

Septembre 2006

3

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



Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2006 24^e année

Contenu

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

Sommaire

Rapport sur la politique monétaire (p. 6)

Au semestre d'été de 2006, l'économie mondiale est restée en forte expansion. L'économie américaine, depuis longtemps en essor, a certes perdu de son dynamisme au deuxième trimestre, mais la croissance s'est renforcée dans la zone de l'UE. La conjoncture vigoureuse s'est maintenue également au Japon et dans la plupart des autres pays asiatiques, en particulier en Chine. Cette évolution s'est déroulée avec, pour toile de fond, de vives fluctuations du prix du pétrole. Selon plusieurs indicateurs, les pics de croissance devraient entre-temps avoir été atteints dans les pays industrialisés. Les perspectives économiques restent cependant favorables, comme le montrent notamment les cours des actions, qui se sont redressés depuis juillet, et les prévisions consensuelles toujours optimistes pour la croissance du produit intérieur brut réel.

En Suisse également, le vigoureux essor de la conjoncture s'est maintenu au deuxième trimestre. Le PIB réel s'est accru de 3% par rapport à la période précédente et de 3,2% en comparaison annuelle. Par rapport au premier trimestre, toutes les composantes de la demande ont progressé, à l'exception toutefois de la consommation publique. Les plus fortes contributions à la croissance sont venues des investissements en biens d'équipement et du commerce extérieur. Dans les échanges avec l'étranger, les exportations ont encore augmenté modérément, alors que les importations se sont légèrement repliées. La situation a continué de s'améliorer sur le marché du travail. Le volume de travail a progressé à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre, et le chômage s'est replié plus lentement entre avril et août. Pour 2006, la BNS table sur une croissance du PIB de près de 3%. Pour 2007, elle s'attend à un maintien de la bonne conjoncture, même si la croissance du PIB devrait faiblir quelque peu et se rapprocher ainsi de son potentiel. Les hausses graduelles de taux d'intérêt que la BNS a opérées jusqu'ici et le léger tassement de la conjoncture qui est attendu chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse se reflètent dans cette évolution.

Le 14 septembre, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter cette marge à 1,25%–2,25%. Elle a annoncé également son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. En relevant la marge de fluctuation du Libor, la BNS a adapté sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture et veillé ainsi à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables.

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

Les quelque 150 représentants d'entreprises de diverses branches économiques avec lesquels les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens entre juin et août se sont montrés extrêmement confiants à la fois dans la situation actuelle et dans les perspectives. Ils n'ont noté aucune tendance à l'essoufflement au second semestre de 2006 et tablaient toujours sur une évolution positive des chiffres d'affaires en 2007. Leurs principales inquiétudes avaient trait aux prix des matières premières et à un possible affaiblissement du dollar.

Swiss National Bank Working Papers (p. 44)

Résumés de trois articles: Urs W. Birchler et Matteo Facchinetti, *Can bank supervisors rely on market data? A critical assessment from a Swiss perspective*, SNB Working Paper 2006-8; Petra Gerlach-Kristen, *A two-pillar Phillips curve for Switzerland*, SNB Working Paper 2006-9; Kevin J. Fox et Mathias Zurlinden, *On understanding sources of growth and output gaps for Switzerland*, SNB Working Paper 2006-10.

Rapport sur la politique monétaire

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

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

Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Demande globale et production
20	2.2 Utilisation des capacités de production
21	2.3 Marché du travail
22	2.4 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt
28	3.2 Cours de change
32	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier et des matières premières
34	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
37	4 Prévision d'inflation de la BNS
37	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
39	4.2 Prévision d'inflation du 3 ^e trimestre de 2006 au 2 ^e trimestre de 2009
29	Encadré: Opérations de <i>carry trade</i>
38	Encadré: La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

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

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

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

Aperçu

Au semestre d'été de 2006, l'économie mondiale est restée en forte expansion. L'économie américaine, depuis longtemps en essor, a certes perdu de son dynamisme au deuxième trimestre, mais la croissance s'est renforcée dans la zone de l'UE. La conjoncture vigoureuse s'est maintenue également au Japon et dans la plupart des autres pays asiatiques, en particulier en Chine. Selon plusieurs indicateurs, les pics de croissance devraient entre-temps avoir été atteints dans les pays industrialisés. Les perspectives économiques restent cependant favorables, comme le montrent notamment les cours des actions, qui se sont redressés depuis juillet, et les prévisions consensuelles toujours optimistes pour la croissance du produit intérieur brut réel.

En vue de chacune de ses prévisions trimestrielles d'inflation, la BNS établit le scénario de conjoncture internationale qui lui paraît le plus vraisemblable pour les prochaines années. Son évaluation est restée optimiste, bien qu'un ralentissement de la croissance soit prévisible. Elle a légèrement révisé à la baisse son hypothèse sur l'évolution, en 2006, du PIB aux Etats-Unis (+3,4%, contre +3,5% en juin); en revanche, elle a maintenu à 2,3% la croissance attendue dans l'UE (à 15 pays). Pour les années 2007 et 2008, les hypothèses sont restées dans une large mesure inchangées et correspondent, dans ces deux zones économiques, à une progression du PIB proche du potentiel, soit d'environ 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE.

En Suisse, le vigoureux essor de la conjoncture s'est maintenu au deuxième trimestre. Le PIB réel a augmenté de 3% par rapport à la période précédente et de 3,2% en comparaison annuelle. La croissance a continué à reposer sur une large assise. Les secteurs de l'industrie et de la construction ont fortement contribué à l'essor économique. Une composante de la demande, les investissements en biens d'équipement, a fourni un soutien particulièrement important à la croissance. La bonne conjoncture s'est reflétée également sur le marché du travail. Le volume de travail a cependant progressé à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre, et le chômage s'est replié plus lentement entre avril et août.

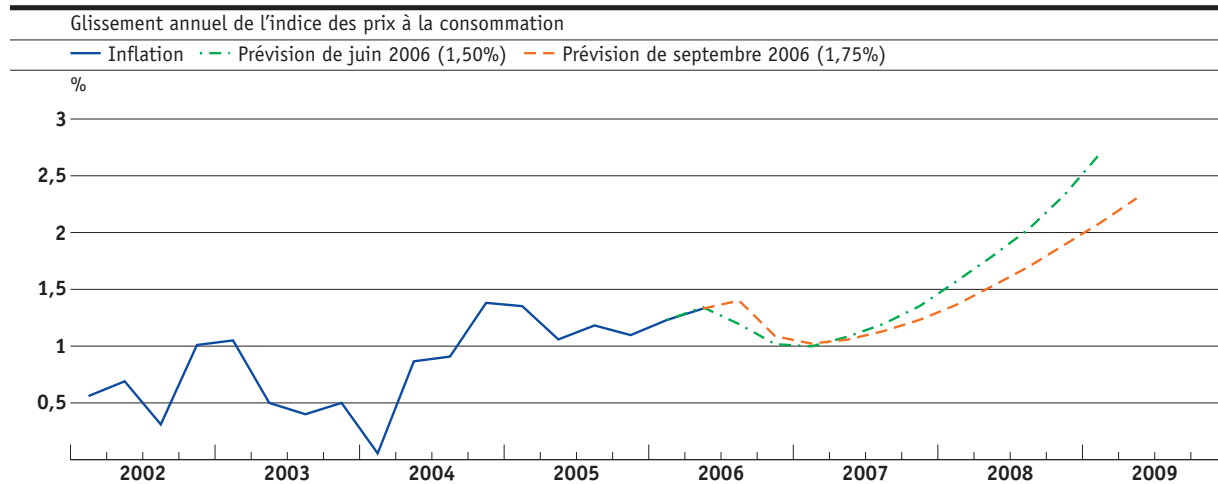
Pour 2006, la BNS s'attend à une croissance du PIB de près de 3%. Cette prévision repose sur l'hypothèse d'une croissance économique moins forte au deuxième semestre de l'année. Des impulsions moins vigoureuses devraient venir en particulier du commerce extérieur et de la construction. Pour 2007, la BNS table sur un maintien de la bonne conjoncture, quand bien même la croissance du PIB devrait faiblir et passer à 1,8%, soit à un rythme proche de son potentiel. Cette évolution reflète les hausses graduelles de taux d'intérêt, déjà opérées par la BNS, et le léger tassement de la conjoncture qui est attendu, pour l'année 2007, chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse. Un certain ralentissement de la croissance économique est souhaitable, étant donné que les capacités de production sont presque intégralement utilisées.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre, la BNS a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 1,25%–2,25%. Elle a en outre annoncé son intention de maintenir le Libor, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. Elle a ainsi continué à adapter sa politique monétaire à l'évolution de la conjoncture et veillé à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables.

Selon la prévision d'inflation de septembre, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 1,75% ces trois prochaines années, le renchérissement restera modéré. La conjoncture étant vigoureuse et reposant sur une large assise, le taux d'utilisation des capacités techniques dans les entreprises a continué à augmenter. Comme la croissance économique devrait se ralentir ces prochains trimestres, les prix ne risquent guère d'être poussés à la hausse par une surchauffe de la conjoncture. En outre, les agrégats monétaires restent à un niveau approximativement constant (M_3), voire diminuent (M_1 et M_2), de sorte que, de ce côté également, les perspectives inflationnistes à long terme se sont améliorées.

En relevant la marge de fluctuation du Libor en septembre, la BNS a continué à normaliser sa politique monétaire. Elle l'adaptera encore graduellement si l'économie continue à évoluer conformément à son attente.

Prévisions d'inflation de juin 2006, avec Libor à 1,50%, et de septembre 2006, avec Libor à 1,75%



Prévision d'inflation de septembre 2006 avec Libor à 1,75%

	2006	2007	2008
Inflation annuelle moyenne en %	1,3	1,1	1,6

1 Environnement international

Pendant le semestre d'été de 2006, l'économie mondiale est restée en forte expansion. L'économie américaine, depuis longtemps en essor, a certes perdu de son dynamisme au deuxième trimestre, mais la croissance s'est renforcée dans la zone de l'UE. La conjoncture vigoureuse s'est maintenue également au Japon et dans la plupart des autres pays d'Asie, en particulier en Chine. Cette évolution s'est déroulée avec, pour toile de fond, de vives fluctuations du prix du pétrole. Après avoir atteint un nouveau record, soit 78 dollars, début août, le prix du baril de Brent a fléchi pour s'établir à environ 62 dollars à la mi-septembre.

Selon plusieurs indicateurs, les pics de croissance devraient entre-temps avoir été atteints dans les pays industrialisés. Les perspectives économiques restent toutefois favorables, comme le montrent notamment les cours des actions, qui se sont redressés depuis juillet, et les prévisions consensuelles toujours optimistes pour la croissance du produit intérieur brut réel (voir tableau 1.1). Dans son rapport semestriel de septembre, le Fonds monétaire international (FMI) table pour 2007 sur une croissance de l'économie mondiale de près de 5%, soit un taux très proche des attentes pour 2006. Pour le FMI, les risques principaux découlent d'une accélération du renchérissement – due au taux d'utilisation des capacités de production de plus en plus élevé sur le plan mondial –, d'une nou-

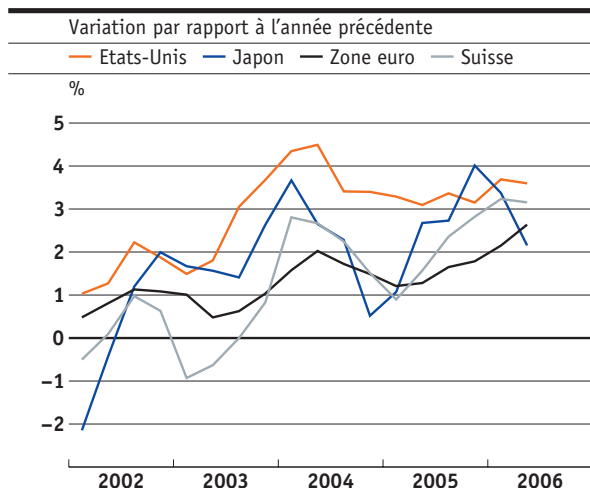
velle envolée du prix du pétrole et d'une correction abrupte sur le marché américain de l'immobilier.

Ralentissement de la conjoncture aux Etats-Unis

Après trois années de très forte croissance, la conjoncture a perdu de sa vigueur aux Etats-Unis. Le PIB réel a augmenté de 2,9% au deuxième trimestre, contre 5,6% au premier trimestre. La croissance de la consommation privée s'est ralentie, et les investissements ont régressé. Les exportations ont en revanche continué à engendrer des impulsions positives. Le recul dans la construction de logements – un domaine particulièrement sensible aux mouvements des taux d'intérêt – a correspondu aux attentes, mais la contraction des investissements en biens d'équipement a surpris.

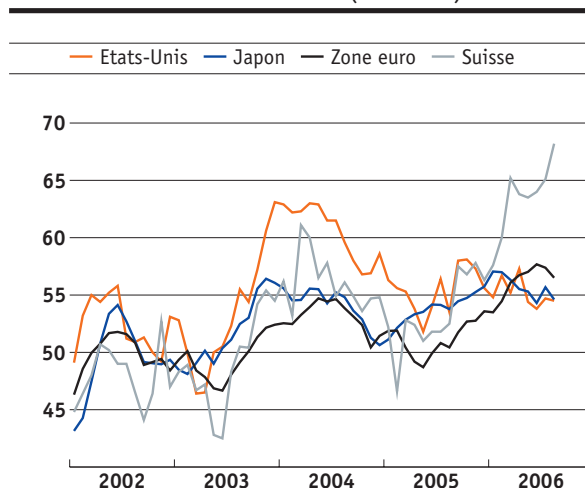
Le ralentissement de la conjoncture a découlé surtout du durcissement de la politique monétaire. La Réserve fédérale a resserré les rênes monétaires pour prévenir une hausse des anticipations inflationnistes. D'après les prévisions consensuelles, la croissance de l'économie américaine en 2007 devrait être proche de son potentiel, soit de 3%, alors qu'on table sur 3,4% pour 2006. L'évolution du revenu des ménages, robuste jusqu'ici, et le bas niveau du chômage soutiennent la conjoncture. En outre, le stock de capital fixe est relativement faible par rapport au PIB, ce qui indique un besoin de rattrapage dans le domaine des investissements en biens d'équipement.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



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

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

Forte reprise en Europe

En Europe, la reprise de la conjoncture s'est nettement accélérée ces derniers mois. Dans la zone euro, le BIP réel a augmenté de 3,6% au deuxième trimestre. Une expansion aussi forte n'avait plus été enregistrée depuis le début de l'année 2000. Cet essor a reposé sur une demande intérieure solide. Les impulsions venant du commerce extérieur ont faibli. Des taux de croissance supérieurs à 3% ont été observés notamment en France, aux Pays-Bas, en Autriche, en Allemagne et en Espagne. Des facteurs spéciaux – Coupe du Monde de football, effets de rattrapage dans la construction – ont toutefois contribué à la vive expansion.

Les perspectives conjoncturelles pour la zone euro sont restées bonnes. L'emploi, en progression depuis quelques mois, devrait donner un nouvel élan à la consommation privée. Le léger resserrement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), le durcissement de la politique fiscale qui est prévu dans plusieurs pays et le tassement de la demande en provenance des Etats-Unis devraient cependant avoir des effets modérateurs sur la conjoncture. Selon la prévision consensuelle publiée en août, la croissance du PIB devrait faiblir et passer de 2,3% en 2006 à 1,8% en 2007.

Poursuite de l'essor en Asie

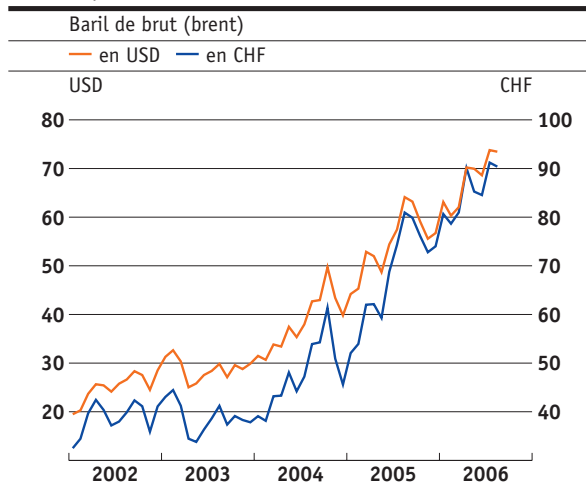
Au deuxième trimestre, la croissance du PIB réel au Japon a été de 0,8% seulement. Elle est due essentiellement à un recul inattendu de la construction de logements. La progression de la consommation privée et des investissements des entreprises n'ont pu compenser ce recul. Les perspectives conjoncturelles sont néanmoins restées favorables grâce à l'amélioration de la situation sur le marché du travail et à la poursuite de la reprise économique dans la zone asiatique. En août, les prévisions consensuelles pour 2006 et 2007 affichaient respectivement 2,9% et 2,2%.

L'économie chinoise n'a montré aucun signe de tassement de la croissance. Au deuxième trimestre, le PIB dépassait de plus de 11% son niveau de la période correspondante de 2005. Un tel rythme est supérieur aux taux de croissance élevés de ces dernières années. Le boom a continué dans les investissements et les exportations, tandis que la consommation privée s'est encore accélérée grâce à l'évolution favorable des revenus.

Persistance des pressions à la hausse sur les prix

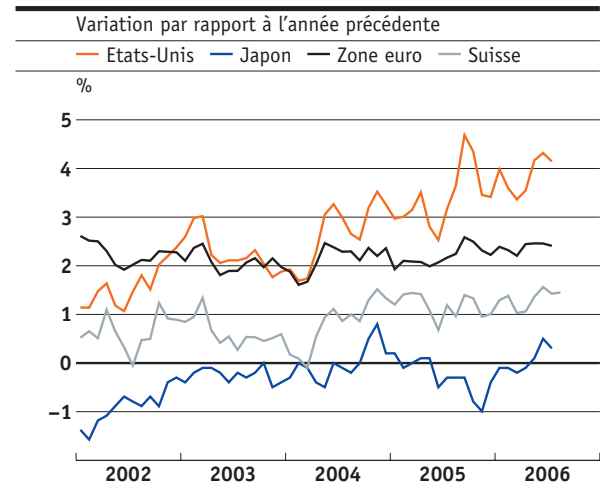
Dans les pays industrialisés, l'attention s'est focalisée sur l'évolution du renchérissement à la

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



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

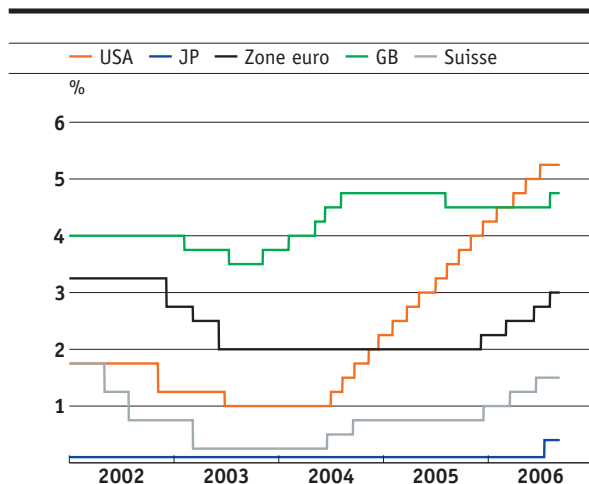
suite de la hausse du prix du pétrole et de l'utilisation plus forte des capacités de production. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la consommation, a augmenté de 0,8 point, entre mars et juillet, pour atteindre 4,2%. Même l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, a enregistré une nette hausse (+0,6 point), passant à 2,7%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel s'est replié légèrement en août. Il s'établissait cependant à 2,3%, soit à un taux toujours supérieur au niveau que la BCE considère comme son objectif de stabilité des prix. L'inflation sous-jacente s'est en revanche maintenue autour de 1,4%. Au Japon, le renchérissement annuel était de nouveau proche de zéro (0,3%) en juillet. Il convient toutefois de relever que le panier de l'indice a fait l'objet d'une révision. La fin de la phase de déflation ressort moins nettement avec la nouvelle méthode de calcul qu'avec l'ancienne.

Nouveau durcissement de la politique monétaire

Dans les grands pays industrialisés, la politique monétaire n'a pas évolué de façon homogène ces derniers mois. Cela est dû au fait que ces pays ne sont pas au même stade dans le cycle conjoncturel.

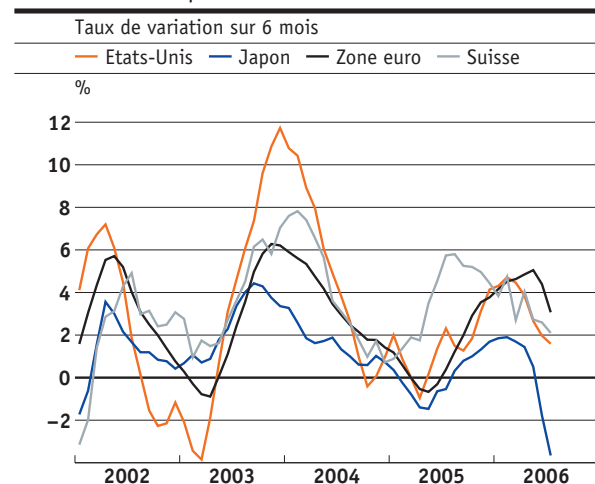
rel. Début août, après dix-sept hausses successives de 0,25 point chacune, la Réserve fédérale des Etats-Unis a laissé le taux de l'argent au jour le jour inchangé à 5,25%. Pour motiver sa décision, elle a invoqué le ralentissement de la conjoncture et la modération des anticipations inflationnistes. Début août également, la BCE a relevé son taux principal de refinancement de 0,25 point pour le porter à 3%. Elle a estimé que les risques à la hausse pesant à moyen terme sur la stabilité des prix nécessitaient un nouvel ajustement du caractère accommodant de la politique monétaire. Au vu de la bonne situation économique, la banque centrale japonaise a porté le taux de l'argent au jour le jour d'environ 0% à 0,25%. Cette décision, prise à la mi-juillet, a mis fin à la politique de taux zéro qu'elle menait depuis l'année 2001.

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

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

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

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

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

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Demande globale et production

Continuation de la forte croissance du PIB

En Suisse, le vigoureux essor de la conjoncture s'est maintenu au deuxième trimestre. Le PIB réel s'est accru de 3% par rapport à la période précédente et de 3,2% en comparaison annuelle. Par rapport au premier trimestre, toutes les composantes de la demande ont progressé, à l'exception toutefois de la consommation publique. Les plus fortes contributions à la croissance sont venues des investissements en biens d'équipement et du commerce extérieur. Dans les échanges de biens et de services avec l'étranger, les exportations ont encore augmenté modérément, alors que les importations se sont légèrement repliées. La bonne conjoncture a également influé sur le marché du travail. Le volume de travail a progressé à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre, et le chômage s'est replié plus lentement entre avril et août.

Industrie et construction, importants soutiens de la conjoncture

La ventilation par branches montre que la croissance économique a continué à reposer sur une large assise. Les secteurs de l'industrie et de la construction ont fortement contribué à la croissance. Dans le secteur financier, la valeur ajoutée, qui avait

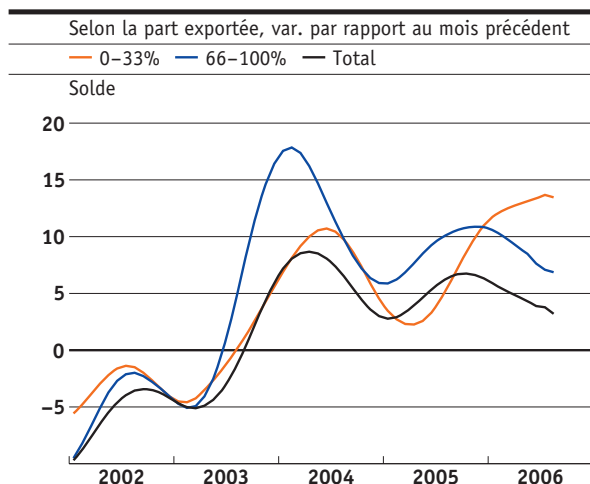
marqué une vive expansion au premier trimestre, n'a plus progressé autant le trimestre suivant.

La statistique de la production, que dresse l'Office fédéral de la statistique (OFS), confirme la conjoncture florissante dans l'industrie. Au deuxième trimestre, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue de 7% par rapport à la période précédente et de 4,4% en comparaison annuelle. Les indicateurs relatifs à la marche des affaires dans l'industrie atteignent des niveaux historiquement élevés. Tant les entrées de commandes que les carnets de commandes ont progressé, ce qui, avec la forte demande de matières premières et de produits intermédiaires de la part des entreprises, indique un rythme de production toujours élevé ces prochains mois. A moyen terme, les attentes en léger repli dans les entreprises axées essentiellement sur le marché intérieur laissent pressentir un ralentissement du rythme d'expansion dans le secteur de l'industrie.

Perspectives conjoncturelles favorables

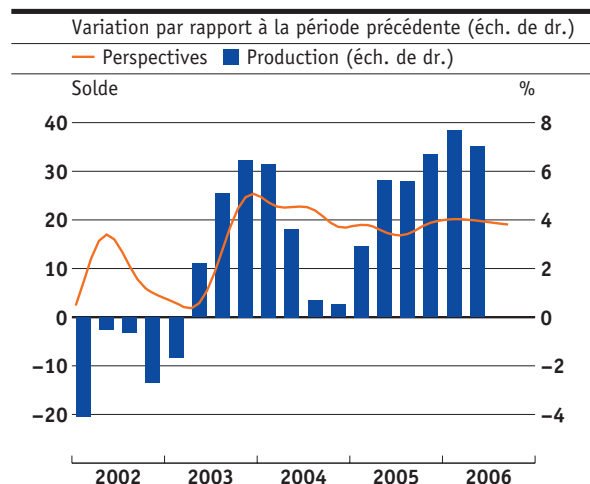
Pour 2006, la BNS s'attend à une croissance du PIB de près de 3%. Cette prévision repose sur l'hypothèse d'une croissance économique un peu moins forte au deuxième semestre de l'année. Des impulsions moins vigoureuses devraient venir en particulier de la construction et du commerce extérieur. L'emploi devrait en revanche continuer à progresser, et le chômage devrait passer légèrement au-dessous de la barre des 3% d'ici au début de 2007.

Graphique 2.1
Entrées de commandes dans l'industrie



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

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: OFS et KOF

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2002	2003	2004	2005	2004		2005				2006	
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Consommation privée	-0,0	0,8	1,5	1,3	0,2	0,6	2,3	0,6	2,8	2,5	1,2	1,6
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,7	2,6	-0,8	-1,6	-2,7	-0,9	-1,8	-0,6	-2,7	-0,6	-3,7	-4,4
Formation de capital fixe	0,3	-1,4	4,5	3,2	5,3	-8,0	6,9	15,3	-5,2	0,7	3,5	15,4
Construction	2,2	1,8	3,9	3,5	0,7	-8,6	9,9	27,7	-10,9	-4,0	-2,8	7,7
Biens d'équipement	-1,2	-3,9	4,9	2,9	9,2	-7,6	4,6	5,5	0,1	4,9	9,3	22,3
Demande intérieure finale	0,2	0,5	1,9	1,4	1,0	-1,6	2,8	3,6	0,2	1,7	1,1	3,9
Demande intérieure	-0,5	0,4	1,5	1,1	1,3	-1,1	1,5	-0,6	1,7	6,1	2,2	2,9
Exportations totales	-0,7	-0,4	8,4	6,4	5,4	-1,6	0,2	26,1	7,6	11,0	10,4	-0,0
Marchandises	1,1	-0,1	7,8	5,8	11,7	-4,8	-1,8	33,1	-0,7	11,3	20,5	-1,6
Sans les MPPAA ¹	0,4	0,7	7,6	6,3	9,2	0,9	-5,2	37,8	-3,4	11,2	17,0	4,9
Services	-5,7	-1,4	10,0	8,0	-9,4	7,6	5,7	9,2	32,5	10,1	-12,8	4,4
Demande globale	-0,5	0,1	3,7	2,9	2,6	-1,2	1,1	7,7	3,7	7,7	5,0	1,9
Importations totales	-2,6	1,0	7,4	5,3	8,1	-6,1	0,5	19,1	3,8	20,9	9,2	-0,5
Marchandises	-3,0	2,2	6,4	5,5	10,9	-6,9	-1,7	22,2	3,8	21,2	12,4	-2,2
Sans les MPPAA ¹	-2,2	2,8	6,6	5,1	10,7	-7,5	-0,3	19,9	5,6	15,0	15,4	-2,5
Services	-0,7	-4,8	12,1	4,4	-4,4	-2,3	11,5	5,8	3,8	19,4	-5,6	8,3
PIB	0,3	-0,2	2,3	1,9	0,6	0,8	1,3	3,5	3,7	2,8	3,0	3,0

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

La BNS table sur un maintien de la reprise de la conjoncture, même si la croissance du PIB devrait se limiter à 1,8%, soit à un niveau inférieur à son potentiel. Le léger tassement de la conjoncture qui est attendu pour 2007 chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse se reflète également dans cette évolution. Un certain ralentissement de la croissance économique est souhaitable, étant donné que les capacités de production sont presque intégralement utilisées.

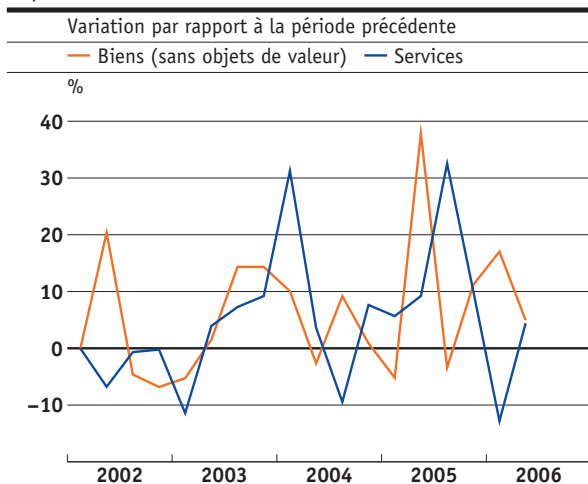
Les quelque 150 représentants d'entreprises de diverses branches économiques avec lesquels les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens entre juin et août se sont montrés extrêmement confiants à la fois dans la situation actuelle et dans les perspectives. Ils n'ont noté aucune tendance à l'essoufflement au second semestre de 2006 et tablaient toujours sur une évolution positive des chiffres d'affaires en 2007. Leurs principales inquiétudes avaient trait aux prix des matières premières et à un possible affaiblissement du dollar (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale» dans la présente édition du Bulletin trimestriel).

Ralentissement temporaire dans le commerce extérieur

Au deuxième trimestre, le commerce extérieur suisse n'a pas fait preuve d'autant de vigueur qu'au début de l'année, mais la tendance générale est restée positive. Le ralentissement de la croissance des exportations est à mettre au compte des marchandises; les exportations de biens d'équipement ont stagné à leur niveau élevé de la période précédente. Les ventes à l'étranger de biens de consommation (notamment de la chimie et l'industrie pharmaceutique) et de produits semi-finis se sont en revanche accélérées. La demande a continué à reposer sur une large assise géographique. Les livraisons aux Etats-Unis et aux pays asiatiques n'ont pas augmenté autant que dans les premiers mois de l'année. En revanche, la demande d'Allemagne, de France et d'Autriche a évolué de façon très favorable. Seules les exportations vers les nouveaux pays membres de l'UE ont marqué un net repli.

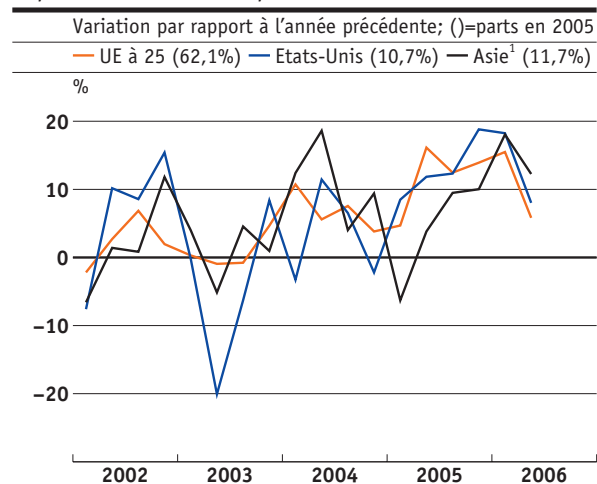
Après un recul au premier trimestre, les exportations de services ont légèrement progressé au deuxième trimestre à la suite surtout de l'évolution du tourisme. Les commissions encaissées par les banques ont par contre enregistré une baisse.

Graphique 2.3
Exportations



Source: seco

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie.
Source: Administration fédérale des douanes (AFD)

Les importations de marchandises ont quelque peu diminué au deuxième trimestre. Vers la fin du trimestre, elles se sont toutefois reprises, notamment du fait d'achats de matières premières et de produits semi-finis. Cette tendance s'est poursuivie en juillet et a été renforcée par des importations accrues de biens de consommation. Quant aux importations de services, elles ont repris le chemin de la croissance. Le tourisme, les transports et les taxes pour licences et brevets, soit les trois principales composantes des importations de services, ont contribué à cette évolution.

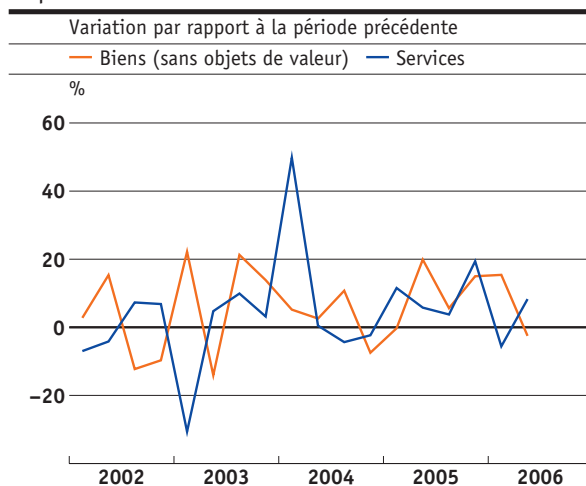
Consommation privée toujours robuste

La consommation privée a continué de se développer de manière positive. Elle a augmenté de 1,6% par rapport à la période précédente (en taux annualisés) et de 2% par rapport au même trimestre de 2005. Tant la consommation de biens que celle de services ont progressé. En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont inscrits en hausse de 1,4%, après avoir stagné au premier trimestre. Pour ce qui est des biens de

consommation durables, l'évolution a été plutôt mitigée. Alors que la demande de certaines catégories de biens durables, en particulier de nouvelles voitures de tourisme, est restée vigoureuse, la tendance est baissière depuis quelques mois pour d'autres catégories, tels les biens destinés à l'aménagement du logement. Dans le domaine des services, le tourisme intérieur s'est développé de façon particulièrement favorable.

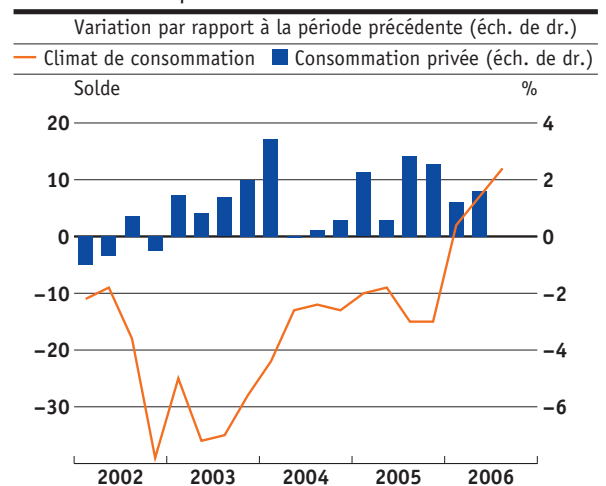
En juillet, l'indice du climat de consommation a atteint son niveau le plus élevé depuis le milieu de l'année 2001. Les ménages interrogés ont estimé que tant la situation économique que la sécurité de l'emploi étaient sensiblement meilleures que lors de l'enquête d'avril. L'évolution des revenus soutient également la consommation privée. La BNS s'attend à ce que les revenus réels des salariés augmentent de 2% en 2006 et marquent ainsi une hausse nettement supérieure à la moyenne sur une longue période (1,3%). Cette estimation repose sur une nouvelle progression de l'emploi, mais aussi sur une hausse modérée des salaires réels.

Graphique 2.5
Importations



Source: seco

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: seco

Investissements en constructions en augmentation

Au deuxième trimestre, les investissements en constructions ont repris leur tendance à la hausse après un fléchissement au semestre d'hiver 2005/2006, dû en partie aux mauvaises conditions météorologiques. En comparaison annuelle, ils ont toutefois diminué de 2,7%. La vive expansion qu'ils avaient enregistrée au deuxième trimestre de 2005 explique ce repli.

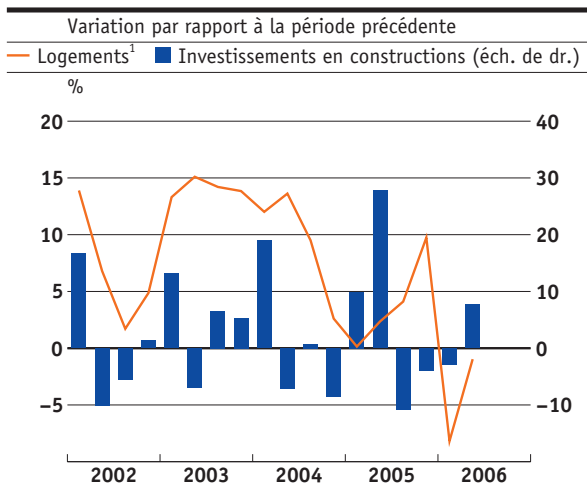
La croissance des investissements en constructions devrait faiblir dans la seconde moitié de l'année. Ce ralentissement est imputable surtout à la construction de logements. Dans ce domaine, la demande – mesurée aux permis de construire – a fléchi au premier semestre, et le nombre de logements en construction a stagné au deuxième trimestre pour la première fois depuis quatre ans. Etant donné l'évolution des revenus et les taux d'intérêt toujours bas, il ne faut toutefois pas s'attendre à un effondrement. Les investissements en constructions devraient se maintenir à un niveau

élevé au cours des prochains trimestres. La diminution des impulsions venant de la construction de logements sera sans doute en partie compensée par une augmentation de la demande dans le domaine de l'immobilier commercial et celui des bâtiments du secteur public.

Expansion des investissements en biens d'équipement

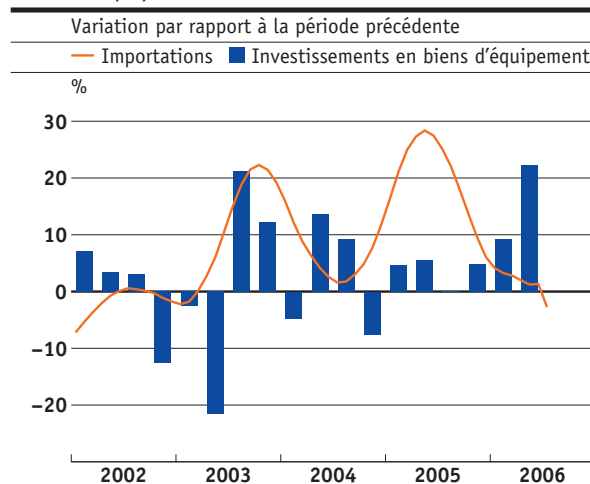
Soutenus par la bonne conjoncture, les investissements en biens d'équipement ont progressé vigoureusement dans les six premiers mois de l'année. Au deuxième trimestre, ils dépassaient de plus de 20% leur niveau du trimestre précédent et de 8,9% celui de la période correspondante de 2005. Les capacités techniques de production se sont ainsi nettement accrues. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, leur taux d'utilisation est cependant resté élevé dans l'industrie. Ce fait et les entrées de commandes toujours croissantes laissent présager une propension à investir encore vigoureuse au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.7
Constructions



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

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et seco

2.2 Utilisation des capacités de production

Légère hausse des taux d'utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie – il fait l'objet d'une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – s'élevait à près de 86% au deuxième trimestre, soit à un niveau largement supérieur à sa moyenne sur le long terme. Pour la première fois depuis un an, il n'a augmenté que légèrement d'un trimestre à l'autre. Cette faible progression s'explique par les gros investissements que les entreprises ont effectués pour répondre à la forte demande et aux goulets d'étranglement qui se dessinaient.

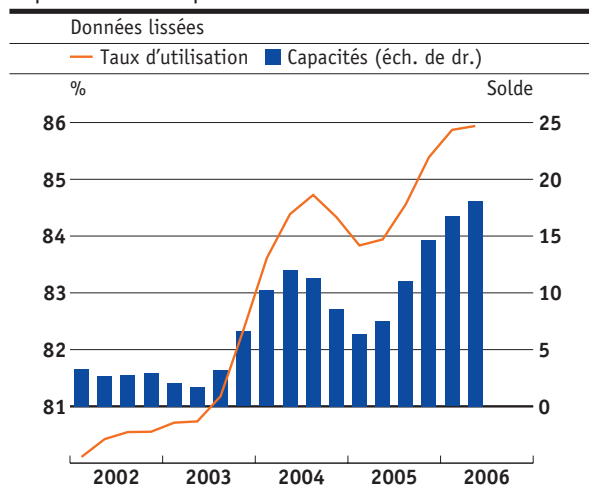
Ecart de production positif

L'écart de production dans l'économie est un instrument général qui mesure, en pourcentage, la

différence entre le PIB réel et une estimation de la production potentielle de l'économie suisse. Le graphique 2.10 montre trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production [FP], filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]).

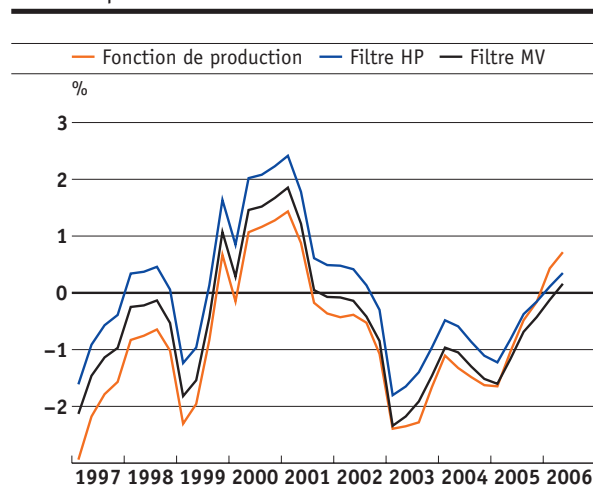
Au deuxième trimestre, le PIB réel s'est accru de 3%. Sa progression a donc été une nouvelle fois supérieure à celle de la production potentielle. L'écart de production, déjà positif, a par conséquent légèrement augmenté. Il ne s'accroîtra sans doute que faiblement ces prochains trimestres. En effet, la progression du PIB réel devrait faiblir et se rapprocher ainsi de la croissance potentielle. De plus, la production potentielle devrait croître à un rythme plus élevé. Cette attente est étayée notamment par deux évolutions. Le stock de capital fixe tend à augmenter davantage à la suite de la vigueur des investissements et l'offre de main-d'œuvre s'étoffe grâce à l'immigration.

Graphique 2.9
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.10
Ecart de production



Source: BNS

2.3 Marché du travail

Evolution modérée de l'emploi

D'un trimestre à l'autre, le nombre d'emplois a stagné au deuxième trimestre, après une nette progression au début de l'année. Il dépassait de 0,4% seulement son niveau du deuxième trimestre de 2005. En données converties en équivalents plein temps, le volume de travail a augmenté tant par rapport au premier trimestre (+0,5%) qu'en comparaison annuelle (+0,6%); des taux de variation plus élevés avaient été enregistrés au premier trimestre. Les emplois avec des taux d'occupation inférieurs à 50% ont une fois encore diminué au profit de ceux qui ont des taux d'occupation compris entre 50% et 89% et, dans une moindre mesure, des emplois à plein temps.

La stagnation du nombre d'emplois est surtout de nature structurelle. Elle est due notamment au net recul des emplois dans le secteur des services (-1,6%) à la suite de réductions de personnel dans les domaines de l'enseignement et des administrations publiques. S'y sont ajoutées les suppressions d'emplois, observées depuis plusieurs années déjà, dans le commerce de détail (-3,8%). En revanche, l'effectif du personnel dans le secteur financier s'est accru de 3,7% et a ainsi retrouvé son niveau du deuxième trimestre de 2005. Une progression a été également observée dans l'industrie manufacturière (+2,7%), soit la plus forte hausse des cinq dernières années. Dans la construction enfin, l'emploi a augmenté de 0,6%, un taux qui est cependant inférieur à celui du trimestre précédent.

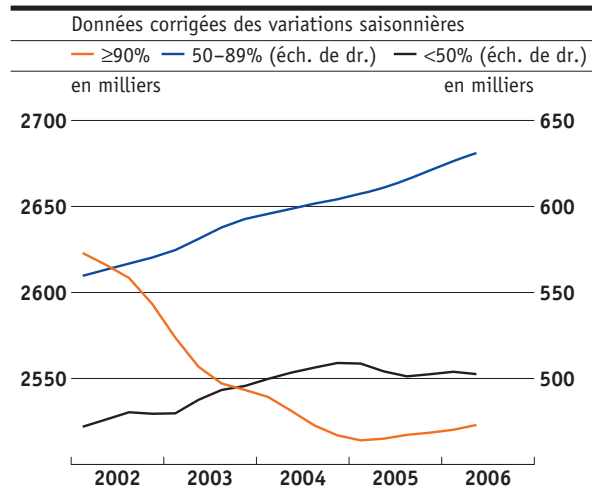
Repli du chômage et amélioration des perspectives en matière d'emploi

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué, passant de 3,4% en avril à 3,1% en juillet. Il s'est maintenu à ce niveau en août. Ainsi, 129 200 personnes étaient encore inscrites en tant que chômeurs auprès des offices du travail. Dans la même période, le taux des demandeurs d'emploi a baissé de 0,2 point pour s'établir à 4,9%, ce qui correspond à 194 200 personnes.

Tant l'indice des places vacantes publié par l'OFS que le nombre de postes à pourvoir établi par Publicitas ont augmenté (voir graphiques 2.12 et 2.13). On constate également que la demande de main-d'œuvre s'est accrue davantage dans l'industrie que dans le secteur des services. Une des causes de cette évolution est le processus de rationalisation toujours en cours dans le secteur tertiaire. Pour le deuxième semestre, on peut tabler dans l'ensemble sur une nouvelle progression du nombre de places vacantes et un repli du taux de chômage.

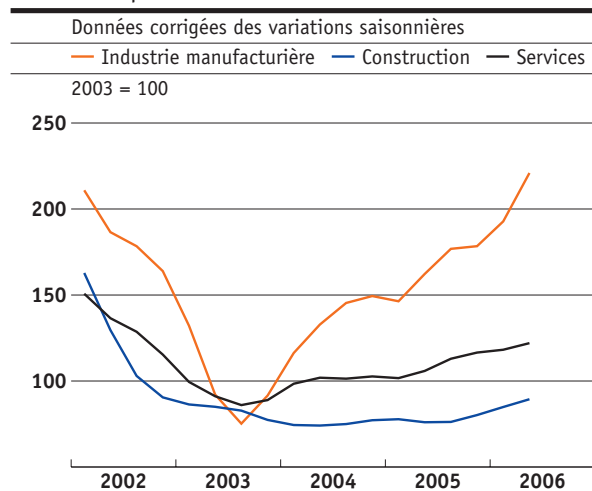
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



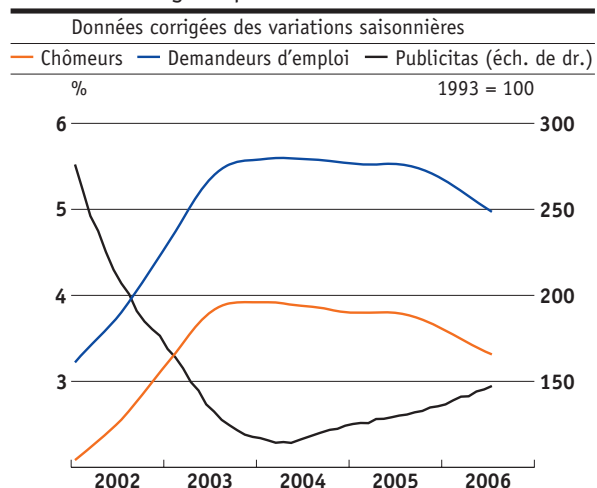
Graphique 2.12

Indice des places vacantes



Graphique 2.13

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

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

2.4 Prix des biens

Nouvelle hausse des prix à la production et à l'importation

Les pressions à la hausse que les prix à la production et à l'importation exercent sur les prix en aval, soit sur les prix à la consommation, se sont stabilisées en juillet, après un fort renforcement entre avril et juin. Le renchérissement annuel des biens suisses a augmenté de 0,7 point entre avril et juillet pour s'établir à 2,6%; celui des biens importés s'est accru de 1,5 point, passant à 3,5%. Le renchérissement annuel a été encore plus élevé du côté des biens intermédiaires puisqu'il atteignait 5,8% en juillet, contre 3,2% en avril. Les hausses continues de prix dans le domaine des métaux et produits métallurgiques ont joué un rôle déterminant dans cette évolution.

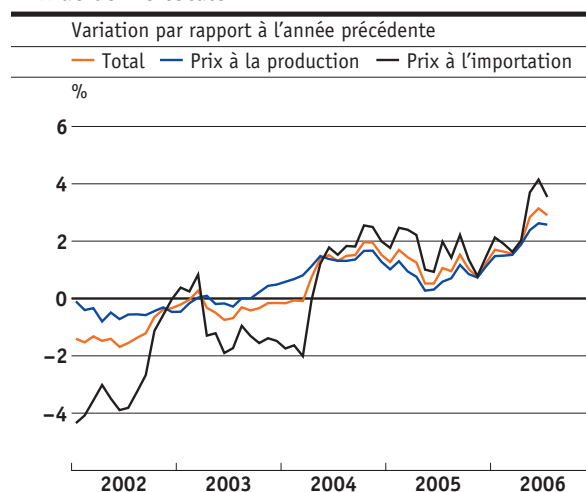
Renchérissement stable au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'établissait à 1,6% en juin, contre 1,4% en mai. Il a ensuite marqué un repli pour s'inscrire à 1,5% en août. Dans l'ensemble, il a enregistré une hausse dépassant légèrement ce qu'attendait la BNS. La part des produits pétroliers (carburants et mazout) dans le renchérissement annuel s'est repliée, passant de plus de 60% à 50% en moyenne. Abstraction faite de cette composante, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée entre mai (0,5%) et août (0,9%).

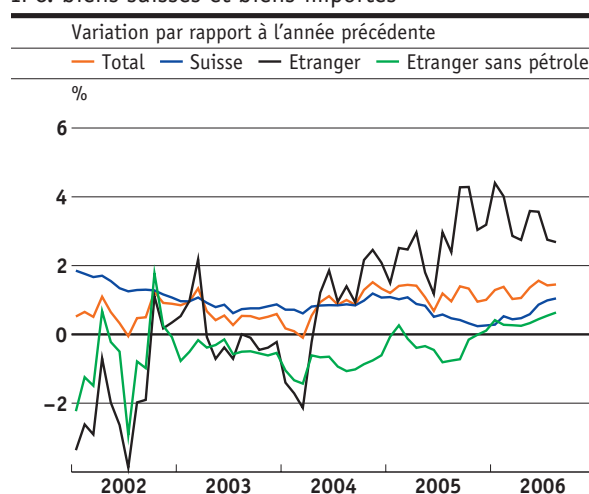
Poursuite de l'accélération du renchérissement intérieur

En août, le renchérissement annuel des marchandises et des services d'origine suisse s'établissait à 1%. Il était ainsi supérieur de 0,4 point à son niveau de mai. Toutes les grandes catégories de biens entrant dans cette composante de l'IPC ont contribué à l'accélération. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a marqué une hausse de 0,4% en août. Le renchérissement annuel des loyers s'est donc accru de 0,1 point pour atteindre 2,3%. Une hausse aussi vive des loyers n'avait plus été observée depuis octobre 2001. Du côté des autres services privés, le renchérissement était de 0,9% en août, contre -0,1% en mai. Cette évolution est due à des hausses de prix dans la gastronomie et le trafic aérien de ligne, mais aussi au moindre repli des prix dans les télécommunications. Du côté des services publics, le renchérissement a passé de 1% à 1,3% du fait du relèvement des taxes hospitalières. Quant aux prix des marchandises d'origine suisse, ils ont poursuivi leur repli en août (-0,2%), dans une moindre proportion toutefois.

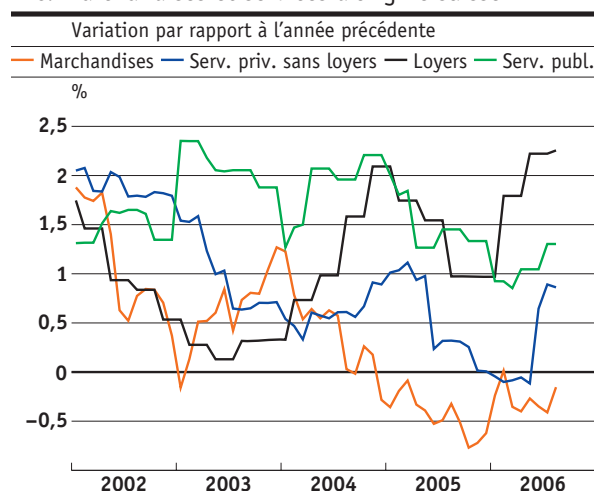
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS et BNS

Repli, grâce aux produits pétroliers, du renchérissement importé

Contrairement au renchérissement intérieur, le renchérissement importé s'est atténué. Il s'établissait à 2,7% en août, contre 3,6% en mai. Ce repli s'explique par le fait que la hausse en un an des prix des produits pétroliers entrant dans la composition de l'IPC (carburants et mazout) a fléchi, passant de 20% en mai à 12,8% en août. Du côté des autres biens importés, le renchérissement s'est par contre légèrement accéléré. Il était de 0,6% en août, contre 0,3% en mai. Outre les prix plus élevés des légumes, de l'habillement, des chaussures et des voitures neuves, le ralentissement de la baisse des prix de nombreux biens électroniques a également joué un rôle dans cette évolution. La diminution des prix de nombreux médicaments importés, intervenue à la suite d'une convention passée entre la Confédération et l'industrie pharmaceutique, et l'introduction de franchises différenciées selon que les médicaments achetés sont des préparations originales ou des génériques ont contribué à freiner le renchérissement.

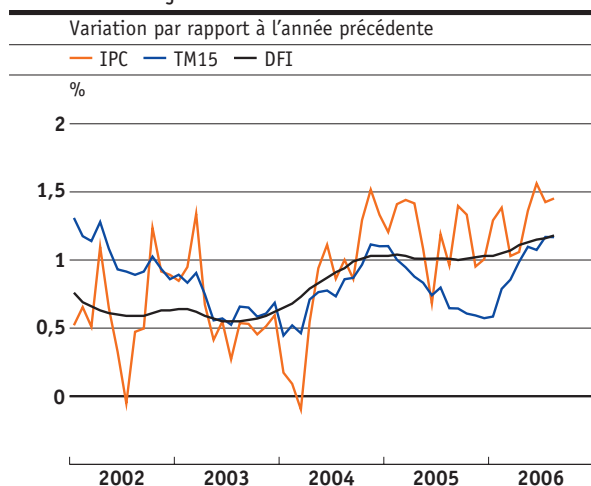
Légère hausse des indicateurs de l'inflation sous-jacente

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit un grand nombre de fluctuations à court terme qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi on calcule, en utilisant divers procé-

dés statistiques, des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent l'évolution des prix à long terme. En la matière, la BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente. Pour le calcul de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Par ailleurs, la *dynamic factor inflation* (DFI), que la BNS publie régulièrement depuis mai, tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers ainsi que de variables monétaires. La BNS prend également en considération les deux inflations sous-jacentes qui sont calculées par l'OFS; à chaque période, l'OFS écarte les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

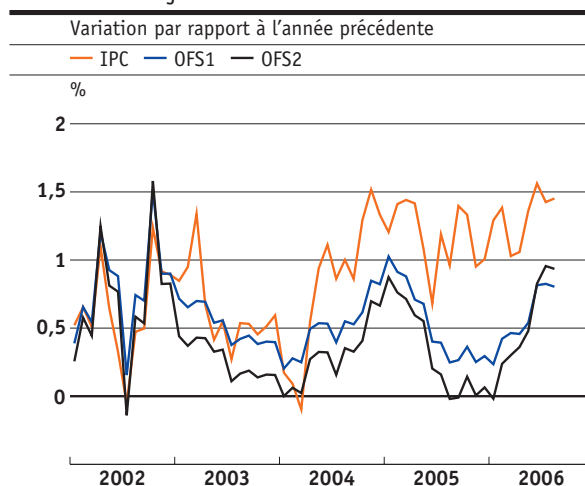
L'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée a augmenté de 0,1 point entre mai et août pour s'établir à 1,2%. Cette évolution reflète une tendance à l'inflation modérée, mais légèrement croissante. La DFI – de par sa construction, cet indicateur se caractérise par une courbe nettement plus aplatie que celle de la moyenne tronquée – aboutit à un résultat similaire. Après avoir signalé une tendance inflationniste stable à 1% pendant près d'un an, la DFI a marqué dernièrement

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

rement une hausse et a passé à 1,2%. Les deux taux d'inflation sous-jacente établis par l'OFS indiquent une accélération de l'inflation légèrement plus importante: l'OFS1 a passé de 0,5% en mai à 0,8% en août et l'OFS2, de 0,5% à 0,9%. Le fait que le taux de l'inflation sous-jacente établi par la BNS selon la moyenne tronquée soit nettement supérieur aux taux calculés par l'OFS s'explique essen-

tiellement par la baisse des prix des biens électroniques, des télécommunications et de quelques articles vestimentaires. En effet, ces composantes sont considérées comme des facteurs spéciaux qui tempèrent la hausse des prix et sont par conséquent exclues du calcul de la moyenne tronquée; en revanche, elles sont prises en compte par l'OFS dans ses taux d'inflation sous-jacente.

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

Tableau 2.2

	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2006	2006
		4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
IPC, indice général	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,4	1,5
Marchandises et services du pays	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0
Marchandises	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
Services	1,0	0,6	0,6	0,9	0,8	1,2	1,4	1,4
Services privés, sans loyers	0,5	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,6	0,9	0,9
Loyers	1,4	1,0	1,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
Services publics	1,5	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,3	1,3
Marchandises et services de l'étranger	2,7	3,5	3,8	3,3	3,6	3,6	2,8	2,7
Sans produits pétroliers	-0,3	-0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Produits pétroliers	18,5	21,0	21,4	18,1	20,0	19,3	13,6	12,8

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

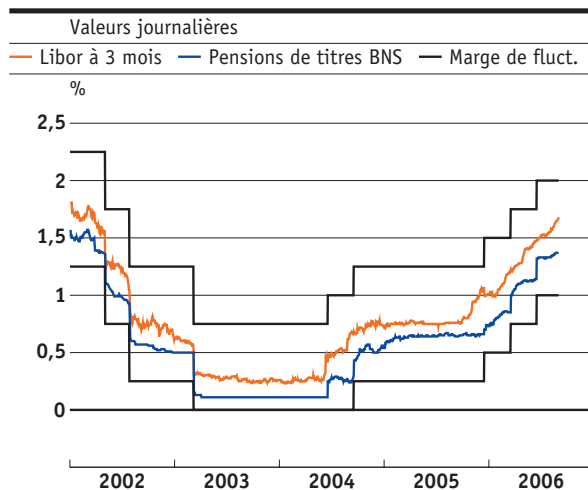
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin 2006, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 1%-2%. Elle a également annoncé son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Elle a donc continué à ajuster sa politique monétaire à l'évolution économique. Elle a signalé en outre son intention de procéder à d'autres hausses graduelles des taux d'intérêt à court terme si la reprise économique se poursuit comme prévu.

Attente d'un nouveau durcissement de la politique monétaire

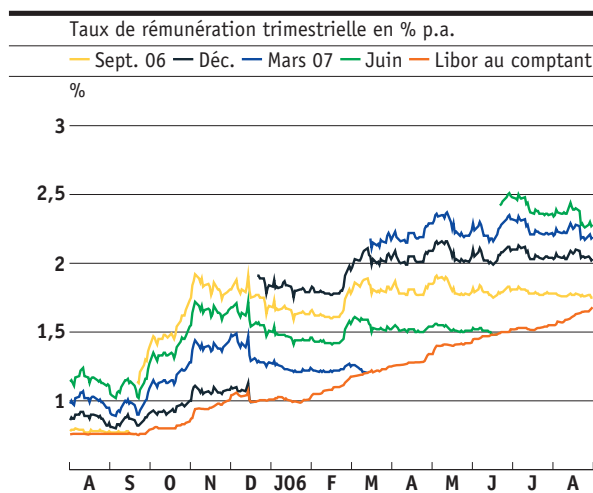
Entre la mi-juin et la mi-septembre, le Libor à trois mois n'a cessé de progresser, passant de 1,48% après la dernière décision de politique monétaire à 1,71% à la mi-septembre. Ainsi, les marchés s'attendaient à un nouveau relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. La Banque nationale ne s'est pas opposée à cette hausse, étant donné que celle-ci concordait avec le dynamisme de la conjoncture.

La perspective d'une prochaine hausse de la marge de fluctuation du Libor à trois mois s'est également reflétée sur le marché des contrats à terme (*futures*). Entre la mi-juin et la fin août, le taux d'intérêt appliqué aux *futures* à exécuter à la mi-septembre 2006 a fluctué entre 1,75% et 1,83% (voir graphique 3.2), ce qui indique l'attente d'un relèvement du Libor de 25 points de base. Les taux des contrats à exécuter en décembre 2006 ainsi qu'en mars et en juin 2007 étaient plus élevés encore et laissaient ainsi entendre que les opérateurs sur les marchés tablaient sur de nouveaux relèvements du Libor à fin 2006 et au cours de l'année 2007.

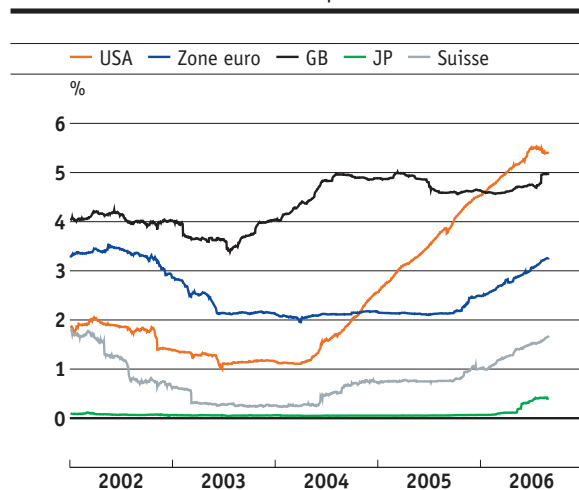
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

Evolution des taux d'intérêt à court terme sur le plan international

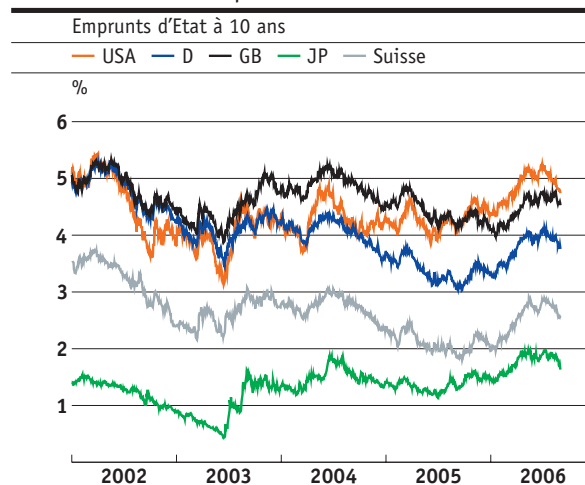
Entre la mi-juin et la mi-septembre, le Libor pour dépôts à trois mois en francs a augmenté légèrement au sein d'une marge de fluctuation inchangée, tandis que les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro ont marqué une hausse un peu plus forte du fait d'un nouveau durcissement de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE). Le Libor pour dépôts à trois mois en euros s'établissait à 3,32% à la mi-septembre, contre 2,97% à la mi-juin. Aussi l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en euros et en francs était-il de 1,61 point à la mi-septembre, après 1,49 point à la mi-juin. En revanche, la rémunération des placements en dollars des Etats-Unis est restée approximativement inchangée. Cette relative stabilité s'explique par le fait que la Réserve fédérale a laissé son taux directeur inchangé à 5,25%, au début d'août, après avoir procédé à dix-sept relèvements consécutifs de 25 points de base chacun. Par conséquent, l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en dollars et en francs a diminué, passant de 3,92 points à la mi-juin à 3,68 points à la mi-septembre.

Repli des taux à long terme

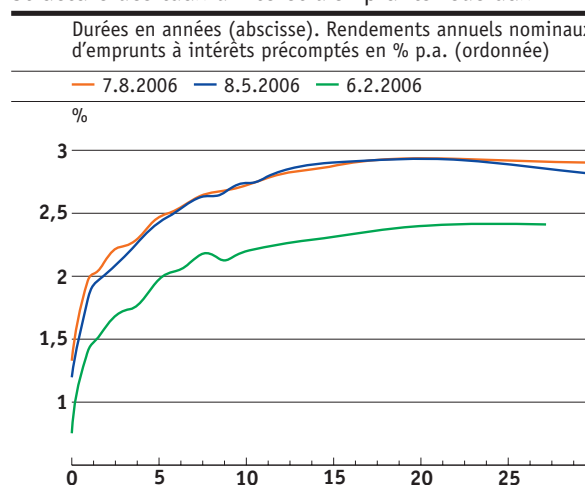
La tendance à la hausse qui avait caractérisé les rendements à long terme au cours du premier semestre de 2006 ne s'est pas maintenue (voir graphique 3.4). Depuis juin, le rendement des obligations de la Confédération suisse à dix ans a fléchi de 18 points de base pour s'inscrire à 2,47% à la mi-septembre, alors qu'il avait augmenté de 27 points de base au premier comme au deuxième trimestres. Le repli des taux à long terme en Suisse ne signifie toutefois pas une détérioration de la conjoncture. En effet, il est sans doute lié à l'évolution générale sur les marchés obligataires internationaux. Le rendement des bons du Trésor des Etats-Unis à dix ans était de 4,78% à la mi-septembre, soit un niveau inférieur de 32 points de base à celui de la mi-juin. Le rendement des emprunts allemands correspondants a diminué de 13 points de base pour s'établir à 3,89% à la mi-septembre.

Le graphique 3.6 montre l'évolution des rendements nominaux, pour diverses durées, d'emprunts à intérêts précomptés de la Confédération suisse. Les rendements ont légèrement augmenté pour les courtes durées, mais diminué pour les longues durées. Cette évolution se reflète également dans la courbe, plus plate, des taux d'intérêt (voir graphique 3.5).

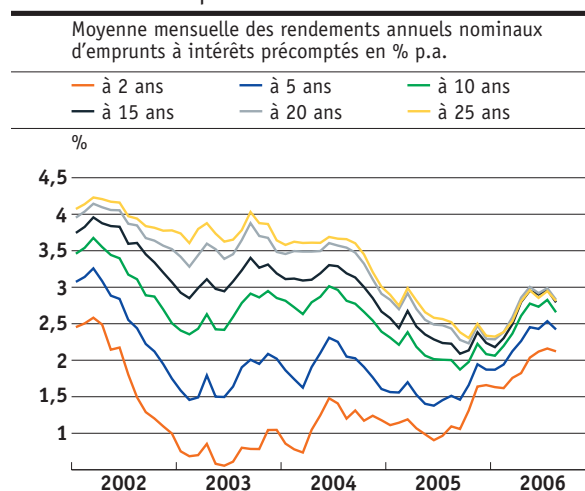
Graphique 3.4
Taux d'intérêt sur le plan international



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



Graphique 3.6
Rendements d'emprunts fédéraux



Sources pour graphique 3.4: Thomson Datastream et BNS

Source pour graphiques 3.5 et 3.6: BNS

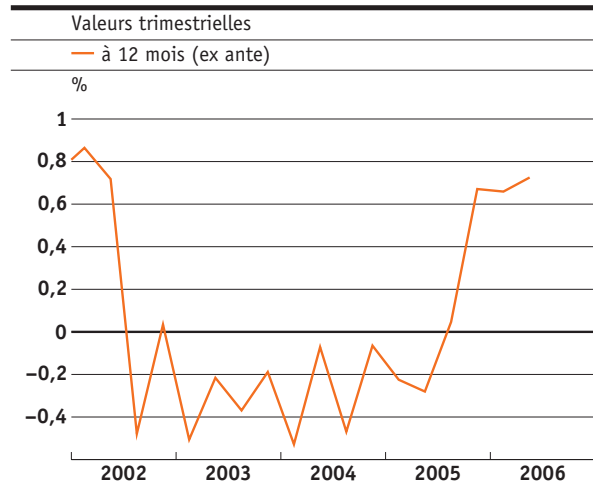
Taux d'intérêt réels à court terme toujours positifs

Le graphique 3.7 montre l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de mai 2006¹). Ainsi calculé, le taux d'intérêt réel à un an était positif au deuxième trimestre de 2006, comme il l'avait été les deux trimestres précédents. Il s'établissait à 0,75% et ne dépassait ainsi que très légèrement son niveau du premier trimestre. La hausse du taux nominal a été compensée en grande partie par des anticipations inflationnistes plus élevées à court terme. Le taux d'intérêt réel à un an était toujours nettement inférieur à sa moyenne à long terme (1,6%).

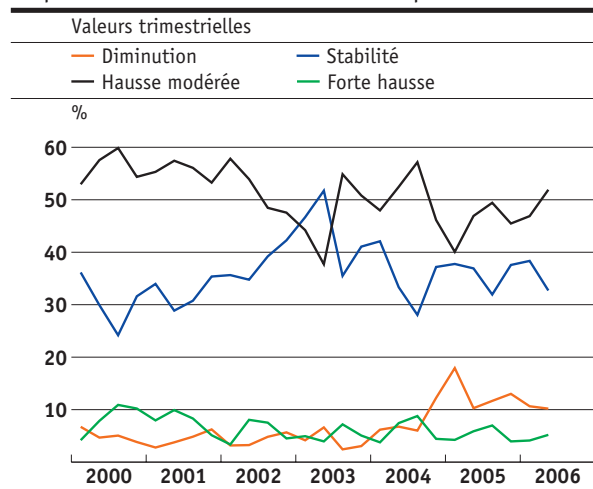
Un léger accroissement des anticipations inflationnistes à court terme se reflète en outre dans les données que le Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) a publiées en juillet sur le climat de consommation. Le nombre de consommateurs tablant sur une hausse des prix au cours des douze prochains mois a légèrement augmenté par rapport à ce qui ressortait de l'enquête menée en avril (voir graphique 3.8).

1 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Source pour graphique 3.7: BNS

Sources pour graphique 3.8: seco et BNS

3.2 Cours de change

Affaiblissement du franc

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin, l'euro s'est légèrement raffermi face au dollar des Etats-Unis. Plusieurs facteurs ont sans doute contribué à cette évolution, en particulier l'amélioration des perspectives conjoncturelles dans la zone euro et la nouvelle hausse des taux directeurs de la BCE, mais aussi le tassement de l'activité économique aux Etats-Unis et l'interruption attendue dans le relèvement des taux de la Réserve fédérale. Durant la période examinée, le franc a faibli de 1,7% par rapport au dollar des Etats-Unis et de 2,2% vis-à-vis de l'euro. Le dollar valait 1,252 franc à la mi-septembre, contre 1,231 franc à la mi-juin. Quant à l'euro, il s'échangeait contre 1,588 franc à la mi-septembre, après 1,554 à la mi-juin. En mai et en juin, les marchés des changes se sont caractérisés par une grande volatilité due au niveau élevé des prix du pétrole et à la crise iranienne. Les stratégies en matière d'opérations de *carry trade* et le dénouement de telles opérations pourraient avoir accentué les fluctuations à court terme (voir encadré, page 29). Dans cet environnement empreint d'incertitudes, le franc n'a pas joué son rôle traditionnel de monnaie refuge et ne s'est pas revalorisé.

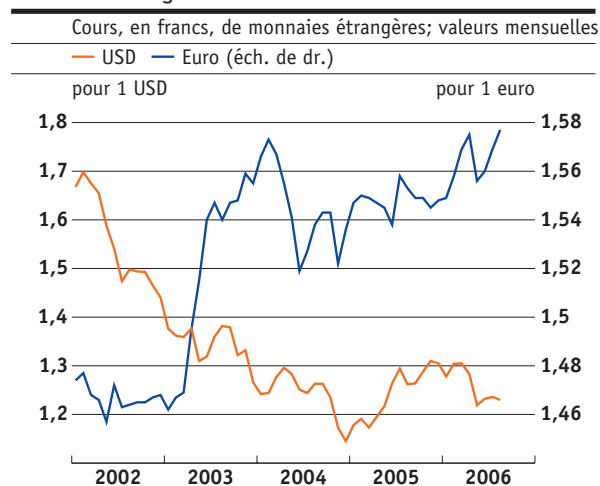
En termes réels et pondérés par les exportations, la valeur extérieure du franc – elle tient compte des écarts entre les taux d'inflation des pays entrant dans le calcul – a fléchi au cours des trois derniers mois non seulement par rapport aux vingt-quatre principaux partenaires commerciaux, mais aussi, et surtout, par rapport à la zone euro (voir graphique 3.10).

Conditions monétaires plus expansionnistes

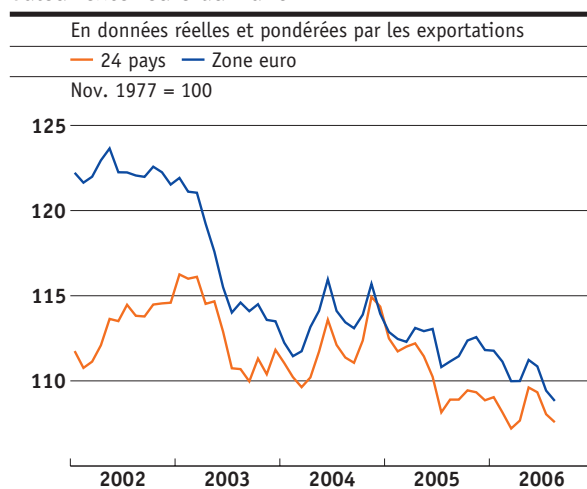
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Pour tenir compte de l'incertitude quant à l'importance du taux d'intérêt et du cours de change, on pondère de deux manières les deux composantes de l'indice (pondérations de 5 pour 1 et de 3 pour 1). L'ICM est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice est dans la zone positive (dans la zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir encadré «Indice des conditions monétaires (ICM)», Bulletin trimestriel 1/2004, page 27).

Mesurées à l'évolution de cet indice, les conditions monétaires en Suisse étaient plus expansionnistes à fin août qu'au moment du dernier examen trimestriel de la situation, reflétant l'affaiblissement du franc sur les marchés des changes (voir graphique 3.11). L'ICM s'établissait à -9 points de base avec une pondération de 5 pour 1, et à -28 points de base avec une pondération de 3 pour 1.

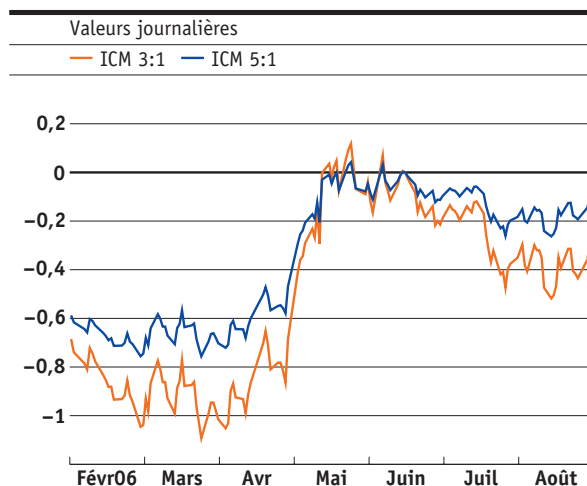
Graphique 3.9
Cours de change



Graphique 3.10
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.11
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.9, 3.10 et 3.11: BNS

Encadré: Opérations de *carry trade*

Une volatilité élevée a marqué les marchés des changes en mai et en juin 2006. La presse financière a attribué ces fortes fluctuations à plusieurs facteurs, notamment à des opérations de *carry trade* et au dénouement de telles opérations. Ce type d'opérations a en outre été invoqué pour expliquer les pressions à la vente qui pesaient sur le franc.

Sans rentabilité, des opérations de *carry trade* ne seraient pas conclues sur le marché. Le commentaire ci-après montre que de telles opérations, dans lesquelles intervient le franc, peuvent être rentables, mais aussi risquées.

En substance, une opération de *carry trade* consiste en une stratégie dans laquelle l'investisseur vend une monnaie à taux d'intérêt à court terme (p. ex. le Libor à trois mois) relativement bas (il prend une position courte dans cette monnaie) et place les fonds ainsi obtenus dans une monnaie à taux d'intérêt à court terme plus élevés (il détient une position longue dans cette autre monnaie). L'investisseur tente ainsi de tirer profit de l'écart entre les taux d'intérêt sur ces deux monnaies. Les opérations de *carry trade* sont toutefois liées au risque d'un affaiblissement de la monnaie de placement ou d'une revalorisation de la monnaie de financement. Selon la théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte (PTI), cette forme d'arbitrage n'a pas de raison d'être puisqu'un écart dans les taux d'intérêt devrait immédiatement être compensé par une fluctuation de change.

Un exemple permet d'expliquer brièvement le mécanisme: un investisseur suisse gagne davantage en faisant un placement aux Etats-Unis qu'en faisant un placement comparable en Suisse, tant que l'avantage tiré des taux d'intérêt plus élevés aux Etats-Unis n'est pas compensé par un affaiblissement du dollar face au franc. Si la plupart des investisseurs suivent cette stratégie, les capitaux exportés de Suisse vers les Etats-Unis peuvent atteindre des montants considérables. Ces flux engendrent une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et une hausse des taux en Suisse, mais aussi une revalorisation du dollar et un affaiblissement du franc. Selon la théorie de la PTI, un niveau d'équilibre devrait se rétablir immédiatement: le rendement attendu d'un placement en monnaie étrangère (évalué dans la monnaie nationale) devrait en tout temps correspondre au rendement d'un placement comparable en monnaie nationale; par conséquent, la diminution de l'écart entre les taux d'intérêt devrait entraîner un affaiblissement du dollar des Etats-Unis et une revalorisation du franc.

Nous procédons ci-après en trois étapes pour analyser la rentabilité des opérations de *carry trade*.

La première étape consiste à évaluer, au moyen d'une analyse de régression, si la PTI s'applique ou non à court et à moyen termes. Si la PTI se vérifie, il n'est pas opportun de conclure des opérations de *carry trade*, les avantages tirés de l'écart entre les taux d'intérêt étant compensés immédiatement par un mécanisme du côté des changes. Dans le cas contraire, on cherche – deuxième étape – à établir par une analyse non-paramétrique si les opérations de *carry trade* sont également rentables lorsque les risques sont pris en considération. La troisième étape consiste à déterminer si, au cours des deux dernières décennies, le franc était plutôt une monnaie de financement ou une monnaie de placement et si les opérations de *carry trade* incluant le franc peuvent actuellement représenter une stratégie intéressante.

L'analyse servant à évaluer la PTI se base sur une simple régression des moindres carrés (avec erreurs types de Newey-West):

$$r_{t+1} = \alpha + \beta(\text{spread}_t) + \epsilon_{t+1},$$

Dans cette équation, r_{t+1} correspond au rendement découlant des variations de change (en francs, face à une monnaie étrangère) entre le moment t et le moment $t+1$, et le *spread*, à l'écart entre les taux d'intérêt (Libor pour dépôts à trois mois en francs moins Libor pour dépôts à trois mois en monnaie étrangère) au moment t . Pour une période échantillon appropriée (de janvier 1986 à mai 2006), des données sont disponibles pour les pays ci-après: Australie, Canada, Danemark, zone euro (jusqu'à l'introduction de l'euro: Allemagne), Royaume-Uni, Japon, Norvège, Suède et Etats-Unis. La régression susmentionnée est effectuée sur la base de données mensuelles et semestrielles.

Selon la théorie de la PTI, β devrait être largement positif². Il faut partir du principe que le pays affichant des taux d'intérêt plus élevés devrait enregistrer un affaiblissement de sa monnaie, tandis que le pays affichant des taux d'intérêt plus bas devrait voir sa monnaie se revaloriser. Les résultats obtenus, qui sont conformes à des publications dans ce domaine³, montrent clairement que la PTI ne se vérifie pas, tant avec des données mensuelles qu'avec des données semestrielles (voir tableau 3.1). Cette divergence par rapport à la PTI ouvre la possibilité

2 Si les taux d'intérêt étaient pour des placements d'une même durée que le rendement de change, β serait égal à 1. Dans le cas présent, l'écart est toutefois défini sur la base du Libor à trois mois, de sorte que l'affirmation se limite au fait que β est positif.

3 Voir notamment Froot, Kenneth A. et Thaler, Richard H. 1990. Anomalies: Foreign Exchange. *Journal of Economic Perspectives* 4(3) 179-192.

d'effectuer des opérations de *carry trade*, même pour des durées relativement longues. Les valeurs basses de R^2 indiquent une faible corrélation entre les mouvements des taux d'intérêt et ceux des cours de change.

Il reste à déterminer si les opérations de *carry trade* sont rentables compte tenu des risques encourus. Pour ce faire, on analyse des stratégies simples à intervalles mensuels, sous l'angle d'un investisseur suisse. Les coûts de transaction ne sont pas pris en considération. Si, sur le marché, le Libor à trois mois est plus élevé pour une monnaie étrangère, l'investisseur recueille des fonds en francs au Libor pour dépôts à trois mois en francs et les place dans cette monnaie étrangère; dans le cas contraire, il recueille des fonds dans la monnaie étrangère et les place en francs. Au terme du placement, l'investisseur touche un certain montant (capital et intérêts) qu'il convertit en francs et restitue les fonds qu'il a empruntés.

Les opérations de *carry trade* conclues conformément à la stratégie décrite ci-dessus dégagent un résultat globalement positif. Le graphique 3.12 montre la dispersion des rendements (en termes annualisés) tirés des opérations de *carry trade* pour l'ensemble des monnaies prises en considération pendant toute la période examinée. Il indique que les opérations de *carry trade* constituaient une stratégie rentable (voir notamment la moyenne et l'asymétrie), mais que celle-ci n'était pas sans risques (voir l'écart type et le kurtosis). Le tableau 3.2 précise les rendements moyens et les indicateurs de performance (voir notamment les ratios de Sharpe, qui sont relativement élevés) pour chaque monnaie étrangère en relation avec le franc.

Enfin, on cherche à déterminer si le franc est plutôt une monnaie de financement ou plutôt une monnaie de placement. Pour ce faire, on compare les écarts historiques entre taux d'intérêt et la volatilité des couples de monnaies. Ces données, pour diverses périodes, font l'objet du tableau 3.3. Les écarts entre certains taux d'intérêt étaient relativement importants entre avril 2006 et mai 2006, notamment vis-à-vis des pays anglo-saxons (en particulier l'Australie, les Etats-Unis et le Royaume-Uni). Il en ressort que le franc peut être considéré comme une monnaie de financement attrayante. Les rendements tirés de ces couples de monnaies se caractérisent toutefois par une volatilité assez forte, bien que cette volatilité ait été, dans la période récente, inférieure à sa moyenne à long terme.

Conclusion

La rentabilité des opérations de *carry trade* incluant le franc a été analysée à l'aide de données concernant une longue période. Des facteurs tels que les coûts de transaction, la liquidité ou les frictions générales n'ont pas été pris en considération, alors qu'ils peuvent influencer négativement sur la négociabilité et la rentabilité des opérations de *carry trade*. Abstraction faite de ces facteurs, la présente étude montre que le franc a été une monnaie de financement attrayante pendant de longues phases et pour des opérations de différentes durées. De gros risques de change pèsent toutefois sur les opérations de *carry trade*. La Banque nationale a souligné à maintes reprises que ces risques persistent malgré la faible volatilité qui caractérise actuellement le franc.

Analyse des régressions

Tableau 3.1

Monnaie	Alpha	Probabilité	Bêta	Probabilité	R ²
AUD	-0,026	0,064	-0,007	0,128	0,029
CAD	-0,026	0,156	-0,012	0,041	0,050
DKK	0,004	0,451	0,002	0,075	0,015
EUR	-0,007	0,198	-0,003	0,443	0,010
GBP	-0,033	0,102	-0,007	0,116	0,042
JPY	0,017	0,223	-0,012	0,346	0,029
NOK	-0,012	0,292	-0,001	0,495	0,012
SEK	-0,045	0,021	-0,012	0,041	0,091
USD	-0,020	0,265	-0,007	0,272	0,040

Sources: Thomson Datastream et BNS

Evaluation statistique et indicateurs de performance pour les divers couples de monnaies

Tableau 3.2

Rendements tirés d'opérations portant sur le Libor à 3 mois, avec adaptations des portefeuilles tous les 6 mois (en CHF)

	CHF AUD	CHF CAD	CHF DKK	CHF EUR	CHF JPY	CHF NOK	CHF SEK	CHF GBP	CHF USD	Total
Moyenne	0,090	0,070	0,040	0,020	0,050	0,070	0,020	0,080	0,060	0,055
Ecart type	0,200	0,210	0,080	0,060	0,170	0,130	0,130	0,160	0,200	0,152
Ratio de Sharpe ¹	0,420	0,330	0,470	0,400	0,300	0,540	0,180	0,470	0,290	-
Degré d'asymétrie	0,825	0,108	0,227	0,369	-0,523	0,973	-0,122	0,547	0,359	0,794
Kurtosis	4,065	3,227	3,909	3,347	3,743	4,667	3,183	4,322	2,624	4,812

¹ Le ratio de Sharpe correspond au rendement annualisé divisé par l'écart type annualisé du rendement.

Sources: Thomson Datastream et BNS

Evaluation statistique des divers couples de monnaies

Tableau 3.3

Ecarts entre taux d'intérêt (Libor à 3 mois) en points

	AUD	CAD	DKK	EUR	JPY	NOK	SEK	GBP	USD
Moyenne 1986-mai 2000	4,264	1,936	2,389	1,204	-1,263	5,545	2,657	4,033	1,641
Moyenne 1990-1999	2,706	1,876	2,565	1,372	-1,609	3,753	3,283	3,606	1,125
Moyenne 2000-mai 2006	3,884	2,029	1,848	1,605	-1,309	4,880	1,520	3,276	1,784
Moyenne avril 2006-mai 2006	4,358	2,781	1,632	1,508	-1,182	1,532	0,719	3,343	3,787

Ecarts types des rendements découlant des fluctuations de change

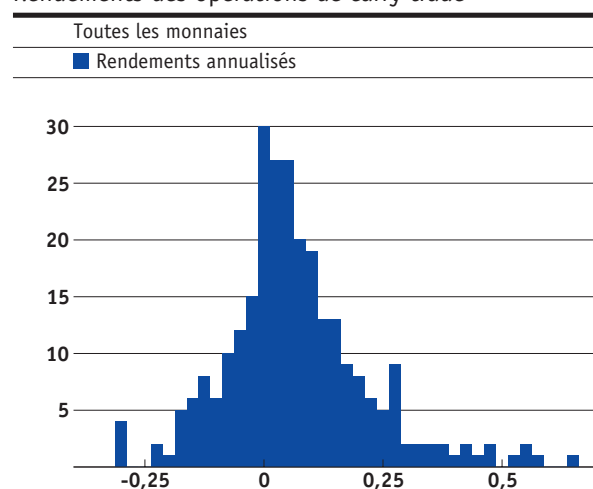
Ecarts types des variations mensuelles des cours de change, données annualisées en %

	CHF AUD	CHF CAD	CHF DKK	CHF EUR	CHF JPY	CHF NOK	CHF SEK	CHF GBP	CHF USD
Ecart type 1986-mai 2000	12,7	12,3	4,1	3,6	10,6	6,6	7,3	8,5	11,7
Ecart type 1990-1999	14,4	13,0	4,6	3,9	11,8	6,8	8,6	9,0	11,6
Ecart type 2000-mai 2006	10,1	9,7	3,0	3,0	10,4	5,5	5,4	7,0	10,1
Ecart type avril 2006-mai 2006	9,3	7,2	3,7	6,7	8,4	6,6	4,6	7,9	10,1

Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 3.12

Rendements des opérations de carry trade



Sources: Thomson Datastream et BNS

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

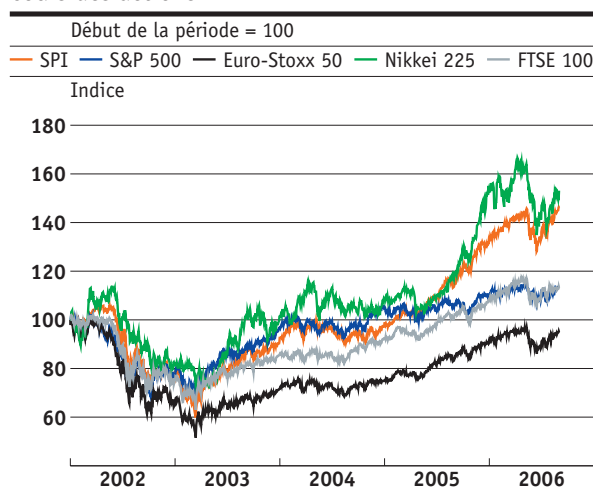
L'évolution des cours et des prix sur les marchés des actions, de l'immobilier et des matières premières peut fournir des signaux au sujet des anticipations inflationnistes qui se forgeront. En outre, les fluctuations sur ces marchés peuvent engendrer des effets de patrimoine qui doivent être détectés suffisamment tôt.

Redressement des marchés des actions

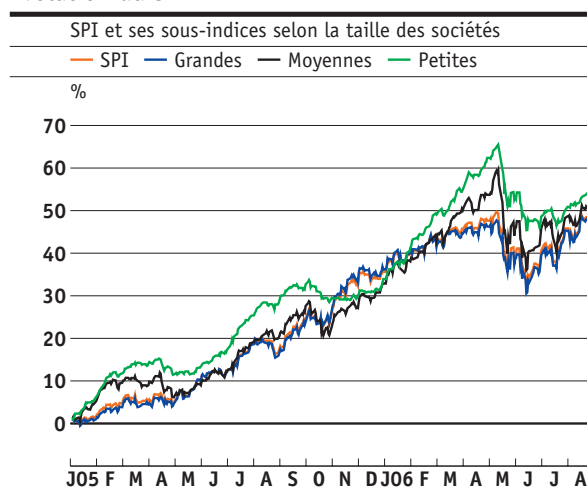
Après un affaiblissement en mai et en juin, les marchés des actions se sont pour la plupart redressés. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 a repris 4,8% entre la mi-juin et la mi-septembre. L'indice européen Euro-Stoxx 50 a quant à lui regagné 8,6% durant cette période. Le Swiss Performance Index (SPI), qui avait fléchi d'environ 7% entre la mi-mai et la mi-juin, s'est ensuite redressé de 11,4%. A la mi-septembre, il atteignait ainsi un niveau jamais observé jusque-là. La conjoncture robuste et les bénéfices élevés des entreprises ont soutenu les cours. Toutes les branches et les trois catégories dans lesquelles les entreprises sont réparties selon leur taille ont bénéficié de cette évolution favorable (voir graphiques 3.14 et 3.15). Les valeurs des entreprises de la construction et du secteur technologique sont celles qui ont le plus progressé. Les valeurs technologiques avaient baissé tant au premier qu'au deuxième trimestres de l'année. Les titres des grandes entreprises ont augmenté généralement dans une proportion supérieure à la moyenne, mais ce sont également eux qui, entre la mi-mai et la mi-juin, avaient subi les pertes les plus lourdes. Entre la mi-juin et la mi-septembre, les titres des grandes entreprises ont gagné 11,8%, tandis que ceux des petites et moyennes entreprises ont augmenté de respectivement 7,5% et 9,8%.

Le graphique 3.16 montre la volatilité des rendements des actions, un indice de l'incertitude. Après un fort accroissement en mai et en juin, cette volatilité a sensiblement diminué. Elle était cependant toujours plus élevée qu'au début de l'année.

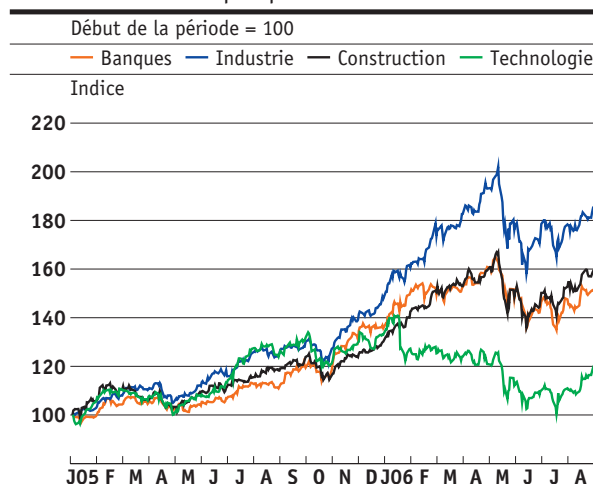
Graphique 3.13
Cours des actions



Graphique 3.14
Evolution du SPI



Graphique 3.15
SPI – Evolution de quelques branches



Sources pour graphique 3.13: Thomson Datastream et Bloomberg

Source pour graphique 3.14: SWX Swiss Exchange

Source pour graphique 3.15: Thomson Datastream

Marché de l'immobilier stable

Sur le marché de l'immobilier, l'évolution indique que les pressions à la hausse sur les prix sont restées modérées. Au deuxième trimestre, les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage étaient supérieurs de 0,5%, en termes réels, à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les loyers des appartements ont quant à eux augmenté de 1,8% durant la même période, contre 2,3% à la période précédente. Il convient de souligner que cette statistique repose en grande partie sur les loyers des anciens appartements. Les loyers des nouveaux appartements ont marqué une hausse de 0,8%, après avoir diminué au cours des deux trimestres précédents. Les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont fléchi de 0,5%, enregistrant ainsi leur troisième baisse consécutive. Les taux de variation des loyers des nouveaux appartements, mais aussi ceux des prix des maisons

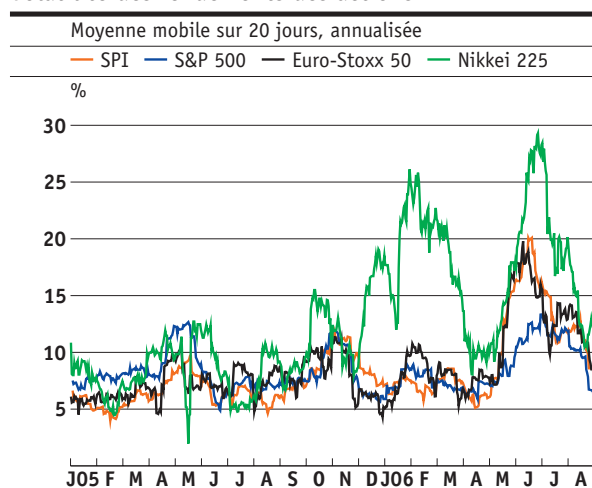
individuelles et appartements en propriété par étage sont nettement inférieurs aux niveaux observés entre le début de 2002 et le milieu de 2003.

Fluctuations des prix des matières premières

L'indice des prix des matières premières que calcule Goldman Sachs a augmenté d'environ 6% entre la mi-juin et le début du mois d'août. Il a ensuite fléchi pour s'établir, à la mi-septembre, au-dessous du niveau observé trois mois auparavant. En revanche, les prix des métaux précieux ont gagné plus de 5% entre la mi-juin et la mi-septembre.

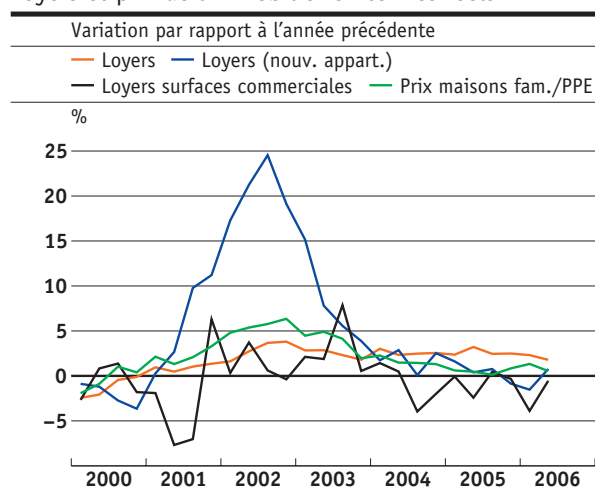
En général, les prix des matières premières ont subi de fortes fluctuations, comme les cours des actions et des devises. C'est un signe de l'incertitude des opérateurs sur les marchés. Les conflits au Proche-Orient et au Moyen-Orient ont sans doute contribué à la hausse des prix, mais aussi à l'augmentation de la volatilité.

Graphique 3.16
Volatilité des rendements des actions



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 3.17
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Source: Wüest & Partner

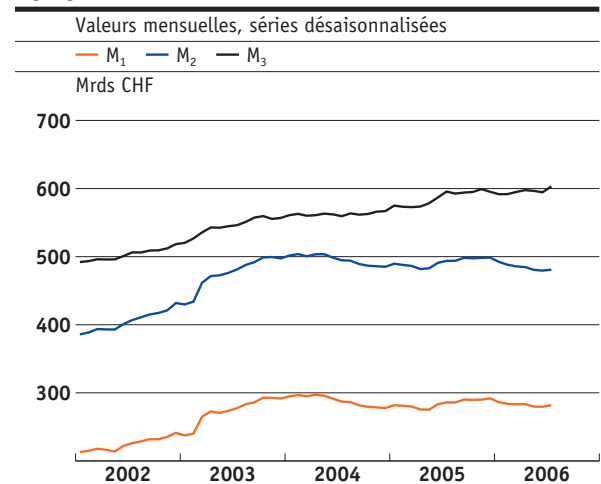
3.4 Agrégats monétaires

Agrégats à des niveaux inchangés

En août, les masses monétaires M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) étaient inférieures de respectivement 1,3% et 2,8% à leur niveau du mois correspondant de 2005. Elles étaient aussi inférieures de respectivement 9 milliards et 19 milliards de francs à leur niveau du début de 2006 (voir graphique 3.18). En revanche, la masse monétaire M_3 (M_2 et les dépôts à terme) est restée à un niveau approximativement constant. Cette stabilité a découlé de deux mouvements opposés. En effet, les dépôts à terme se sont accrus de 25,6%, tandis que les dépôts d'épargne et, dans une moindre mesure, les dépôts à vue ont fléchi. De tels mouvements incitent à conclure à des remaniements de portefeuille dans une phase de hausse des taux d'intérêt.

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et le possible danger d'inflation qui peut en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un excédent de monnaie. Plusieurs méthodes sont à disposition à cet effet. La BNS recourt au «ECM-money gap» (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33). La masse monétaire d'équilibre, un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en

Graphique 3.18
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.4

	2004	2005	2005			2006		2006		
			2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Juin	Juillet	Août
Monnaie centrale²	41,7	41,9	41,6	41,2	42,7	43,3	43,3	43,4	42,3	42,3
<i>Variation³</i>	3,2	0,4	-0,2	0,3	2,0	3,0	4,2	4,8	2,7	2,6
$M_1$²	288,5	284,2	278,7	284,3	290,9	286,4	281,6	279,2	279,3	279,4
<i>Variation³</i>	5,5	-1,5	-5,7	0,8	4,3	1,3	1,1	-1,3	-1,4	-1,3
$M_2$²	495,6	491,6	486,7	491,2	497,5	491,7	483,1	478,9	477,4	476,5
<i>Variation³</i>	4,3	-0,8	-3,3	0,6	2,5	0,1	-0,7	-2,3	-2,6	-2,8
$M_3$²	562,5	585,9	581,0	590,6	595,9	595,4	597,7	594,0	600,0	600,4
<i>Variation³</i>	3,2	4,2	3,1	5,9	5,5	3,3	2,9	1,3	1,3	1,9

1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

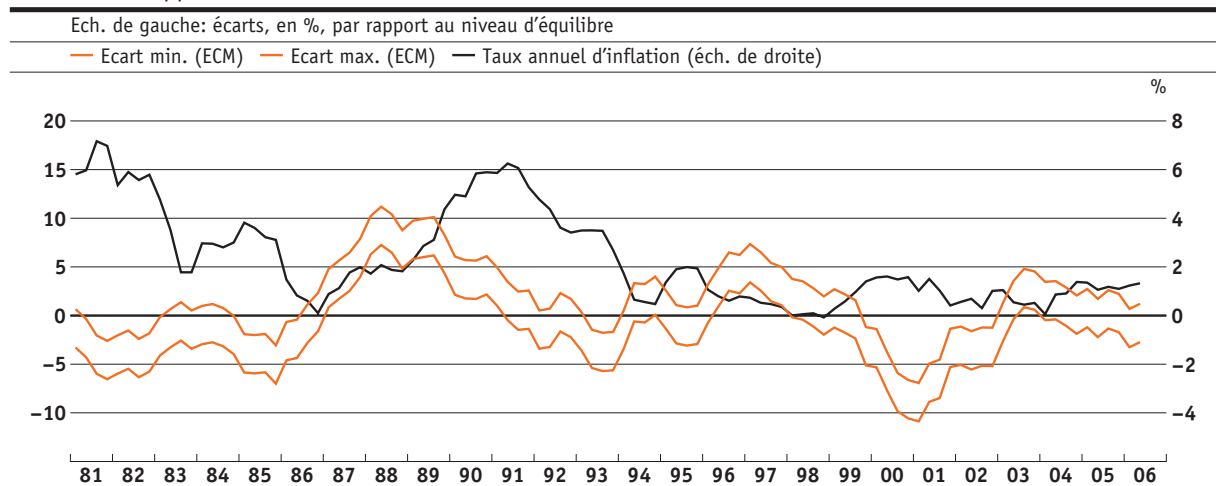
3 Variation en % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS

liquidités, est estimée à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si le niveau observé de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante, ce qui peut engendrer une accélération du renchérissement dans les quatre à six trimestres suivants. Le graphique 3.19 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M_3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de

liquidités est estimé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Conjuguée à une activité économique plus intense, l'évolution moins dynamique des agrégats monétaires a entraîné une diminution de l'excédent de monnaie. Comme la ligne zéro était toujours entre l'estimation haute et l'estimation basse de l'excédent de liquidités, il ne faut pas s'attendre, selon cet indicateur, à ce que les prix subissent des pressions à la hausse, venant du côté monétaire, au cours des prochains trimestres.

Graphique 3.19
 Ecarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

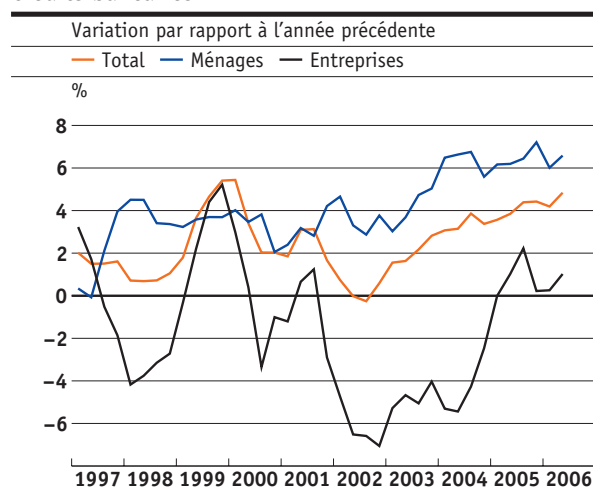
3.5 Crédits

Croissance plus vive des crédits

Au deuxième trimestre, les crédits bancaires ont augmenté contrairement aux agrégats monétaires. En comparaison annuelle, leur croissance s'est accélérée, passant de 4,2% au premier trimestre à 4,8% le trimestre suivant. Comme le montre le graphique 3.20, tant les crédits aux ménages que les crédits aux entreprises ont contribué à cette progression. Entre le deuxième trimestre de 2005 et la période correspondante de 2006, les crédits aux ménages se sont accrus de 6,6% (6% au premier trimestre), et les crédits aux entreprises ont augmenté de 1% (0,2%).

Dans le tableau 3.5, les crédits sont répartis selon leur affectation. Les prêts hypothécaires – ils constituent plus de 80% du total des crédits bancaires – ont augmenté en comparaison annuelle de 4,9% au deuxième trimestre, contre 5% au premier trimestre. La progression des prêts hypothécaires aux ménages est restée inchangée à 5,7%, mais celle de la part accordée aux entreprises a faibli légèrement pour s'établir à 1,5%. Les autres crédits – ils avaient diminué, pendant plusieurs années, jusqu'au milieu de 2005 – dépassaient au deuxième trimestre de 4,4% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Dans leur accroissement, la part non gagée (+4,3%) a joué un rôle important. Elle avait marqué des replis dans la phase comprise entre le troisième trimestre de 2001 et le premier trimestre de 2006. Sa récente progression est le signe d'une conjoncture robuste.

Graphique 3.20
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.5

	2004	2005	2005			2006		2006		
			2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	Mai	Juin	Juillet
Total	3,4	4,1	3,8	4,4	4,4	4,2	4,8	4,9	4,8	5,2
Ménages	6,4	6,5	6,2	6,4	7,2	6,0	6,6	6,9	6,2	6,3
Entreprises	-4,4	0,9	1,0	2,2	0,2	0,2	1,0	0,6	1,4	2,5
Créances hypothécaires	5,4	5,2	5,1	5,3	5,4	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0
dont ménages	6,4	6,9	6,8	6,9	6,9	5,7	5,7	5,7	5,8	5,7
dont entreprises	-1,7	3,1	3,1	3,9	2,8	1,8	1,5	1,8	1,2	1,6
Autres crédits	-4,2	-0,7	-1,1	0,5	0,3	0,7	4,4	4,7	3,9	6,2
dont gagés	3,0	2,6	-0,4	3,5	4,0	3,5	4,4	2,7	4,9	0,2
dont non gagés	-8,8	-3,1	-1,6	-1,8	-2,4	-1,4	4,3	6,3	3,1	10,9

Source: BNS

4 Prédiction d'inflation de la BNS

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

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de juin et de septembre 2006.

Conjoncture mondiale toujours robuste

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB au deuxième trimestre de 2006 a été plus faible que ce qui était attendu. Cet écart est dû toutefois dans une large mesure à des facteurs particuliers. En ce qui concerne les Etats-Unis, la BNS n'a revu que légèrement à la baisse sa prévision de croissance pour les années 2006 et 2007. En Europe, la conjoncture a, comme prévu, évolué d'une manière positive dans la première moitié de l'année; les hypothèses sur la progression du PIB ont été légèrement révisées à la baisse pour les années 2007 et 2008. A moyen terme, on table toujours sur une croissance robuste dans ces deux zones économiques; jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prévision d'inflation, la croissance devrait se rapprocher du potentiel, soit d'environ 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE. L'hypothèse au sujet du prix du pétrole a été revue une nouvelle fois à la hausse, avec répercussions sur le niveau des prix à l'étranger. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été fixée à 1,27 pour les années 2007 et 2008, contre 1,23 en juin.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2006	2007	2008
Prévision de septembre 2006			
PIB USA ¹	3,4	3,0	3,2
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,1	2,1
Cours de l'euro en dollars ²	1,25	1,27	1,27
Prix du baril de pétrole en dollars ²	72,0	78,0	78,0
Prévision de juin 2006			
PIB USA ¹	3,5	3,3	3,2
PIB UE (à 15) ¹	2,3	2,2	2,2
Cours de l'euro en dollars ²	1,22	1,23	1,23
Prix du baril de pétrole en dollars ²	68,5	71,0	71,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

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

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

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

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

4.2 Prédiction d'inflation du 3^e trimestre de 2006 au 2^e trimestre de 2009

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

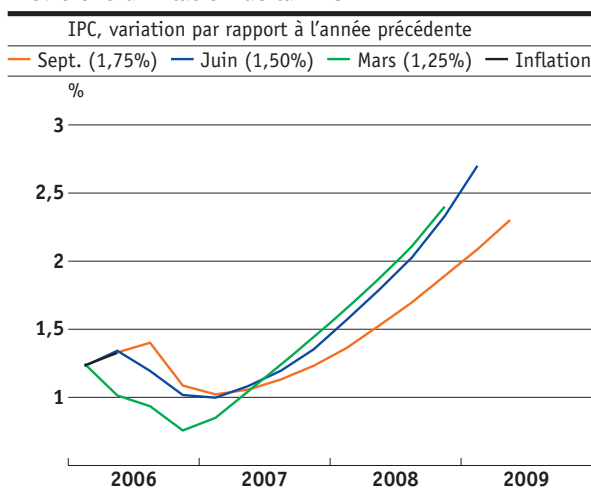
La BNS table, à court terme, sur un renchérissement un peu plus élevé qu'en juin. Il faut y voir le fait que les ressources sont utilisées davantage que ce qui était prévu trois mois auparavant. Le renchérissement reste cependant modéré et diminue, jusqu'au premier trimestre de 2007, de près de 0,4 point pour s'établir à environ 1%. Le repli escompté du renchérissement découle d'une composante de l'IPC – les huiles de chauffage – qui, par un effet de base, contribue moins fortement à la hausse des prix. En 2006, le taux d'inflation devrait être de 1,3% en moyenne annuelle.

Le graphique 4.1 montre que le renchérissement attendu à partir du deuxième trimestre de 2007 est inférieur à ce qui ressortait de la prédiction de juin. Étant donné l'évolution toujours favorable de la conjoncture, l'écart de production dans l'ensemble de l'économie devrait être comblé. Comme la croissance économique devrait se ralentir ces prochains trimestres, les prix ne risquent guère d'être poussés à la hausse, en 2007, par une surchauffe de la conjoncture.

À plus long terme, les perspectives d'inflation se sont même améliorées, ce qui s'explique par les hausses de taux d'intérêt déjà opérées, mais aussi par les données les plus récentes. Ainsi, depuis novembre 2005, les masses monétaires M_1 et M_2 ont diminué, tandis que l'agrégat M_3 est resté presque inchangé. Une politique monétaire moins expansionniste commence par freiner la croissance économique, puis influe, avec un décalage, sur le niveau des prix. Le resserrement de la politique monétaire, en septembre, contribue à la poursuite de l'amélioration des perspectives d'inflation pour les années 2008 et 2009.

Comme l'indique la phase finale d'accélération du renchérissement, la politique monétaire, même avec un Libor à trois mois de 1,75%, a des effets encore trop expansionnistes, ce qui se reflète dans un renforcement progressif des pressions inflationnistes. C'est pourquoi la Banque nationale adaptera encore graduellement sa politique monétaire si l'économie continue à évoluer conformément à son attente.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



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

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

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

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec quelque 150 entreprises de divers secteurs et branches ont donné une image sans nuages de la conjoncture pour les mois de juin, de juillet et d'août 2006. Les interlocuteurs n'ont noté aucune tendance à l'essoufflement au deuxième semestre de 2006 et tablent toujours sur une évolution positive des chiffres d'affaires en 2007. L'industrie d'exportation (tourisme compris), la construction et les banques comptaient parmi les secteurs les plus prospères. En dépit d'un climat de consommation plus favorable, l'évolution du commerce de détail est restée modérée.

Les entreprises se sont montrées plus promptes à investir, principalement dans le but d'augmenter leurs capacités ou de renforcer, au moyen d'acquisitions, leur position sur le marché. Grâce à leur bonne situation bénéficiaire, elles ont en général pu financer leurs projets d'investissement avec leurs propres fonds. Elles ont souvent déploré le fait que le manque de personnel qualifié entrave l'augmentation rapide des capacités. Leur préoccupation principale a porté sur la hausse générale des prix des matières premières et des prix de l'énergie ainsi que sur le risque d'un affaiblissement du cours du dollar des Etats-Unis.

1 Production

Industrie

La plupart des représentants de l'industrie d'exportation n'ont cessé de signaler des commandes en forte progression, des réserves de travail importantes et des capacités de production pleinement utilisées. Dans de nombreux cas, les chiffres d'affaires enregistrés jusqu'ici dépassaient sensiblement les prévisions déjà optimistes, de sorte que 2006 pourrait se révéler une année record. Les interlocuteurs ont souvent parlé de goulets d'étranglement au niveau de la production, mais aussi de délais de livraison plus longs, voire parfois de surcharge et de surchauffe. Comme auparavant, la demande des pays asiatiques (notamment la Chine) et latino-américains s'est caractérisée par son dynamisme persistant, alors que plusieurs entreprises ont observé un léger tassement des entrées de commandes en provenance des Etats-Unis. La demande des pays européens, en particulier d'Allemagne, a pris un net essor. Certains interlocuteurs ont toutefois émis des doutes quant à la pérennité de la reprise économique en Allemagne, attendu que ce pays verra bientôt le taux de sa TVA majoré.

L'essor conjoncturel a touché presque toutes les branches et entreprises. Les cas, peu nombreux, où les affaires marquaient une évolution mitigée étaient dus à des difficultés inhérentes à l'entreprise ou à des problèmes structurels. Comme précédemment, les affaires dans les différents secteurs de l'industrie chimique, dans l'industrie des matières plastiques, dans la technologie médicale ainsi que dans la métallurgie et l'horlogerie ont connu une forte expansion. Le secteur des techniques énergétiques (systèmes de chauffage et de refroidissement) et celui des transports et déplacements ont bénéficié d'une croissance rapide. Les entreprises produisant des biens de consommation ont elles aussi profité de la reprise économique, notamment à la suite de la consommation florissante de biens de luxe dans le monde entier.

Services

Alors que les interlocuteurs représentant les secteurs du tourisme ainsi que de l'hôtellerie et de la restauration avaient signalé une évolution plutôt modérée en début d'année, ils se sont montrés très satisfaits de la saison d'été, même si le mauvais temps a quelque peu pesé sur les résultats du mois d'août. Les chiffres d'affaires ont nettement dépassé leur niveau de la même période de l'année précédente non seulement dans les stations alpines, mais aussi dans les centres urbains. L'évolution a été réjouissante puisque le nombre d'hôtes étrangers a fortement progressé, en même temps que la durée de séjour moyenne et les dépenses par personne. Cette amélioration s'explique par la reprise conjoncturelle dans la zone euro, le relèvement de la qualité de l'offre et le niveau favorable du cours de l'euro face au franc. Les interlocuteurs ont en général affiché un

sentiment de confiance en ce qui concerne la prochaine saison d'hiver.

Les représentants d'autres branches de services (activité de conseil, trafic aérien, bureaux de voyage, entreprises de transport) ont eux aussi brossé un tableau globalement positif de la situation. Les déclarations faites par les interlocuteurs appartenant au domaine des technologies de l'information ont par contre laissé une impression mitigée. Après un bon début d'année, les affaires ont en effet souvent évolué en demi-teinte. Des facteurs spéciaux, par exemple le retard dans le lancement d'un nouveau logiciel, pourraient avoir influé sur l'activité dans le secteur informatique. Comme il avait été signalé antérieurement, celui-ci subit en outre une concurrence âpre au niveau des prix.

Les représentants du secteur bancaire ont donné une image très positive de l'évolution de leurs affaires. En dépit de taux d'intérêt en hausse, les prêts hypothécaires ont prospéré dans un environnement caractérisé par une vive concurrence entre les établissements. La plupart des interlocuteurs ont également fait part d'une reprise des activités avec la clientèle commerciale qui, selon eux, bénéficierait d'un environnement économique et d'un climat de consommation excellents. La chute des cours aux bourses d'actions en mai et en juin n'a guère entravé les opérations de commissions. En outre, les interlocuteurs ont de plus en plus souvent évoqué les risques liés à de nouvelles hausses des taux d'intérêt.

Un ton généralement grave a marqué les entretiens menés avec les représentants du commerce de détail. Selon l'estimation des gros distributeurs, la marche des affaires s'est certes améliorée au cours des douze derniers mois, mais le climat est loin d'être euphorique. Malgré leur propension plus forte à dépenser, les consommateurs se sont toujours montrés très attentifs aux prix et ont acheté de préférence les produits d'usage quotidien des lignes à bas prix créées par les gros distributeurs. Les interlocuteurs des autres domaines du commerce de détail, notamment ceux actifs dans le segment haut de gamme, étaient pour la plupart satisfaits de la marche des affaires.

Construction

Comme dans l'industrie, le climat réjouissant s'est maintenu dans la construction. Par endroits, il a même été question d'excès. L'activité a continué à reposer sur la construction de logements, mais le domaine de la rénovation a également connu une évolution favorable. Quelques rares interlocuteurs ont évoqué un tassement prochain et une attitude plus prudente des investisseurs. De nombreux autres représentants de la branche ont à l'inverse signalé une reprise du côté de la construction de bureaux et de locaux industriels ainsi qu'une demande croissante des collectivités publiques, en particulier des communes.

2 Marché du travail

Compte tenu de la demande vigoureuse, plusieurs interlocuteurs ont augmenté leurs effectifs ces derniers mois ou envisageaient de le faire. Comme lors des entretiens précédents, les interlocuteurs ont attiré l'attention sur leurs difficultés à trouver du personnel qualifié sur le marché du travail suisse. Ces difficultés sont particulièrement grandes dans le domaine technique et dans celui de la construction. La possibilité de recruter de la main-d'œuvre dans les pays de l'UE permet certes de détendre la situation, mais, dans de nombreux cas, le manque de personnel entrave considérablement la production.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

En dépit de la bonne marche des affaires et des problèmes liés au manque de capacités signalés par beaucoup d'entreprises, les pressions à la baisse exercées sur les prix ont persisté, notamment dans les domaines fortement exposés à la concurrence étrangère. Ces pressions ont contenu la répercussion des prix plus élevés des matières premières et de l'énergie sur les prix en aval. Pourtant, même parmi les entreprises fortement exposées à la concurrence étrangère, certaines ont réussi à répercuter la hausse de leurs coûts sur la clientèle. Les bons chiffres d'affaires ont contribué à l'évolution généralement réjouissante de la situation bénéficiaire. Le contrôle des coûts et l'accroissement de la productivité sont néanmoins restés importants. Les représentants du secteur des services ont signalé qu'ils bénéficiaient tendanciellement d'une marge plus large pour majorer les prix, ce que nombre d'entreprises ont d'ailleurs fait.

Parmi les préoccupations principales figuraient toujours l'évolution des prix des matières premières et de l'énergie ainsi qu'un affaiblissement éventuel du dollar des Etats-Unis. L'évolution des salaires, en revanche, n'a guère suscité d'inquiétude. En ce qui concerne les négociations salariales pour 2007, certains interlocuteurs pensaient que les salaires allaient augmenter davantage que l'année précédente. Plusieurs interlocuteurs ont estimé que le risque de voir les coûts salariaux grimper était faible notamment en raison de l'ouverture du marché du travail aux ressortissants des pays de l'UE.

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

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

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

Can bank supervisors rely on market data? A critical assessment from a Swiss perspective

Urs W. Birchler et Matteo Facchinetti
Working Paper 2006-8

Les banques centrales et les autorités de surveillance bancaire ne disposent que d'informations incomplètes sur le profil de risques effectif des banques. Les données du marché, tels les écarts de rendement des emprunts et la volatilité des actions, peuvent remplir partiellement ces lacunes. En outre, une série de données du marché et de données comptables ainsi que des indicateurs macroéconomiques permettent d'établir des indicateurs concernant la stabilité du système.

La qualité des données du marché dépend de deux facteurs: (i) les investisseurs ont-ils accès aux informations adéquates? (ii) les marchés sont-ils assez efficaces pour inclure dans les prix les informations des investisseurs? Les auteurs mettent en exergue quatre critères pratiques pour mesurer la qualité de données du marché, à savoir la complétude du marché, la qualité de l'information contenue dans les prix, la résistance à la formation de bulles et l'absence de perturbations.

En Suisse, ces conditions pratiques à l'utilisation des données du marché sont remplies en grande partie. On dispose de données du marché significatives relatives à diverses banques; même si le

nombre de ces banques est minoritaire, ces établissements recouvrent la plus grande partie du système bancaire. Des résultats empiriques, confirmés par des études d'autres pays industrialisés, aboutissent à la conclusion que les informations du marché complètent effectivement les informations de surveillance.

Les données relatives à la Suisse sont d'une portée limitée dans le secteur des banques cantonales: les écarts de rendement de leurs emprunts et leur solvabilité subissent une distorsion en raison de la garantie de l'Etat. La circonspection s'impose également en interprétant les données des grandes banques, car certains investisseurs ont tendance à considérer ces établissements comme trop grands pour connaître une défaillance.

Des raisons théoriques suscitent également des réserves dans l'utilisation de données du marché à des fins de surveillance. Les prix notamment deviennent endogènes, le marché s'attendant à ce que les autorités de surveillance réagissent à leur évolution. Ce fait, dont la littérature n'a guère tenu compte jusqu'à maintenant, met en question la signification des prix.

Malgré ces problèmes, les données du marché joueront probablement un rôle dans la surveillance future. En raison de l'accessibilité des données au public, les autorités de surveillance peuvent même subir des pressions les obligeant à réagir aux prix du marché. Il n'est pas certain que ces pressions les aident à trouver le moment optimal pour intervenir.

A two-pillar Phillips curve for Switzerland

Petra Gerlach-Kristen
Working Paper 2006-9

La courbe de Philips comprend les déterminants de l'inflation. Ses versions empiriques contiennent, en général, l'inflation différée et une mesure de l'activité économique, tel l'écart de production, qui indique si l'économie est en phase de récession ou de haute conjoncture. Dans les courbes empiriques de Philips, les variables monétaires, tels les taux de croissance de M_2 et de M_3 , ne sont normalement pas prises en considération, bien qu'elles influent sur l'inflation d'après la théorie. Cette lacune semble s'expliquer par le fait que les méthodes économétriques traditionnelles ne prouvent pas l'influence des variables monétaires sur l'inflation dans la courbe de Philips.

Depuis longtemps, la Banque nationale suisse a souligné l'importance de la croissance de la masse monétaire dans l'évolution de l'inflation. La nouvelle conception de la politique monétaire qu'elle applique depuis janvier 2000 combine, afin d'apprécier les poussées de hausse des prix, des modèles d'inflation économétriques avec des indicateurs monétaires et réels. Cette stratégie correspond à la conception des deux piliers de la Banque centrale européenne, qui se fonde sur un pilier monétaire et un pilier réel dans son analyse de l'inflation.

Cette étude démontre à première vue que la croissance de la masse monétaire dans une simple courbe de Philips semble effectivement ne pas exercer d'effets sur l'inflation en Suisse. Cette situation pourrait s'expliquer par la forte volatilité des agrégats monétaires, due éventuellement à divers autres facteurs, telles des modifications de la structure des portefeuilles, qui sont sans rapport avec les poussées inflationnistes. Il paraît donc plausible que seules des tendances à long terme de la croissance monétaire influent sur l'inflation. Afin d'apprécier cette possibilité, l'étude élimine les fluctuations à court terme des données relatives à la croissance de la masse monétaire. La tendance de la masse monétaire qui en résulte reflète un lissage beaucoup plus fort que dans la série initiale et exerce, avec l'écart de production, des effets importants sur l'inflation en Suisse. L'analyse confirme donc que l'inflation en Suisse dépend aussi bien de facteurs monétaires que de facteurs réels. Elle aboutit aussi à la conclusion que les fluctuations mensuelles de la croissance de la masse monétaire n'indiquent guère une évolution de l'inflation dans le futur immédiat. En revanche, la tendance de la croissance à long terme de la masse monétaire joue un rôle important dans le niveau moyen de l'inflation.

On understanding sources of growth and output gaps for Switzerland

Kevin J. Fox et Mathias Zurlinden
Working Paper 2006-10

Cette étude examine les performances de l'économie suisse de 1980 à 2001. Elle applique diverses techniques de calcul d'indices visant à désagréger la croissance économique nominale et réelle ainsi que les écarts de production nominaux et réels. Les différentes désagrégrations se complètent mutuellement et reflètent assez largement, dans leur ensemble, l'évolution économique pendant la période examinée. Toutes les désagrégrations sont exactes et complètes.

La désagrégration fondamentale se fonde sur une fonction du PIB. La croissance nominale du PIB est divisée en apports des prix intérieurs, des termes de l'échange, de la productivité de l'ensemble des facteurs et des *inputs* en facteurs de production travail et capital. En déflétant la croissance du PIB nominal au moyen des prix intérieurs, on obtient la croissance de la production nette réelle. Pour leur part, les contributions à la croissance des termes de l'échange et de la productivité de l'ensemble des facteurs permettent de constituer un indice de prospérité. Ces modes de calcul comportent deux différences principales par rapport aux désagrégrations conventionnelles de la croissance économique (*growth accounting*). Premièrement, le point de départ est le PIB nominal et non le PIB réel, de sorte que la désagrégration comprend non seulement les apports quantitatifs, mais aussi ceux qui résultent des variations de prix. Deuxièmement, les termes de l'échange sont pris explicitement en considération; il est donc tenu compte de l'ouverture du pays sur l'étranger, ce qui est important dans le cas de la Suisse. Alternativement, on peut procéder à une désagrégration basée sur une

fonction de revenu. Dans ce cas, la croissance du revenu nominal est désagrégréée en contributions résultant des variations de prix des facteurs de production travail et capital, du volume d'absorption intérieure, des exportations et des importations. Finalement, toutes ces méthodes sont appliquées aux écarts de production nominaux et réels, en lieu et place de la croissance économique nominale et réelle. Les fluctuations cycliques de l'économie suisse sont alors en point de mire. Le point de départ est l'écart nominal de production défini comme divergence de tendance par rapport au PIB nominal. Cet écart est désagrégréé en différences de tendances des composantes qui résultent de la fonction respective du PIB et du revenu.

Il ressort de la désagrégration de la croissance économique axée sur la fonction du PIB que la croissance nominale du PIB de 1980 à 2001 s'explique environ pour moitié par la hausse des prix intérieurs, de sorte que l'autre moitié peut être attribuée à la croissance de la production nette réelle. La contribution la plus forte à la croissance de la production nette réelle est celle de *l'input* en capital, suivie par celle de la productivité et par l'amélioration des termes de l'échange. En revanche, l'apport qui découle de la croissance de *l'input* en travail est très faible. Si l'on subdivise la période qui va de 1980 à 2001 en deux durées à peu près égales, il s'avère que les apports à la croissance des facteurs travail et capital ainsi que des termes de l'échange ont tous été inférieurs, durant la seconde durée, à ceux de la première. En revanche, la croissance de la productivité de l'ensemble des facteurs a augmenté légèrement. De plus, il ressort des contributions à la croissance cumulées que la productivité avait tout d'abord entravé la croissance économique réelle avant de fournir un apport positif à la croissance du PIB qui a dépassé, à la fin de la période examinée, l'amélioration des termes de l'échange.

Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

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

Rejet de l'initiative Cosa

L'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative Cosa; voir Bulletin trimestriel 4/2005, page 53) a été nettement rejetée en votation populaire, le 24 septembre 2006, avec 58,3% de non et 41,7% de oui. Seuls les cantons de Bâle-Ville, de Genève et du Tessin l'ont acceptée à une faible majorité. La Banque nationale a pris connaissance avec satisfaction du résultat de la votation. Elle peut ainsi continuer à mener, dans un cadre inchangé, sa politique monétaire axée sur la stabilité.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse

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

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

Prix

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

Internet

<http://www.snb.ch>

