hausse du prix du pétrole. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25%, le renchérissement moyen devrait s'élever à 0,7% en 2010, à 0,4% en 2011 et à 1% en 2012. La prévision d'inflation conditionnelle montre qu'il n'existe, à court terme, aucun danger pour la stabilité des prix. Cependant, son évolution

ascendante en 2012 et en 2013 signale que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être menée jusqu'à la fin de l'horizon de prévision sans menacer la stabilité des prix à long terme. La prévision d'inflation reste entachée de très grandes incertitudes.

Ci-après figure la suite des remarques introductives prononcées par Philipp Hildebrand, président de la BNS, lors de la conférence de presse du 16 décembre 2010.

### **Perspectives économiques internationales**

Dans l'ensemble, la reprise de l'économie mondiale se poursuit sous l'effet d'une politique économique expansionniste et d'une conjoncture très soutenue dans les pays émergents. Par contre, dans la zone euro, la croissance s'est nettement ralentie au troisième trimestre, mais l'évolution favorable de l'économie en Allemagne se distingue de l'expansion modeste des pays à la périphérie de la zone euro. Les récentes turbulences sur les marchés financiers ont vraisemblablement freiné l'activité dans la zone euro. Bien que la demande intérieure se soit renforcée peu à peu aux Etats-Unis, cette évolution n'a pas permis de réduire durablement le chômage, qui reste élevé. Par ailleurs, la situation sur le marché immobilier a pesé sur les investissements en constructions. Aux Etats-Unis, la croissance du PIB va donc rester modérée. Des impulsions positives pour la croissance mondiale devraient émaner, à l'avenir également, du dynamisme soutenu de la conjoncture dans les pays émergents.

La Banque nationale a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale, et ce principalement pour l'Europe en 2011 et en 2012. Les incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture mondiale sont toujours très grandes, et les risques demeurent orientés à la baisse.

### **Perspectives économiques en Suisse**

En Suisse, la croissance de l'économie est restée robuste au troisième trimestre. Le degré d'utilisation des facteurs de production s'est donc accru. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités techniques a retrouvé un niveau normal, alors que, dans la construction, il s'est même inscrit nettement au-dessus de sa moyenne à long terme. De

même, l'emploi a augmenté modérément, et le chômage s'est encore replié. Toutefois, les signaux indiquant un sensible recul de la croissance se sont intensifiés. Les exportations de marchandises ont stagné entre juin et octobre, en raison surtout d'une demande plus faible émanant d'Europe. Quant aux ventes de services à l'étranger, elles ont diminué récemment.

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement a reculé pour s'inscrire à 0,2% en novembre. Le repli de ces derniers mois est dû en premier lieu à la baisse des prix des biens de consommation importés. Par conséquent, les taux d'inflation sous-jacente calculés par la Banque nationale se sont situés à des niveaux quelque peu plus élevés et sont restés stables depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire.

Pour les prochains mois, la Banque nationale s'attend à une poursuite de la croissance économique. Cette dernière devrait toutefois se replier sensiblement au cours des prochains trimestres, du fait de l'évolution modérée de l'activité économique dans les pays industrialisés et de la revalorisation du franc. C'est pourquoi la Banque nationale table sur une progression du PIB d'environ 1,5% pour 2011, contre environ 2,5% en 2010.

### **Cadre monétaire et financier**

En Suisse, les conditions monétaires et financières sont caractérisées par la politique monétaire expansionniste. Depuis mi-septembre, le Libor à trois mois s'est maintenu à un niveau relativement stable dans la zone inférieure de la marge de fluctuation. Malgré leur récente progression, les rendements des obligations suisses émises par des débiteurs de haute qualité sont restés à un bas niveau. Cela concerne également les taux d'intérêt réels à long terme, qui jouent en fin de compte un rôle déterminant dans les décisions d'investissement et de consommation. Des taux d'intérêt historiquement bas, appliqués aux crédits aux entreprises et aux prêts hypothécaires, créent eux aussi des conditions stimulantes pour la demande intérieure finale.

Des inquiétudes quant à la stabilité de la zone euro ont entraîné de nouvelles tensions sur les marchés financiers. Aussi le franc suisse s'est-il de nouveau apprécié. Comme le montre l'enquête menée par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale, qui sera publiée la semaine pro-

chaine dans le Bulletin trimestriel, la marche des affaires de nombre d'entreprises a été entravée par cette évolution. Une aggravation de la crise dans la zone euro entraînerait inévitablement d'autres effets négatifs sur l'économie suisse.

Les opérations destinées à résorber des liquidités ont été poursuivies depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de septembre 2010. Elles ont amené une nouvelle diminution des avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la Banque nationale. La monnaie centrale est restée toutefois sensiblement supérieure à son niveau d'avant la crise financière. Les agrégats monétaires au sens large ont continué de croître vigoureusement depuis l'examen de septembre; ils constituent un danger potentiel pour la stabilité des prix à long terme.

Les opérations de crédit sont restées soutenues du fait des conditions monétaires expansionnistes. Selon l'enquête menée par la Banque nationale sur les opérations de crédit, les banques n'ont pas modifié leurs conditions d'octroi aux entreprises et aux ménages au troisième trimestre 2010. Plusieurs banques ont déclaré que la demande de prêts hypothécaires émanant des ménages s'est de nouveau accrue. Cette évolution se reflète dans le taux de croissance, qui demeure élevé, du volume des prêts hypothécaires. Par ailleurs, les prix de l'immobilier continuent d'augmenter. La situation sur les marchés hypothécaire et immobilier requiert toujours la plus grande vigilance de la part de la Banque nationale.

### **Répercussions, sur le bilan de la BNS, des interventions sur les marchés des changes**

Depuis le début de la crise financière, le bilan de la Banque nationale a fortement progressé et sa composition s'est modifiée. Cette extension est due notamment aux interventions effectuées par la Banque nationale sur les marchés des changes. Depuis le début de l'année, la somme du bilan a passé de 207 milliards à environ 280 milliards de francs. En outre, la forte revalorisation du franc a entraîné des pertes de change importantes sur les placements de devises de la Banque nationale.

Après l'éclatement de la crise financière, la Banque nationale a ramené les taux d'intérêt à court terme à un niveau proche de zéro. Malgré

ces baisses résolues des taux d'intérêt, un danger de déflation se profilait pour l'économie suisse à partir de mars 2009. En vertu du mandat de la BNS, il était dès lors nécessaire de procéder à un nouvel assouplissement de la politique monétaire. A cette fin, les achats de devises entraient principalement en ligne de compte pour la Suisse, étant donné la taille restreinte de son marché des capitaux par rapport aux marchés étrangers. Ainsi, des évolutions extrêmes des cours de change, qui auraient pu déclencher une dynamique déflationniste, ont pu être atténuées. En réduisant la pression à la revalorisation du franc, la Banque nationale a certes assumé des risques accrus pesant sur le bilan, mais elle a contrecarré le risque d'une évolution déflationniste.

Bien que le franc se soit apprécié fortement depuis le début de l'année, le danger de déflation a diminué à la suite du raffermissement de la reprise conjoncturelle. Cette revalorisation a érodé la compétitivité-prix des exportateurs suisses. Les effets négatifs sur la demande étrangère ont toutefois été atténués par une activité économique soutenue dans les pays de destination des exportations suisses.

#### **Graphique présentant la prévision conditionnelle**

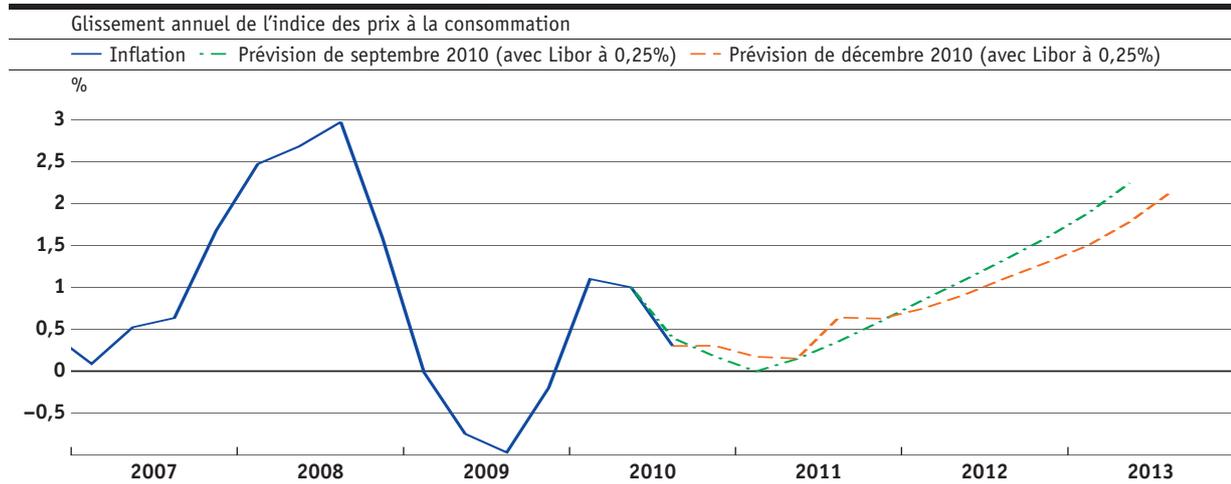
La courbe en tirets rouges indique la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle. Elle présente les perspectives en matière d'inflation sur la période allant du quatrième trimestre 2010 au troisième tri-

mestre 2013 dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois de 0,25% maintenu constant durant cette période. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est la prévision d'inflation conditionnelle de l'examen de septembre; elle repose sur un Libor à trois mois s'élevant lui aussi à 0,25%.

La nouvelle prévision conditionnelle montre une inflation toujours basse pour 2011 et 2012. La prise en compte de nouvelles données entraîne une révision de la prévision pour les prochains trimestres. Le prix du pétrole ayant augmenté, la nouvelle prévision pour 2011 s'inscrit légèrement au-dessus de celle de septembre dernier. La hausse de l'inflation au troisième trimestre 2011 est due à un effet de base, car le renchérissement s'est établi à un niveau plutôt bas au troisième trimestre 2010. L'inflation pour 2012 et 2013 est moins élevée que celle prise en considération dans la prévision de septembre 2010. Cette correction est due notamment aux perspectives conjoncturelles plus défavorables pour l'Europe par rapport au trimestre précédent. Vers la fin de l'horizon de prévision, l'inflation marque une nette hausse et dépasse la limite de 2%, si le Libor à trois mois reste à son niveau actuel. Il en ressort que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être menée jusqu'à la fin de l'horizon de prévision sans menacer la stabilité des prix à long terme. Du fait des risques mentionnés en introduction, la prévision d'inflation conditionnelle est entachée de très grandes incertitudes.

Graphique 4.1

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



Source: BNS.

Inflation observée (décembre 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	0,30				0,7	2,4	-0,5

Prévisions d'inflation conditionnelles de septembre 2010, avec Libor à 0,25%, et de décembre 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.					
Prévision 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
Prévision de décembre 2010, Libor à 0,25%			0,30	0,17	0,15	0,64	0,63	0,74	0,91	1,11	1,30	1,50	1,78	2,14					0,7	0,4	1,0

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 décembre 2010

## **Quatrième 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 précieuse source 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 quelque 244 représentants de différentes branches économiques durant les mois d'octobre et de novembre 2010, sont résumés ci-après. Les entreprises sont sélectionnées de façon à reproduire la structure de production de la Suisse. Elles varient toutefois d'un trimestre à l'autre. La valeur de référence est le PIB, agriculture et services publics exclus.

## Résumé

Au quatrième trimestre 2010, l'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie, à un rythme légèrement moins soutenu. Comme aux trimestres précédents, l'industrie manufacturière a enregistré la reprise la plus perceptible en comparaison annuelle. Une croissance reposant sur une large assise a également été observée dans la construction et dans les services; ces deux secteurs ont toutefois montré des signes de ralentissement. La demande de main-d'œuvre a continué de progresser. Les entreprises sont un peu moins réservées qu'au troisième 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 attentes pour les prochains mois laissent entrevoir une croissance positive des chiffres d'affaires dans l'industrie, la construction et les services, malgré un certain tassement escompté, en particulier dans la construction, et, dans une moindre mesure, dans les services. Dans

presque tous les secteurs, l'utilisation des capacités de production de l'économie suisse est désormais normale, voire bonne.

Malgré l'évolution favorable de la marche des affaires, les craintes quant à la durabilité de la reprise économique mondiale persistent. 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 poursuite de 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.

Comme au troisième trimestre, les réactions face à l'appréciation du franc sont très contrastées; dans l'ensemble, l'économie est toutefois nettement plus affectée (voir le chapitre «Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises», pages 50 ss).

# 1 Marche des affaires

## Industrie

Au quatrième trimestre, la situation économique de l'industrie manufacturière a continué de s'améliorer sensiblement, tant en comparaison annuelle que par rapport au trimestre précédent; la croissance trimestrielle s'est toutefois légèrement ralentie. Par rapport à la même période de 2009, les chiffres d'affaires réels ont connu une forte augmentation; seules quelques entreprises ont vu leurs chiffres d'affaires rester inférieurs au niveau atteint un an auparavant. Les industries de la transformation des métaux et des machines, l'industrie horlogère ainsi que l'industrie textile et de l'habillement ont connu, en un an, une reprise supérieure à la moyenne. Une évolution favorable a également été observée dans l'industrie des denrées alimentaires, la chimie et l'industrie pharmaceutique.

La demande intérieure a de nouveau joué un rôle de soutien important. Celle issue des pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud est restée plus vive que la moyenne. En outre, les Etats-Unis et la zone euro, l'Allemagne notamment, ont donné de nouvelles impulsions. Plusieurs branches industrielles ont bénéficié, directement ou indirectement, de la vigoureuse demande en provenance de l'industrie automobile européenne.

Les stocks de produits finis dans l'industrie ont été légèrement réduits: tandis que leur niveau était jugé relativement élevé au trimestre précédent, il est actuellement considéré comme un peu faible. Les futures impulsions de la demande devraient donc continuer à se traduire par une hausse de la production.

## Construction

Dans le secteur de la construction, la marche des affaires a poursuivi sa progression exceptionnellement dynamique, à une allure légèrement plus modérée. Le niveau actuel des chiffres d'affaires est supérieur aux valeurs enregistrées un an auparavant et au trimestre précédent, mais la différence est moins marquée qu'au troisième trimestre. Les impulsions sont venues essentiellement de l'immobilier résidentiel et du second œuvre. Du côté des clients, la préoccupation croissante est désormais de savoir quand les travaux pourront commencer; les entrepreneurs en bâtiment, quant à eux, peuvent davantage veiller à leurs marges lorsqu'ils acceptent des commandes. Pour l'instant, rien n'in-

dique que cette tendance de base positive va s'interrompre. Néanmoins, les entrepreneurs sont un peu moins optimistes qu'au trimestre précédent dans leur appréciation sur l'évolution actuelle et future des chiffres d'affaires.

Au quatrième trimestre également, certains interlocuteurs se sont déclarés soucieux des risques de plus en plus élevés que le maintien de la politique de taux bas, qui s'accompagne d'une forte demande de prêts hypothécaires, fait peser sur le marché immobilier. Ils n'observent aucune bulle à proprement parler, mais les prix des terrains et de l'immobilier sont considérés «irréalistes» dans un nombre croissant de régions.

## Services

Comme ce fut le cas aux trimestres précédents, les chiffres d'affaires du secteur des services ont connu une évolution positive, atteignant un niveau supérieur à celui observé il y a un an et au trimestre d'avant. Les appréciations sont toutefois légèrement moins positives que les estimations du troisième trimestre. L'essor le plus important a été enregistré dans les entreprises de logistique et de transport, chez les voyagistes, dans les agences de placement de personnel et dans le secteur des technologies de l'information, qui ont obtenu des chiffres d'affaires en nette augmentation par rapport au trimestre précédent. Une croissance toujours vigoureuse des chiffres d'affaires a également été observée dans l'hôtellerie – où elle a été soutenue par la clientèle d'affaires et les touristes en provenance d'Asie – et dans les bureaux d'ingénieurs et de conseil. Dans le domaine des services financiers, l'évolution est restée très hétérogène, mais les chiffres d'affaires réalisés dans l'ensemble sont supérieurs à ceux affichés au trimestre précédent ou un an auparavant. Dans le commerce de détail, la faiblesse de l'euro a continué de se traduire par un renforcement du tourisme d'achat dans les pays voisins, notamment dans les régions frontalières.

# 2 Utilisation des capacités de production

Globalement, le taux d'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter depuis le troisième trimestre. L'amélioration a été sensible dans l'industrie et modérée dans les services. Le

secteur de la construction continue de connaître le taux d'utilisation des capacités le plus élevé. Le bâtiment en particulier et, dans une moindre mesure, le génie civil utilisent largement les capacités de production; les ressources y sont par conséquent limitées.

L'utilisation des capacités a été satisfaisante pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, alors qu'une légère sous-utilisation avait été signalée au troisième trimestre. Les capacités ont continué à être sous-utilisées dans la chimie, le secteur pharmaceutique et, de façon isolée, dans la construction de machines et d'équipements. Le taux d'utilisation des capacités a été jugé bon, voire très bon, dans l'industrie horlogère et, récemment, dans les entreprises de sous-traitance de celle-ci, de même que dans certaines entreprises de transformation du bois et de l'industrie textile. Il a été qualifié de normal dans l'industrie des denrées alimentaires.

Dans le secteur de la construction, le taux d'utilisation des capacités de production a conservé un niveau élevé, bien qu'inférieur à celui du trimestre précédent. Aucune entreprise n'a présenté de taux d'utilisation des capacités insuffisant. Pour l'avenir, les interlocuteurs tablent sur une légère détente. Un recul du taux d'utilisation des capacités viendrait à point dans certaines entreprises travaillant à une cadence très élevée.

Dans le secteur des services, il n'est généralement plus question de sous-utilisation des capacités; un taux d'utilisation normal a été atteint. Le taux d'utilisation des capacités a été élevé pour les bureaux d'ingénieurs et de conseil, les fabricants de logiciels, les agences de placement de personnel, les transporteurs routiers ainsi que pour les agents immobiliers et les sociétés de gestion immobilière. Il est dans l'ensemble normal pour le commerce. La sous-utilisation des capacités a persisté dans l'hôtellerie et la restauration, les fiduciaires et aussi dans quelques banques, en dépit de l'évolution favorable des chiffres d'affaires.

### 3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, le redressement de la marche des affaires est de nouveau allé de pair 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. Dans l'ensemble, les entreprises industrielles ont jugé le niveau des effectifs plutôt faible, alors que celui-ci avait été considéré au troisième trimestre comme répondant plus ou moins aux besoins. Un manque de main-d'œuvre a été signalé dans l'industrie horlogère et ses sous-traitants ainsi que dans quelques entreprises pharmaceutiques. De même, les ressources en personnel ont été à peine suffisantes dans l'industrie de transformation du bois. Quelques rares entreprises de fabrication et d'usinage des métaux ont signalé des effectifs plutôt trop élevés.

Dans le secteur de la construction aussi, la demande de main-d'œuvre a continué de croître, bien que moins fortement qu'au trimestre précédent. Des mesures transitoires telles que le recours à du personnel temporaire ou la prescription d'heures supplémentaires ont été prises pour répondre aux besoins. Dans certains cas, des commandes ont été refusées en raison de capacités insuffisantes.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs a été considéré comme adéquat dans l'ensemble, voire comme légèrement trop bas. Des besoins de recrutement ont surtout été signalés dans les entreprises du secteur des technologies de l'information, les entreprises logistiques, les bureaux d'ingénieurs et les agences de placement de personnel. Les fiduciaires ont enregistré un léger sureffectif.

Globalement, le recrutement de nouveaux collaborateurs a été jugé légèrement plus ardu que d'ordinaire. Par rapport à l'appréciation faite au trimestre précédent, c'est surtout dans l'industrie que le recrutement du personnel a été moins aisé et a exigé des moyens plus importants. Dans la construction, il a été pratiquement aussi difficile qu'à l'accoutumée d'embaucher du personnel. Dans les entreprises de transport, celles du secteur des technologies de l'information et chez les voyageurs, il est apparemment moins facile que d'habitude de trouver de la main-d'œuvre. D'une manière générale, recruter du personnel très qualifié reste une tâche délicate. Bien que la libre-circulation des personnes permette de détendre la situation dans son ensemble, le marché semble asséché pour certaines catégories professionnelles. Le commerce de détail et de gros ne connaissent pour leur part que

des problèmes de recrutement mineurs et l'engagement du personnel dans ces secteurs est considéré un peu plus simple qu'habituellement.

Dans la plupart des branches économiques, les coûts du travail par employé ont légèrement augmenté. Par rapport aux données du trimestre précédent, la pression sur les salaires s'est accrue, notamment dans l'industrie manufacturière. L'industrie textile, l'industrie des machines et l'industrie horlogère ont été confrontées à une élévation des coûts du travail par employé. Comme au trimestre précédent, c'est dans la construction que la tendance haussière des salaires a été la plus marquée. Dans les services, ce sont surtout les entreprises des secteurs des technologies de l'information et des transports ainsi que les bureaux d'ingénieurs qui ont enregistré un accroissement des coûts du travail. Pour 2011, certaines entreprises envisagent de relever les salaires réels, en particulier dans les branches industrielles dans lesquelles il existe un besoin de rattrapage et où la main-d'œuvre disponible s'est raréfiée.

#### 4 Prix, marges et situation bénéficiaire

En soi, l'accroissement des volumes de production et des chiffres d'affaires a continué d'améliorer 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. Elles devraient rester sous pression pour une durée indéterminée. D'une part, les entreprises prévoient une tendance à la hausse des prix d'achat. D'autre part, les prix de vente en francs ne devraient guère pouvoir être augmentés dans la même mesure, en raison d'une vive concurrence et de l'effet des cours de change. Par rapport au trimestre précédent, les entreprises industrielles estiment néanmoins que la situation est un peu plus favorable pour imposer des augmentations de prix. Mais ce sont en définitive les conditions propres aux entreprises et aux marchés qui sont décisives à cet égard.

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 a eu tendance à s'améliorer. Les prix d'achat escomptés (matières premières) sont quant à eux légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. De même, les entreprises sont un peu plus nombreuses à avoir l'impression qu'elles pourront parvenir à relever les prix de vente.

Les interlocuteurs du secteur des services qualifient eux aussi leurs marges bénéficiaires de normales, voire de légèrement insuffisantes. Comme au trimestre précédent, le résultat global a été influencé le plus négativement par les marges d'intérêt nettement insatisfaisantes dans le secteur des banques, où la concurrence reste vive, notamment dans le domaine hypothécaire. L'évolution des cours de change pèse en outre sur les recettes issues de la gestion de fortune. Sont aussi considérées comme insuffisantes les marges bénéficiaires dans l'hôtellerie, les agences de placement de personnel et dans certains établissements du commerce de gros et de détail. Les bureaux d'ingénieurs, les fiduciaires, les bureaux de conseil et les sociétés de gestion immobilière affichent pour leur part des marges plutôt confortables.

#### 5 Répercussions de la revalorisation du franc

Comme au trimestre précédent, les entreprises ont également été interrogées sur les cours de change lors de l'enquête d'octobre et de novembre 2010. Concernant l'impact de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires, 45% d'entre elles ont signalé des retombées négatives dans l'ensemble, soit une proportion sensiblement plus élevée qu'au troisième trimestre; 42% n'ont remarqué aucun effet et 13% ont évoqué des répercussions positives. L'impact est très variable d'un secteur de production à l'autre. Les résultats de l'enquête sont commentés en détail au chapitre «Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises» (pages 50 ss).

## 6 Perspectives

Dans leur grande majorité, les entreprises de l'industrie manufacturière prévoient un accroissement des chiffres d'affaires réels et une augmentation de l'utilisation des capacités de production pour les six prochains mois. Du côté de l'emploi aussi, les perspectives pour cette période sont franchement positives, une nouvelle progression des recrutements étant prévue. Les attentes à cet égard sont nettement plus optimistes qu'au troisième trimestre. Par contre, s'agissant de la période allant au-delà des six prochains mois, les interlocuteurs sont plus réservés quant à la durabilité de l'essor actuel.

Dans le secteur de la construction, les entreprises demeurent majoritairement confiantes. Elles estiment que les chiffres d'affaires vont continuer d'augmenter légèrement, mais dans une moindre mesure qu'au trimestre précédent. En ce qui concerne l'immobilier résidentiel, elles s'attendent à ce que le taux d'utilisation des capacités se stabilise au niveau élevé enregistré actuellement; rares sont celles qui prévoient que ce taux continuera à progresser; certains interlocuteurs tablent sur son recul. L'emploi devrait quant à lui rester largement inchangé.

Dans le secteur des services, les prévisions restent favorables en ce qui concerne l'évolution des affaires au cours des six prochains mois. Les attentes relatives aux chiffres d'affaires sont particulièrement optimistes chez les voyagistes, ainsi que dans les agences de placement du personnel, les entreprises de technologies de l'information, le commerce de gros et de détail, et la restauration. La confiance est également manifeste chez les fournisseurs de services financiers, de même que dans les entreprises du secteur immobilier, les agences de conseil et les fiduciaires. Les interlocuteurs du secteur des services prévoient par conséquent une légère hausse du taux d'utilisation des capacités de production et de l'emploi.

Parmi les risques les plus souvent évoqués figurent les incertitudes concernant la durabilité de la reprise de l'économie mondiale, les menaces liées à l'endettement des banques et des Etats européens, de nouvelles fluctuations des cours de change

et le niveau des taux d'intérêt à l'avenir. De nouveau, quelques interlocuteurs ont fait part d'une certaine inquiétude eu égard à la persistance de faibles taux d'intérêt et aux possibles risques d'inflation.

Les plans d'investissement dans l'industrie et les services sont légèrement orientés à la hausse, quoique de façon moins marquée qu'au troisième trimestre. C'est le cas pour les investissements en biens d'équipement et en constructions. Ces dépenses – qui tendent à augmenter – traduisent avant tout le besoin de réaliser des investissements de renouvellement jusque-là différés, mais aussi, dans une moindre mesure, l'intention d'accroître les capacités de production existantes. Dans la construction, les interlocuteurs s'attendent à une stagnation des investissements.

# Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises

Réseau économique régional de la BNS

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

## **Quatrième trimestre 2010**

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au quatrième trimestre, qui a été menée en octobre et en novembre 2010, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont interrogé de manière systématique et pour la deuxième fois les entreprises au sujet des cours de change, afin de pouvoir quantifier l'impact de la revalorisation du franc. Au total, 244 entreprises ont pris part à cette enquête. Les entreprises sont sélectionnées de façon à refléter la structure de production de la Suisse, mais cette sélection peut varier d'un trimestre à l'autre. La valeur de référence est le PIB sans l'agriculture ni les services publics.

# 1 Résultat global de l'enquête

Depuis mi-2007, le franc suisse fait l'objet de pressions à la revalorisation. Comme le montre le graphique 1, l'appréciation du franc influe de manière très contrastée sur les différents secteurs économiques. Au total, 45% des entreprises ont indiqué que son impact avait été négatif (18% fortement négatif et 27% modérément négatif). Cette évolution traduit une nette dégradation par rapport aux résultats du trimestre précédent. Au troisième trimestre, les entreprises affectées représentaient 28% de l'échantillon global.

D'autre part, 42% des entreprises n'ont pas constaté d'impact important de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires. Comme l'illustre le graphique 2, il s'agit surtout d'entreprises qui ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change. En outre, des stratégies de couverture ou des facteurs qui se compensent ont contribué à neutraliser l'impact de ces variations. Par conséquent, la grande majorité de ces entreprises ne s'attend pas non plus à en ressentir les effets dans un avenir proche (voir graphique 3). Les 13% restants ont déclaré que la revalorisation du franc avait eu un impact positif sur la marche de leurs affaires.

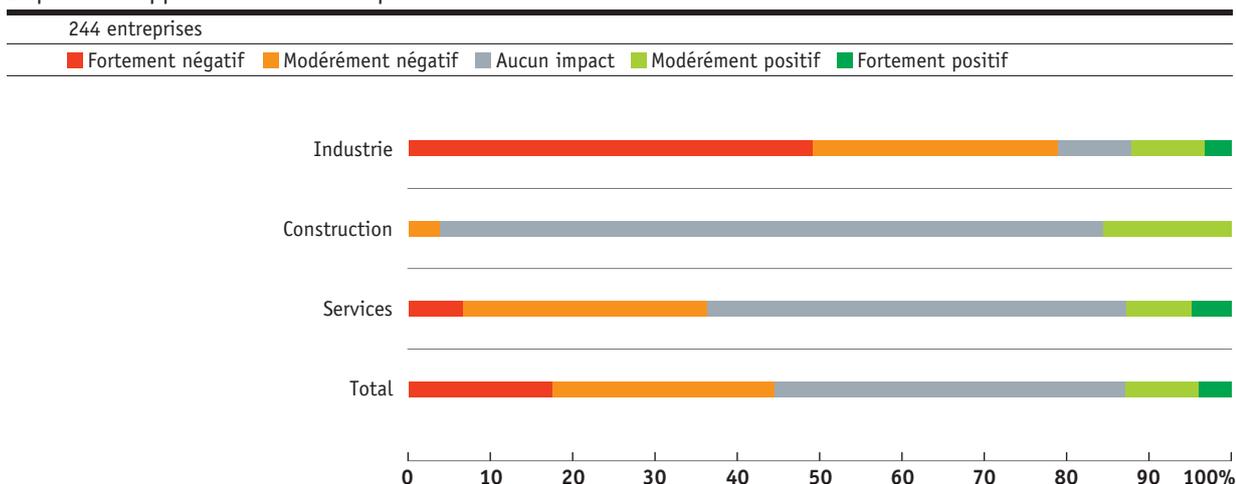
Les entreprises affectées sont le plus souvent issues de l'industrie manufacturière. Du troisième au quatrième trimestre, l'impact négatif dans ce secteur s'est à la fois accentué et étendu. Alors qu'au troisième trimestre, 61% des entreprises de l'industrie manufacturière, au total, constataient un impact négatif, elles étaient 30% à signaler un impact modérément négatif, et 49%, un impact for-

tement négatif, au quatrième trimestre. En revanche, dans les services, la grande majorité des entreprises (65%) est restée épargnée. Dans ce secteur également, les résultats se sont légèrement détériorés au fil du temps. On observe notamment, du troisième au quatrième trimestre, un accroissement du nombre d'entreprises confrontées à des effets modérément négatifs. Dans la construction, les résultats du troisième trimestre se sont confirmés: jusqu'ici, la revalorisation du franc n'a guère eu de retombées négatives. Environ 15% des entreprises interrogées ont même fait état d'un impact plutôt positif sur la marche de leurs affaires. Il convient toutefois de souligner que certaines entreprises industrielles voisines de la construction ont pourtant signalé un impact négatif résultant du durcissement de la concurrence étrangère. Ces sociétés ne font cependant pas partie de l'industrie manufacturière et n'influencent donc pas les résultats de la construction.

## 2 Conséquences négatives: dans quel secteur et à quel degré?

Au total, 109 entreprises ont signalé un impact modérément ou fortement négatif de la revalorisation du franc. Le graphique 4 illustre sur quel marché et sous quelle forme se manifeste cet impact négatif. Conformément aux attentes, les exportations ont été l'activité la plus touchée. Une grande majorité des entreprises affectées se sont retrouvées confrontées à une réduction des marges bénéficiaires sur leurs principaux marchés d'exportation. Dans la plupart des cas, ce phénomène est dû à une baisse des

Graphique 1  
Impact de l'appréciation du franc par secteurs



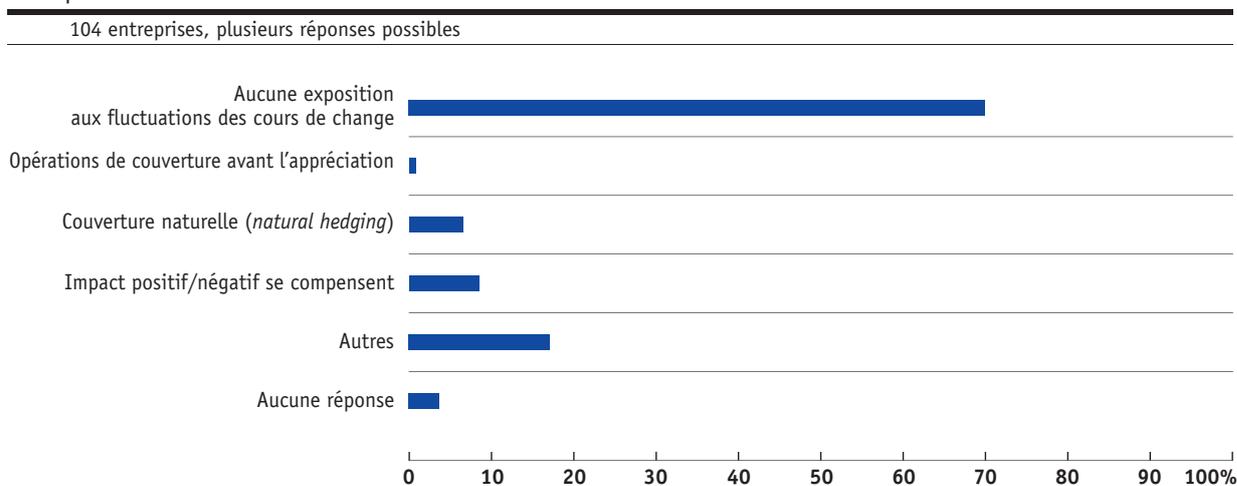
Source: BNS.

prix exprimés en francs suisses. Un tiers des entreprises ont également enregistré une baisse des quantités vendues. Outre l'impact direct sur les exportations, les entreprises ont également signalé un impact indirect (voir le tiers inférieur du graphique 4). Dans 10% des cas, les effets négatifs se sont traduits par une baisse des marges ou des quantités vendues chez les fournisseurs d'entreprises à vocation exportatrice. Pour les sociétés soumises à la pression de la concurrence due à des importations moins chères, l'impact négatif a surtout revêtu la forme d'une baisse des quantités vendues.

L'industrie des produits en amont (fabrication de produits chimiques et de plastique), la métallur-

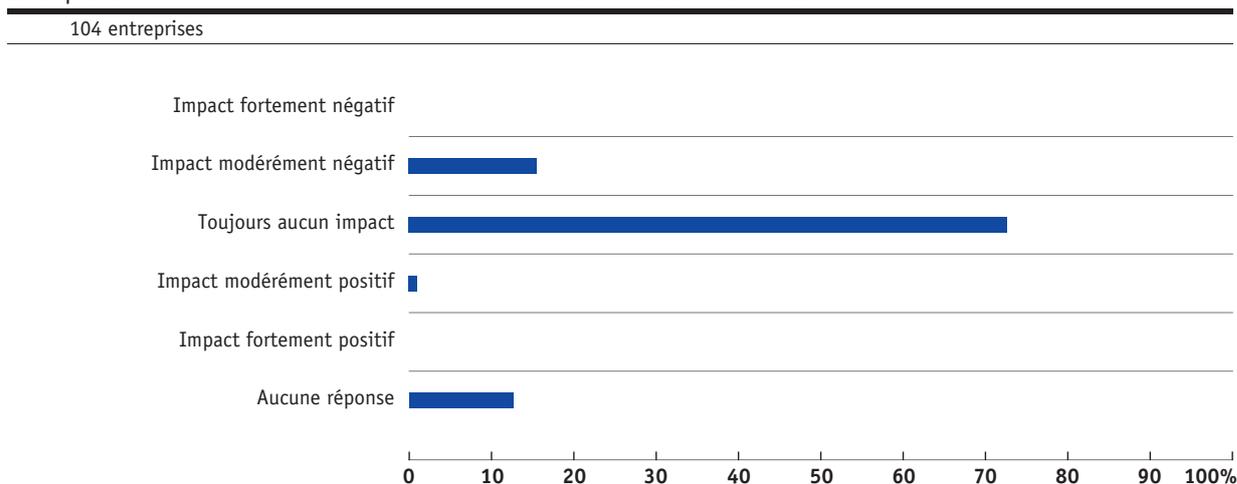
gie, les biens d'équipement (fabricants de matériel électronique et une grande partie de l'industrie des machines) ainsi que l'industrie textile ont compté parmi les plus touchés par la revalorisation du franc. Dix des vingt-deux hôtels interrogés ont mentionné un impact – essentiellement modéré – de ce raffermissement. Les douze hôteliers restants ont pour leur part déclaré ne pas en avoir ressenti les effets. Quant au commerce de détail, il présente une image relativement contrastée. Ainsi, dans les régions frontalières, le commerce de détail a été confronté à des évolutions défavorables en qui concerne le tourisme de consommation transfrontalier. Ailleurs, en revanche, il a bénéficié des effets

Graphique 2  
Entreprises non affectées: raisons



Source: BNS.

Graphique 3  
Entreprises non affectées: attentes si le cours du franc se maintient au niveau actuel



Source: BNS.

positifs découlant des prix d'achat plus avantageux. Les réponses fournies par les entreprises du commerce de gros ont également varié entre ces deux extrêmes. Les banques ont fait état d'effets neutres à légèrement négatifs. Ces derniers peuvent s'expliquer par deux facteurs, à savoir par la baisse des recettes sur les frais perçus par les banques due aux dépôts de titres moins élevés en monnaies étrangères et par les pertes qu'elles ont enregistrées sur leurs propres positions en monnaies étrangères. Par contre, la plupart des représentants de la branche des transports, des compagnies d'assurances et des fiduciaires, ainsi que ceux des sociétés de placement de personnel, des branches des

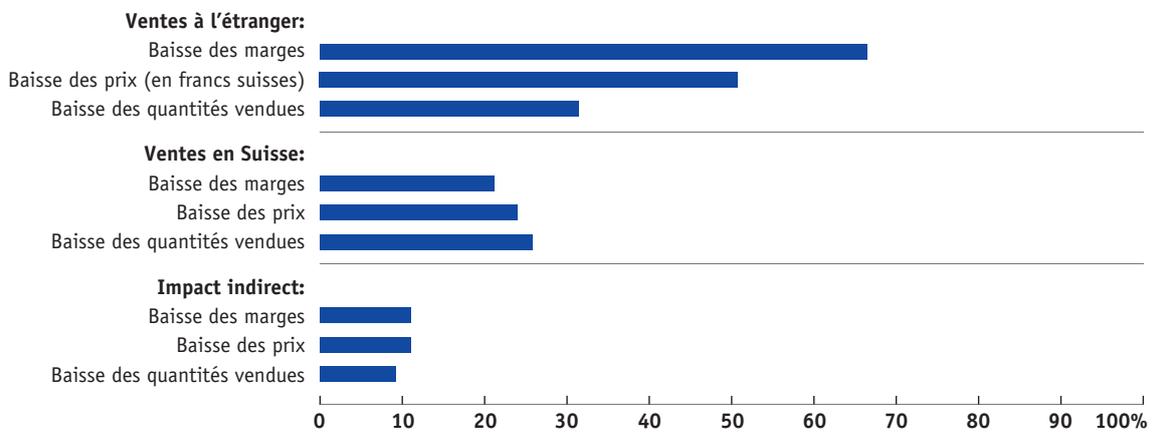
loisirs et de la santé ont déclaré ne pas avoir été affectés.

### 3 Impact négatif: quelles sont les mesures prises par les entreprises?

Par ailleurs, les entreprises ont été interrogées sur les mesures déjà mises en œuvre pour contrer les effets de la revalorisation du franc. Le graphique 5 illustre l'éventail des mesures prises par la grande majorité des entreprises. Des hausses de prix à effet compensatoire n'ont pu être appliquées que dans

Graphique 4  
Entreprises affectées: impact de l'appréciation du franc

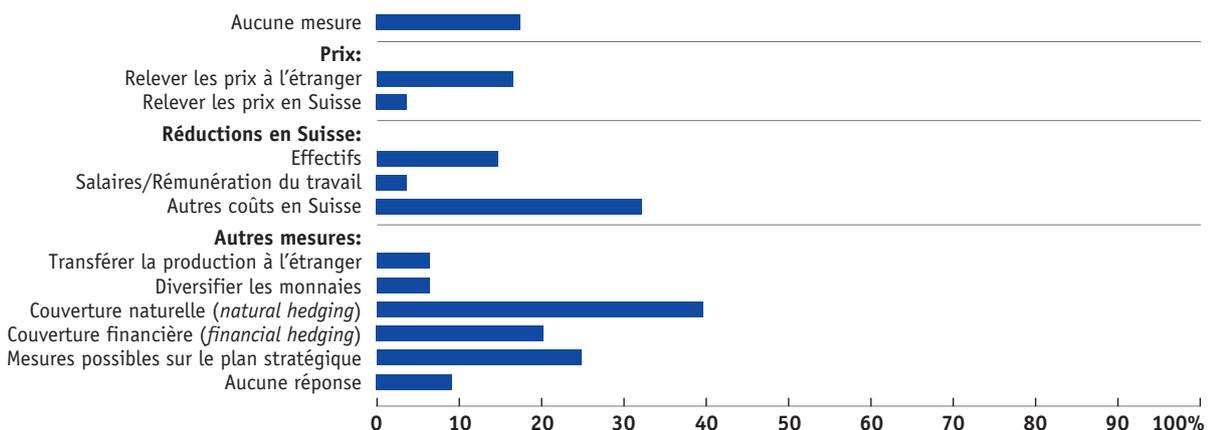
109 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

Graphique 5  
Entreprises affectées: mesures prises face à l'appréciation du franc

109 entreprises, plusieurs réponses possibles



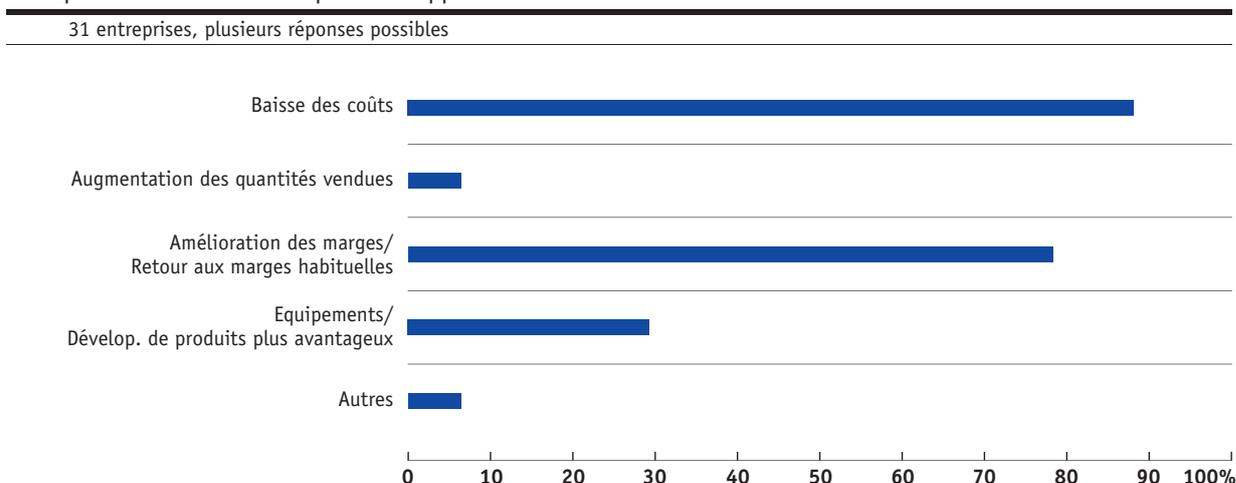
Source: BNS.

20% des cas. Les mesures visant à limiter les coûts de production sont le plus fréquemment invoquées. Les coûts de main d'œuvre sont surtout réduits par des compressions d'effectifs ou par un gel des embauches. Mais encore plus souvent, les mesures d'épargne portent sur les autres coûts de production. Le recours à des stratégies de couverture est également très répandu, notamment celui à la couverture naturelle (*natural hedging*). Toutefois, l'appréciation du franc a amené les entreprises à réfléchir à des orientations stratégiques fondamentales concernant leur avenir.

#### 4 Impact positif: dans quel secteur et à quel degré?

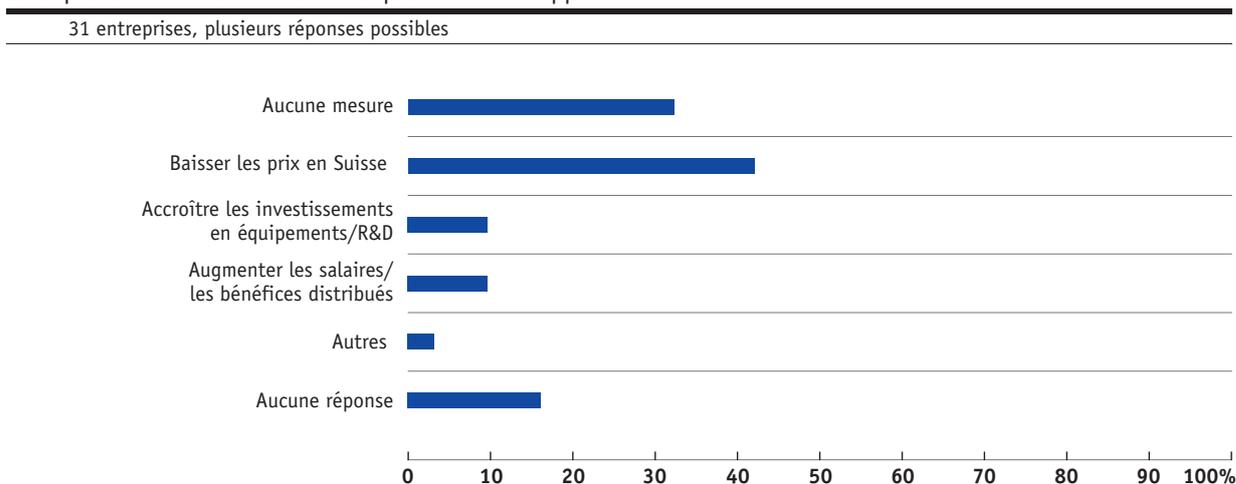
Parmi les entreprises interrogées, 31 ont bénéficié d'un impact faiblement, voire fortement positif découlant de la revalorisation du franc. Comme le montre le graphique 6, ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production et/ou une augmentation des marges bénéficiaires. Une part non négligeable des entreprises a en outre mentionné des conditions plus avantageuses pour les investissements et pour la recherche et le développement. D'après le graphique 7, l'amélioration de ces conditions devrait

Graphique 6  
Entreprises bénéficiaires: impact de l'appréciation du franc



Source: BNS.

Graphique 7  
Entreprises bénéficiaires: mesures prises face à l'appréciation du franc



Source: BNS.

en premier lieu entraîner une augmentation des profits et des liquidités des entreprises. Néanmoins seulement 42% des entreprises ont réagi à cet impact positif en baissant leurs prix de vente.

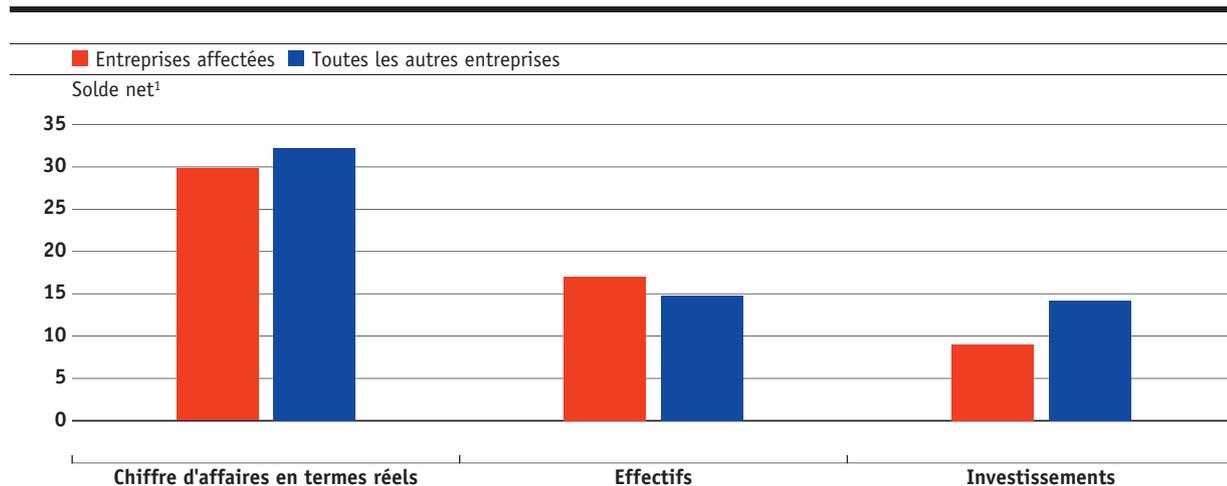
## 5 Les attentes pour l'avenir proche demeurent positives

Dans le cadre de l'enquête, les entreprises ont été interrogées sur leurs attentes en ce qui concerne l'évolution de leur chiffre d'affaires, en termes réels, de leurs effectifs et de leurs investissements pour les six à douze prochains mois. Leurs réponses sont réparties selon une échelle allant de «très fortement positives» à «très fortement négatives». Sur la base de ces informations, il est possible de constituer un indice en soustrayant les estimations négatives des estimations positives («solde net»). Les estimations fortement positives ou fortement négatives reçoivent alors une pondération plus élevée que les estimations modérément positives ou modérément négatives. L'indice est conçu de manière à pouvoir accepter les valeurs situées entre +100 et -100. Une valeur positive de cet indice

reflète, au total, des attentes positives, une valeur négative, des attentes négatives dans l'ensemble.

L'analyse effectuée porte sur deux sous-catégories: d'un côté, les entreprises affectées par la revalorisation du franc, et de l'autre, toutes les autres entreprises. Comme le montre le graphique 8, les estimations des entreprises montrent qu'elles s'attendent, au total, à une hausse de leur chiffre d'affaires, en termes réels, et à une évolution positive modérée de leurs effectifs et de leurs dépenses d'investissement. Ainsi, par exemple, la première colonne rouge de ce même graphique – qui représente le groupe des entreprises affectées par la revalorisation du franc – indique que les estimations positives (hausse attendue du chiffre d'affaires) dépassent nettement les estimations négatives (baisse attendue du chiffre d'affaires). Ce graphique montre par ailleurs que les attentes relatives à l'évolution du chiffre d'affaires en termes réels et des effectifs ne divergent pas foncièrement entre les deux catégories d'entreprises. Par contre, en ce qui concerne les investissements, les entreprises affectées par la revalorisation du franc paraissent dans l'ensemble plus réservées que les autres.

Graphique 8  
Attentes: chiffre d'affaires, effectifs et investissements



1. Estimations positives pondérées des entreprises moins les estimations négatives pondérées en ce qui concerne l'évolution future du chiffre d'affaires en termes réels, des effectifs et des investissements. L'horizon s'étend à six mois pour le chiffre d'affaires en termes réels et les effectifs, et à douze mois pour les investissements.  
Source: BNS.

**SNB Working Papers:  
résumés**

## Consumer heterogeneity and the impact of trade liberalisation: How representative is the representative agent framework?

**Raphael Auer**  
**Working Paper 2010-13**

Le présent document étudie la manière dont la variété des préférences nationales des consommateurs influe sur les effets de la libéralisation du commerce. L'auteur parvient à la conclusion que, vu la manière dont l'industrie intérieure s'adapte pour contrecarrer les écarts entre la structure des importations et la palette des préférences des consommateurs dans le pays, les effets de la libéralisation du commerce ne sont aucunement entravés par la variété des préférences sur le plan international. Cette constatation est valable à la seule condition que les différents pays ne se spécialisent pas complètement. Si cette condition est remplie, il apparaît que la littérature récente, qui quantifie les bénéfices du commerce à l'aide d'un modèle à agent représentatif, est congruente même si l'agent représentatif ne se recoupe en fait pas avec la description correcte des décisions de consommation sous-jacentes. De plus, l'auteur constate que, contrairement à ce qui est habituellement affirmé dans la littérature, les différences de préférences d'un pays à l'autre n'affectent pas le volume du commerce.

## Limits to arbitrage during the crisis: Funding liquidity constraints and covered interest parity

**Tommaso Mancini Griffoli**  
**et Angelo Ranaldo**  
**Working Paper 2010-14**

La condition de parité d'intérêt couverte (CIP) est généralement remplie grâce à l'arbitrage. Jusqu'à récemment, les bénéfices excédentaires d'arbitrage étaient minimes, duraient quelques secondes et étaient de l'ordre de quelques pips. Mais après la chute de Lehman, ils ont atteint des niveaux élevés, et cela pendant plusieurs mois. Cet article documente ce phénomène en spécifiant la stratégie d'arbitrage telle qu'un investisseur l'aurait implémentée, considérant deux possibilités de financement, l'une gagée et l'autre non gagée. Dans les deux cas, il semble qu'une liquidité de financement insuffisante en dollars ait été la cause de la baisse d'arbitrage. Ce rationnement découlait de la nécessité de réduire le bilan, du réflexe d'amasser des liquidités excédentaires, et de capitaux insuffisants à gager. Ces thèses sont explorées dans une analyse empirique se basant sur des données nouvelles à haute fréquence de prix synchronisés entre les différents titres utilisés dans l'arbitrage et reflétant les coûts de transaction. Cette analyse suggère que la réaction des banques centrales a contribué à rétablir l'arbitrage sur la condition de CIP, surtout avec la mise en place de lignes de swaps.

## Monetary policy response to oil price shocks

**Jean-Marc Natal**  
**Working Paper 2010-15**

Quelle doit être la réaction des autorités monétaires à un choc pétrolier? L'un des principaux enseignements de la littérature néo Keynésienne est que la politique monétaire optimale doit s'assurer de la parfaite stabilité des prix. Le contraste entre la théorie et la pratique est cependant saisissant: la plupart des banques centrales ont une interprétation de la stabilité des prix axée sur le long terme uniquement.

La première contribution de cet article est de montrer qu'une parfaite stabilisation des prix est en fait très coûteuse en termes de bien-être car la part des coûts de production due au pétrole augmente avec le prix de celui-ci. De plus, le coût en termes de bien être se trouve exacerbé par le fait que le pétrole (l'énergie) n'est pas seulement un intrant dans le processus de production, mais également un produit de consommation. Cela explique la réticence des autorités monétaires à parfaitement stabiliser les prix à court terme et leur inclination à considérer également les conséquences réelles négatives d'un choc pétrolier.

La deuxième contribution de cet article est de dériver analytiquement une règle de politique monétaire simple qui reproduise la politique monétaire optimale mais qui ne dépende que de variables observables, soit en l'occurrence: l'inflation sous-jacente, la croissance du PIB réel et celle des prix du pétrole. Il en résulte que la politique monétaire optimale réagit fortement à toute variation de l'inflation sous-jacente mais amortit l'impact négatif sur la croissance réelle de l'augmentation des prix du pétrole. L'analyse montre également que de suivre une règle de Taylor ou de stabiliser parfaitement l'inflation sont des alternatives très coûteuses.

## Immigration and Swiss house prices

**Kathrin Degen et Andreas M. Fischer**  
**Working Paper 2010-16**

Cette étude porte sur la manière dont les prix de l'immobilier résidentiel réagissent aux flux de l'immigration. Elle part d'une analyse de la situation dans 85 régions en Suisse entre 2001 et 2006. Les résultats montrent qu'il existe un lien entre immigration et prix de l'immobilier résidentiel même en cas de renchérissement bas dans ce secteur, de régulation des loyers et de faibles flux migratoires. Une immigration correspondant à 1% de la population d'une zone donnée engendre une hausse des prix des maisons familiales d'environ 2,7%. Cette constatation correspond aux résultats d'études antérieures. En ce qui concerne les maisons familiales, l'effet de l'immigration entre pour près de deux tiers dans la hausse des prix.

## Immigration and large banknotes

**Andreas M. Fischer**  
**Working Paper 2010-17**

Les immigrés demandent-ils davantage de grosses coupures que les Suisses? L'auteur de la présente étude cherche à savoir si la demande de coupures de 1000 francs – utilisées à des fins de thésaurisation – se concentre sur les communes suisses ayant une forte proportion de résidents étrangers. Selon l'estimation, qui tient compte d'indicateurs régionaux provenant de données de 251 communes, les immigrés européens vivant en Suisse thésaurisent moins de billets de 1000 francs que les résidents autochtones. Ce résultat implique que l'immigration réduit le seigneurage (par personne) mesuré à la demande de numéraire. Une augmentation de 1% de la proportion immigrés-autochtones correspond à une réduction de la demande de numéraire de l'ordre de 4 000 francs.

## Are imports from rich nations deskilling emerging economies? Human capital and the dynamic effects of trade

**Raphael Auer**  
**Working Paper 2010-18**

La première partie de cet article documente le constat selon lequel les importations intenses en capital humain, effectuées depuis des pays riches en main-d'œuvre qualifiée, ont sensiblement réduit l'accumulation de capital humain dans les pays en voie de développement au cours des dernières décennies. Afin de faire ressortir le lien causal entre ces variables, l'analyse prend pour point de départ l'évolution de l'offre de main-d'œuvre qualifiée dans des pays voisins et la mesure dans laquelle cette évolution influe sur le degré de qualification qui sous-tend les échanges commerciaux entre importateur et exportateur. Selon une estimation reposant sur un panel de 41 pays non membres de l'OCDE, une différence d'un écart type dans les importations intenses en capital humain correspond à un écart de 12% dans le niveau moyen de formation des pays considérés. La seconde partie développe ensuite un modèle destiné à analyser les conséquences qu'une telle accumulation (ou une telle perte) de capital humain découlant des échanges commerciaux a sur les revenus et le bien-être. Ce modèle porte sur des travailleurs hétérogènes prenant des décisions concernant leur formation en présence de marchés complets. Quand de tels travailleurs investissent dans leur formation, les plus qualifiés d'entre eux en tirent un bénéfice supplémentaire. Le commerce fait passer ce surplus de bénéfices aux pays qui peuvent tirer le meilleur profit des compétences, dans lesquels la main-d'œuvre qualifiée est donc abondante et qui sont tendanciellement riches. Par conséquent, les effets dynamiques de la libéralisation tendent à bénéficier aux pays déjà riches et contribuent à creuser l'écart entre pays riches et pays pauvres.

## Executive compensation: A general equilibrium perspective

**Jean-Pierre Danthine  
et John B. Donaldson  
Working Paper 2010-19**

Cet article étudie l'équilibre général dynamique d'une économie dans laquelle des actionnaires hostiles au risque délèguent la gestion de leur entreprise à des managers également hostiles au risque. Pour être optimal, le contrat qui les lie doit prévoir deux composantes principales: une composante incitative correspondant à une position en actions non négociables, et une composante salariale variable indexée sur la masse salariale agrégée et sur les dividendes agrégés. Faire dépendre la rémunération des managers de la performance de leur propre entreprise permet de garantir que leurs intérêts convergent avec les objectifs des actionnaires et qu'ils s'efforceront de maximiser la somme des dividendes actualisés. Mais il convient également de faire dépendre la rémunération des managers de la performance générale de l'économie si l'on veut que ceux-ci évaluent les dividendes futurs en utilisant le facteur d'actualisation stochastique approprié. Une approche axée sur l'équilibre général pourrait ainsi amener une solution au paradoxe de la rétribution liée à la chance (*pay for luck*). L'article démontre par ailleurs que le paradoxe de la *one-sided relative performance evaluation* (la rétribution des managers est plus sensible aux hausses qu'aux baisses de rendements du marché) trouve lui aussi une explication naturelle dans cette approche lorsque l'aversion au risque des managers est différente de celle des actionnaires.





## Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Le 16 décembre 2010, au terme de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle maintiendra sa politique monétaire expansionniste, qu'elle laissera inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs et qu'elle s'efforcera de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

# Table des matières, 28<sup>e</sup> année, 2010

### **Bulletin trimestriel n° 1, mars 2010**

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

### **Bulletin trimestriel n° 2, juin 2010**

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
44	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
50	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hansueli Raggenbass
54	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Philipp M. Hildebrand
60	SNB Working Papers: résumés
66	Chronique monétaire

### **Bulletin trimestriel n° 3, septembre 2010**

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

### **Bulletin trimestriel n° 4, décembre 2010**

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
44	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
50	Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises
56	SNB Working Papers: résumés
62	Chronique monétaire
64	Table des matières, 28 <sup>e</sup> année, 2010

**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