

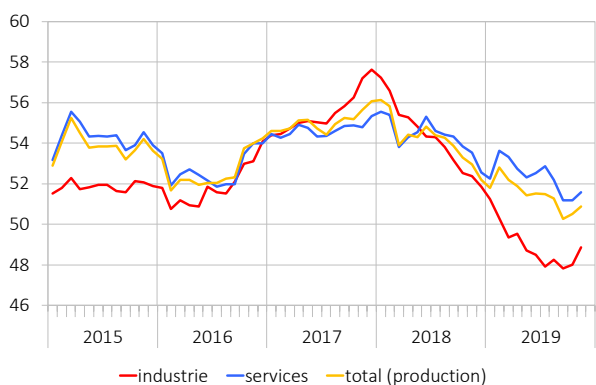
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

Au troisième trimestre 2019, l'économie internationale a continué d'être divisée en deux. D'une part, le fléchissement du commerce mondial s'est poursuivi, affaiblissant par conséquent le secteur industriel, en particulier dans les pays où la structure économique est fortement axée sur la production industrielle et l'exportation, telle l'Allemagne. D'autre part, stimulées par un contexte généralement très favorable sur le marché du travail, les forces économiques nationales ont contribué à stabiliser la conjoncture dans de nombreux pays. Compte tenu des indicateurs, il faut s'attendre dans un avenir proche à ce que la faiblesse de l'industrie ne s'étende que dans une mesure limitée au secteur des services. Les indices des directeurs d'achats (PMI) se sont récemment stabilisés dans les deux secteurs, celui des services dépassant le seuil de croissance (graphique 38).

graphique 38 : PMI international du point de vue de la Suisse

valeurs pondérées par les exportations, désaisonnalisées, seuil de croissance = 50



source : SECO

Une certaine hétérogénéité se manifeste également entre les régions : alors que les États-Unis ont de nouveau enregistré une croissance solide au 3^e trimestre, le rythme de la croissance dans la zone euro a été faible, comme au trimestre précédent. Toutefois, l'Allemagne, partenaire commercial important, a réussi à échapper de justesse à une récession technique. Certains signes indiquent néanmoins que la reprise économique attendue

en Allemagne et en Europe pourrait être retardée et plus timide que prévu initialement, ce qui aurait aussi un impact sur l'évolution de l'économie suisse.

Zone euro

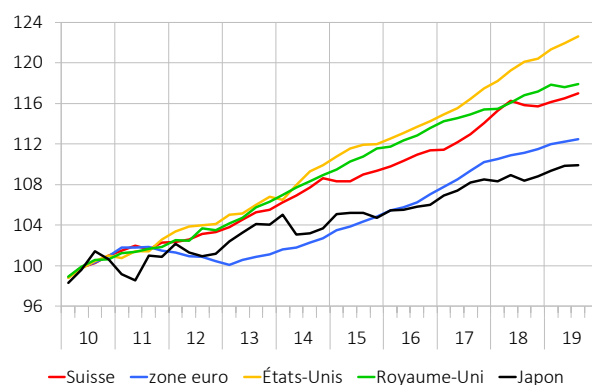
Au 3^e trimestre, le PIB de la zone euro a enregistré une croissance de 0,2 %, soit inférieure à la moyenne, soutenue notamment par des dépenses de consommation qui ont enregistré leur plus forte croissance depuis deux ans (graphique 39, graphique 40). Les ménages profitent de la situation favorable qui règne sur le marché du travail. Le chômage est

Zone euro: croissance soutenue par la demande intérieure

resté à des niveaux historiquement très bas depuis plusieurs mois (graphique 41) : en octobre, le taux de chômage, de 7,5 %, n'était que légèrement supérieur aux creux atteints avant la crise financière et économique.

graphique 39 : Produit intérieur brut, divers pays

valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2010 = 100



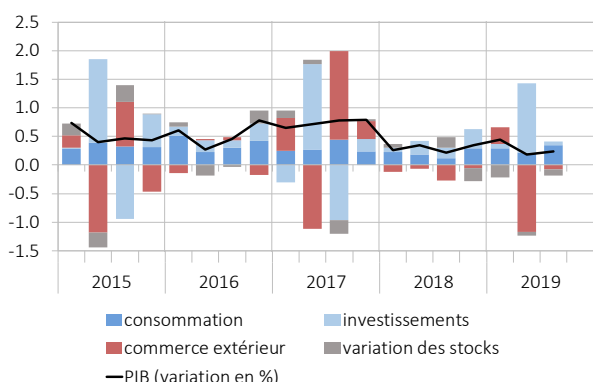
sources : SECO, Eurostat, U.S. BEA, U.K. ONS, CaO Japan

En revanche, la faiblesse de la demande mondiale de biens d'équipement continue de peser sur le secteur industriel européen et sur les exportations (exportations nettes à nouveau négatives au 3^e trimestre). Le faible développement du commerce extérieur a freiné en particulier l'industrie allemande, orientée vers l'exportation. Ainsi, le PIB de l'Allemagne n'a guère augmenté au 3^e trimestre (+0,1 %), après avoir reculé de 0,2 % au trimestre

précédent. L'économie allemande, qui suscitait parfois des craintes, a néanmoins échappé à la récession technique. Comme dans l'ensemble de la zone euro, c'est surtout la consommation, stimulée par la bonne situation sur le marché du travail et la hausse des salaires réels, qui a contribué à la croissance.

graphique 40 : Zone euro, PIB et composantes de la demande

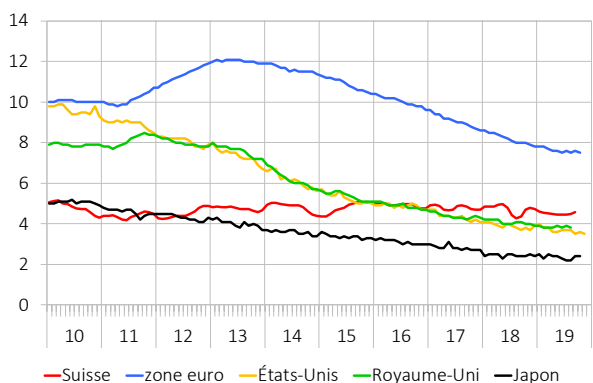
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, annualisée, contributions des composantes en points de pourcentage



source : Eurostat

graphique 41 : Chômage, divers pays

taux en % au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées

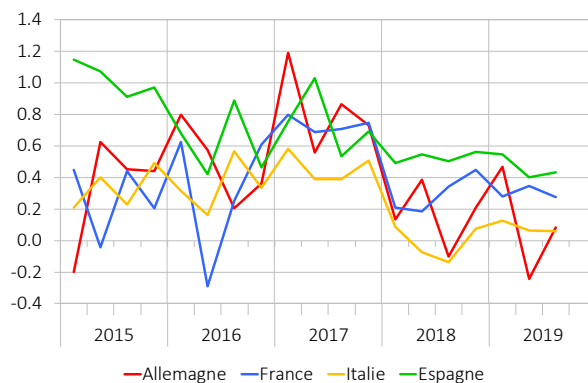


sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

Une certaine hétérogénéité subsiste toujours entre les pays de la zone euro (graphique 42) : avec un taux de croissance de 0,4 % au 3^e trimestre, l'Espagne est restée en tête des quatre plus grands pays de la zone euro. Quant à la France et à l'Italie, elles ont pratiquement maintenu le rythme des trimestres précédents, avec des taux de croissance respectifs de 0,3 % et 0,1 %.

graphique 42 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles désaisonnalisées, variation en % par rapport au trimestre précédent



source : Eurostat

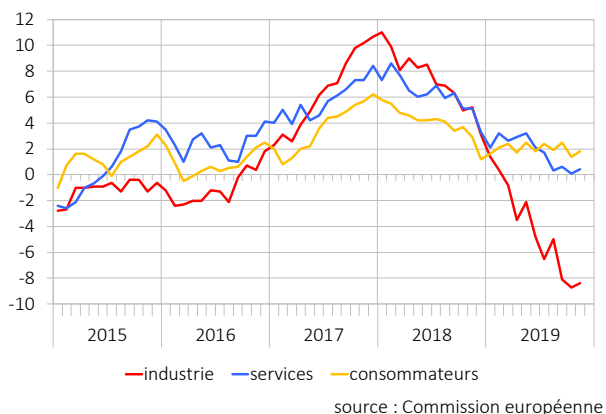
L'Allemagne n'est pas le seul pays à connaître une situation favorable sur le marché du travail. Le chômage dans les plus grands pays de la zone euro se situe généralement à des niveaux historiquement très bas et semble avoir progressivement touché le fond dans la plupart des pays. À l'heure actuelle, il n'y a guère de signes d'un revirement vers une hausse des chiffres du chômage. Pourtant, si la faiblesse du secteur industriel devait s'étendre encore à celui des services, l'impact se révélerait plus important sur le marché du travail.

Les enquêtes conjoncturelles dans la zone euro reflètent la divergence entre une industrie particulièrement faible et une demande intérieure toujours soutenue (graphique 43). Le climat de confiance dans l'industrie reste nettement inférieur à la moyenne, même s'il s'est en grande partie stabilisé depuis septembre. Depuis le début de l'année, la confiance des consommateurs a évolué latéralement et, depuis le mois d'août, le climat dans le secteur des services n'est que légèrement supérieur à la moyenne à long terme. Dans l'ensemble, les indicateurs avancés indiquent ainsi que l'évolution reste faible.

Le groupe d'experts présume que la reprise économique en Allemagne, comme dans la zone euro, commencera un peu plus tard que ce qu'indiquent les dernières prévisions et sera moins dynamique. Pour 2021, il revoit donc à la baisse ses prévisions concernant la croissance du PIB dans la zone euro. Ce n'est qu'en 2021 que l'Allemagne et la zone euro dans son ensemble devraient connaître une croissance plus ou moins conforme à leur potentiel.

graphique 43 : Zone euro, indicateurs de confiance

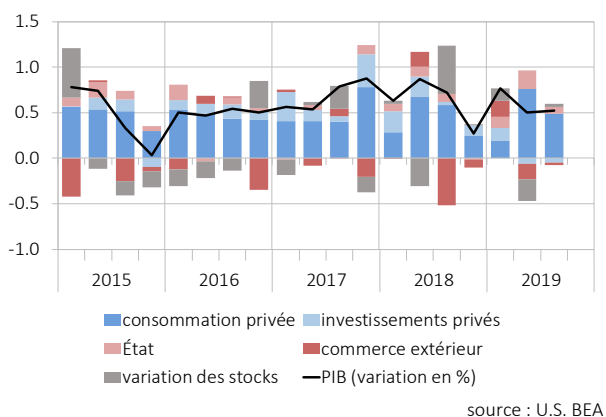
composantes de l'Economic Sentiment Indicator, soldes, indices désaisonnalisés et corrigés de la valeur moyenne

**États-Unis**

Au 3^e trimestre 2019, les États-Unis ont connu une solide croissance du PIB, de l'ordre de 0,5 % (graphique 39).²³ Comme au trimestre précédent, la croissance a été principalement soutenue par la consommation (graphique 49). L'évolution positive de la consommation est en conformité avec celle des salaires réels, toujours à la hausse, et avec les niveaux très élevés que le climat de consommation a enregistrés depuis près de deux ans²⁴. Le commerce extérieur et l'investissement privé y ont de nouveau contribué de façon légèrement négative, en raison principalement du ralentissement de la conjoncture économique mondiale et du conflit commercial avec la Chine.

graphique 44 : États-Unis, PIB et composantes de la demande

valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, annualisée, contributions des composantes en points de pourcentage



Selon diverses récentes prévisions, la croissance devrait ralentir au 4^e trimestre en cours. La production industrielle s'est fortement contractée en octobre, en raison notamment d'une grève chez General Motors au cours de laquelle 50 000 travailleurs ont perdu leur emploi. Quoiqu'il en soit, le faible développement de l'économie mondiale ne devrait guère donner d'impulsion, mais la consommation devrait continuer à soutenir l'économie.

Le marché du travail, aux États-Unis, a connu jusqu'à présent une évolution positive. La croissance de l'emploi est demeurée inchangée, même si le rythme de croissance s'est quelque peu ralenti ces derniers mois. En novembre, le taux de chômage, de 3,5 %, atteignait un niveau très inférieur au taux de chômage « naturel », c'est-à-dire celui qui prévaut lorsque le PIB correspond au potentiel à long terme (graphique 41).²⁵ Certains signes indiquent toutefois que le marché du travail pourrait bien avoir dépassé son sommet cyclique. Le nombre des postes vacants a diminué depuis le début 2019, mais se situait encore autour de 7 millions en septembre, soit environ 2 millions de plus que le nombre des demandeurs d'emploi. La pénurie de main-d'œuvre continue de tirer les salaires vers le haut. Cela s'est également traduit au cours des derniers mois par une hausse de l'inflation sous-jacente, dont le niveau atteignait 2,3 % en octobre.

La consommation fait tourner l'économie

Les indices des directeurs d'achats (PMI) ont de nouveau légèrement progressé en novembre, tant dans l'industrie que dans les services, ce qui témoigne d'une bonne performance. L'assouplissement de la politique monétaire, qui se poursuit, y est aussi pour quelque chose (v. également p. 26). Le groupe d'experts laisse inchangées ses prévisions quant à l'évolution du PIB en 2020 et prévoit pour l'économie américaine, en 2021 également, une croissance robuste proche de son potentiel. Pour l'instant, cependant, il reste à voir si un accord initial avec la Chine dans le différend commercial pourra être conclu dans un proche avenir ou si d'autres augmentations tarifaires suivront de part et d'autre. Le fait que les États-Unis soutiennent le mouvement démocratique à Hong Kong ajoute aux négociations une dimension politique.

Chine

Au 3^e trimestre 2019, l'économie chinoise a progressé de 1,5 % en termes désaisonnalisés par rapport au trimestre

²³ Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se rapportent aux taux de croissance par rapport au trimestre précédent des agrégats désaisonnalisés, en valeurs réelles, ainsi qu'aux données désaisonnalisées du marché du travail.

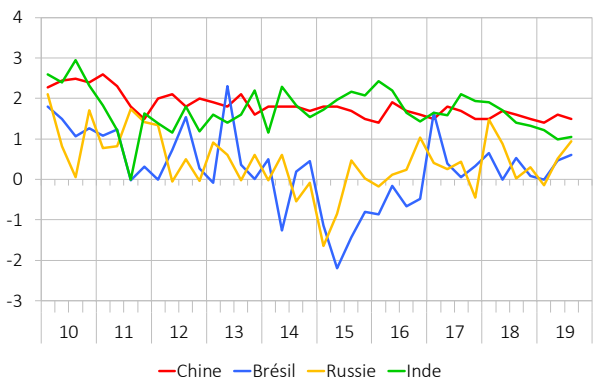
²⁴ Mesuré d'après les indices du CBO (Congressional Budget Office) : <https://www.conference-board.org/data/consumerconfidence.cfm> et de l'University of Michigan : <http://www.sca.isr.umich.edu/>.

²⁵ D'après une estimation du CBO (US-Congressional Budget Office), le taux de chômage naturel était d'environ 4,6 % en 2017. Les données peuvent être consultées à la page : <https://fred.stlouisfed.org/series/NROU>.

précédent, ce qui est pratiquement conforme aux attentes (graphique 45).

graphique 45 : PIB, pays du groupe BRIC

valeurs réelles désaisonnalisées, variation en % par rapport au trimestre précédent



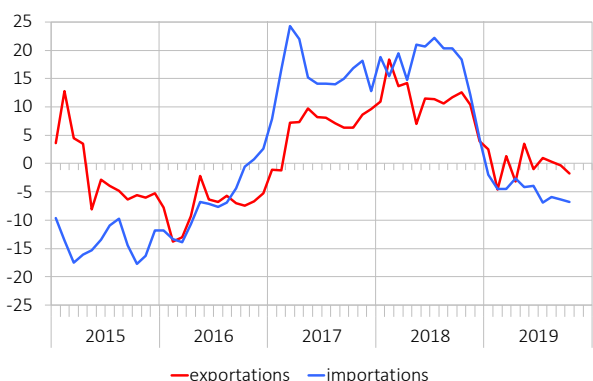
sources : NBS China, IBGE, MoS&PI ; Rosstat (désaisonnalisation : SECO)

L'atonie du secteur manufacturier depuis plusieurs trimestres concrétise les effets négatifs du contentieux commercial en cours avec les États-Unis et de l'affaiblissement de la demande mondiale. En conséquence, les exportations de biens n'ont guère augmenté depuis le début de l'année (graphique 46). Depuis le début de 2019, celles à destination des États-Unis, en particulier, sont en baisse par rapport à l'année précédente. Mais récemment, les exportations vers l'Europe et le reste du monde ont également diminué.

La Chine résiste au déclin conjoncturel

graphique 46 : Exportations de marchandises de la Chine

valeurs nominales, moyenne pondérée sur 3 mois, variation en % par rapport au même mois de l'année précédente



source : China General Administration of Customs

La demande intérieure évolue elle aussi modérément, ce qui pourrait être la conséquence négative de diverses réformes mises en œuvre par le gouvernement central. Par exemple, en 2019, de nouvelles normes d'émissions pour les automobiles ont été édictées dans quinze grandes villes, mettant sous pression le marché automobile. En outre, l'endettement croissant du pays doit être freiné,

ce qui semble avoir été réalisé depuis 2017. Le renforcement de la réglementation en matière d'octroi de prêts entrave toutefois le secteur immobilier et la consommation privée. En conséquence, les importations chinoises ont chuté depuis le début de l'année, ce recul ayant même dépassé récemment 5 % par rapport au niveau de l'année précédente (graphique 46). Pratiquement toutes les régions du monde sont concernées.

Certaines parties du secteur tertiaire ont encore un effet de soutien. Certains services publics, tels que l'éducation et la santé, connaissent une évolution positive. En outre, le gouvernement a promis des mesures de stimulation de la demande intérieure, notamment une nouvelle augmentation des dépenses consacrées aux projets d'infrastructure et une réduction des impôts et des frais administratifs pour les entreprises. Enfin, la Banque populaire de Chine a déjà abaissé à trois reprises cette année le niveau minimal de réserves obligatoires des banques commerciales et a considérablement accru la masse monétaire.

Malgré les mesures d'allègement, le développement économique de la Chine devrait continuer à souffrir du différend commercial avec les États-Unis au cours du dernier trimestre de l'année. Le groupe d'experts laisse inchangée, à 6,1 %, sa prévision de croissance du PIB en 2019. La croissance devrait ralentir à nouveau en 2020 et 2021, pour s'établir à moins de 6 %.

Autres pays

Au 3^e trimestre, le PIB du Royaume-Uni a progressé de 0,3 % après avoir enregistré au trimestre précédent, pour la première fois en sept ans, un taux de croissance négatif (graphique 39). La croissance a été soutenue par les secteurs des services et de la construction, alors que l'industrie, après un trimestre précédent déjà faible, est

Les investissements continuent de régresser au Royaume-Uni

entrée en stagnation. La consommation a eu un effet positif, notamment grâce à la situation favorable sur le marché du travail, tandis que les investissements ont continué à baisser. Dans l'ensemble, l'économie montre de plus en plus de signes de ralentissement. Le climat de confiance s'est encore détérioré ces derniers mois et la production industrielle s'est affaiblie.

Le calendrier et les modalités d'un éventuel Brexit ne sont pas encore clairs. Il reste à voir, d'une part, si le second accord de rupture négocié avec l'UE entrera en vigueur à fin janvier et, le cas échéant, quelles formes prendront à l'avenir les relations économiques entre l'UE et le Royaume-Uni. Il est prévu jusqu'à la fin 2020 une période transitoire, qui peut être prolongée de deux années supplémentaires.

L'incertitude politique persiste donc pour l'instant. Les investissements au Royaume-Uni devraient rester faibles, les investisseurs, notamment étrangers, étant susceptibles de s'abstenir d'y investir davantage. On observe également des signes de délocalisation des chaînes de production vers d'autres pays, par exemple dans le secteur automobile. Pour 2020, le groupe d'experts a revu légèrement à la baisse ses prévisions de croissance concernant le Royaume-Uni. Pour 2021, il s'attend à une légère accélération à la faveur d'un relâchement progressif de l'incertitude. Toutefois, vu les questions qui restent en suspens dans le processus du Brexit, les prévisions sont sujettes à une incertitude considérable.

Au 3^e trimestre 2019, le **Japon** a enregistré une croissance économique de 0,4 %. La timide croissance de la consommation privée et la baisse des chiffres du commerce extérieur pèsent sur le développement économique. Le ralentissement de la croissance pourrait même s'intensifier encore au dernier trimestre de l'année. Malgré certaines mesures prises par le gouvernement, l'augmentation de la taxe à la consommation de 8 % à 10 % mise en œuvre le 1^{er} octobre devrait avoir un impact négatif à court terme sur la consommation privée. En outre, le faible développement du commerce mondial pèse sur

l'économie japonaise tournée vers l'exportation. En octobre, la production industrielle a connu sa régression la plus forte depuis le début 2013 et les échanges de biens ont également fortement diminué. Le groupe d'experts continue de s'attendre à une faible croissance du PIB en 2020, mais prévoit une légère accélération pour 2021.

Certains grands marchés émergents ont enregistré une accélération de la croissance au 3^e trimestre 2019. En **Russie** et au **Brésil**, l'économie a connu une croissance plus forte que jamais depuis le début 2018 et, en Inde, la tendance négative des derniers trimestres a été stoppée (graphique 45). Toutefois, les chiffres du commerce extérieur et de la production industrielle ont tous reculé récemment et le climat de confiance des entreprises et des consommateurs, dans les trois pays, n'est pas des meilleurs, ce qui laisse supputer une évolution erratique au cours du dernier trimestre de l'année. Les prévisions concernant les pays du **groupe Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine) se sont détériorées en conséquence. Pour 2020, le groupe d'experts revoit à la baisse ses prévisions concernant ces pays ; les prévisions pour l'Inde, en particulier, sont plus pessimistes en raison des chiffres décevants des derniers trimestres.

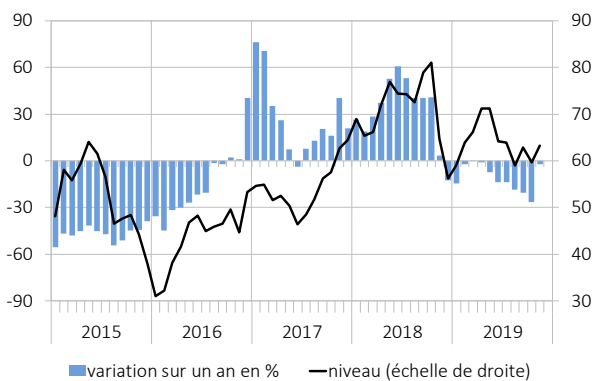
Cadre monétaire

Prix en comparaison internationale

Au niveau mondial, l'inflation a continué de baisser durant l'automne. Dans de nombreux pays, les taux de variation en évolution annuelle ont atteint leur plus bas niveau depuis fin 2016. Le recul de l'inflation l'année passée est expliquée par le prix du pétrole.

graphique 47 : Pétrole

Prix du baril en dollars US



L'inflation sous-jacente, qui exclut notamment la composante pétrolière, est demeurée généralement stable ou a même augmenté quelque peu depuis l'été.

Le prix du baril de Brent est relativement stable, à environ 62 dollars US, depuis la fin de l'été. Néanmoins, vu la forte hausse des prix à l'automne de l'année dernière, le taux de variation par rapport à l'année précédente a de plus en plus chuté en terrain négatif, atteignant presque -30 % en octobre (graphique 47). L'impact négatif de cette évolution sur l'inflation mondiale devrait toutefois se dissiper d'ici la fin de l'année.

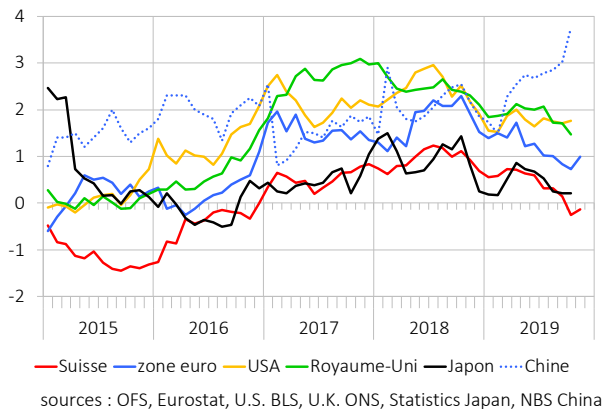
L'inflation dans la **zone euro**, qui était tombée à 0,7 % en octobre, est remontée à 1,0 % en novembre. Si la contribution négative des prix de l'énergie a été similaire à celle d'octobre, l'inflation sous-jacente a sensiblement augmenté pour atteindre 1,3 % en novembre, son niveau le plus élevé depuis octobre 2014. La hausse des prix des services, en particulier, a contribué à cette augmentation, qui pourrait être liée à des hausses salariales plus importantes, par exemple en Allemagne. Malgré sa hausse récente, l'inflation sous-jacente reste relativement faible et bien en deçà de l'objectif d'inflation de près de 2 % visé par la Banque centrale européenne.

Au Japon, au Royaume-Uni et en Suisse, l'inflation a également baissé jusqu'en octobre, principalement sous l'effet des prix de l'énergie. En Suisse et au Royaume-Uni, l'appréciation des monnaies nationales a par ailleurs

freiné quelque peu l'évolution des prix, d'où un recul de l'inflation sous-jacente. Au Japon, en revanche, celle-ci a légèrement augmenté. La hausse de la taxe sur la valeur ajoutée n'a toutefois pas encore été répercutée dans les chiffres d'octobre.

graphique 48 : Inflation, comparaison internationale

variation en évolution annuelle, en %



Aux États-Unis, l'inflation est par contre restée relative- ment stable. Depuis le mois de mai, elle évolue dans une fourchette étroite se situant entre 1,7 % et 1,8 %. Alors que, là aussi, les prix de l'énergie ont freiné l'évolution des prix, l'inflation sous-jacente a visiblement augmenté ces derniers mois, passant d'environ 2 % au début de l'été à 2,4 % en août et en septembre, pour revenir à 2,3 % en octobre. Outre les prix du logement, ceux des services, notamment, ont augmenté à un rythme supé- rieur à la moyenne, ce qui pourrait refléter le niveau tou- jours élevé d'utilisation du marché du travail et la pres- sion salariale correspondante. Par contre, aucun effet des droits à l'importation introduits sur les produits chi- nois ne s'est encore manifesté, notamment parce que l'appréciation du dollar US y fait obstacle.

Contrairement à la tendance mondiale, l'inflation en Chine a visiblement augmenté malgré la chute des prix de l'énergie. Les prix des denrées alimentaires sont responsables de cette augmentation, car les prix du porc ont augmenté de manière exponentielle en raison de l'épidé- mie de fièvre porcine africaine. L'inflation sous-jacente est demeurée stable au niveau de 1,5 %.

Politique monétaire

Les banques centrales des grands pays industrialisés ont soit assoupli leur politique monétaire au cours des der- niers mois, soit maintenu son orientation très expansion- niste. Leur objectif est de faire échec à l'affaiblissement de l'activité économique, aux risques élevés et à un ni- veau d'inflation inférieur à la valeur cible. Avant de pro- céder à de nouveaux ajustements de la politique moné- taire, les banques centrales attendront probablement de

voir quel sera l'effet des mesures et comment l'écono- mie évoluera.

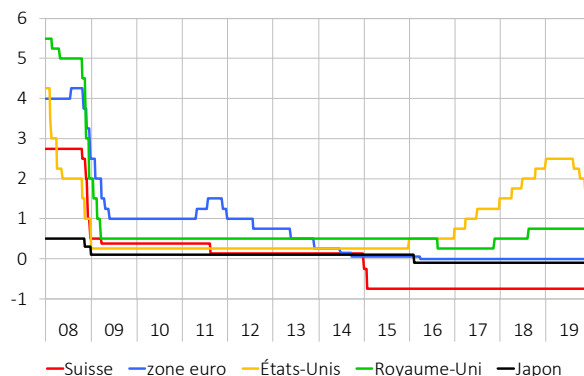
Fin octobre 2019, la Réserve fédérale américaine (Fed) a de nouveau abaissé son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à une fourchette cible de 1,5 % à 1,75 % (graphique 49). Cette troisième baisse des taux d'intérêt en quelques mois a largement contrebalancé les hausses opérées l'année précédente. Ce retour- nement se justifie d'une part par le faible développement de l'économie et du commerce à l'échelle mondiale, d'autre part par des pres- sions inflationnistes modé- rées. Compte tenu de la vi- gueur des taux de crois- sance du PIB et d'un niveau d'inflation sous-jacente proche de la valeur-cible, ce raisonnement peut paraître surprenant. Toutefois, les baisses de taux d'intérêt repré- sentent une couverture contre les risques auxquels l'éco- nomie américaine est exposée du fait, notamment, du conflit commercial et du ralentissement de la conjonc- ture. Il ne faut cependant pas s'attendre pour le moment à un nouvel assouplissement de la politique monétaire : le signal transmis par la Fed est que l'orientation actuelle de la politique monétaire est appropriée. Les marchés es- timent peu probable de voir des changements de taux d'intérêt au cours des prochains mois.

La Fed abaisse de nou- veau les taux d'intérêt

Comme annoncé, la **Banque centrale européenne** (BCE) a lancé en novembre 2019 un nouveau programme men- suel d'achat d'obligations de 20 milliards d'euros. Avec des achats d'obligations et des taux d'intérêt directeurs historiquement bas, la politique monétaire de la BCE est très expansionniste. Cette politique pourrait se pour- suivre sur une assez longue période : la BCE n'a pas l'in- tention de l'abandonner tant que sa prévision d'inflation ne se rapprochera pas clairement de l'objectif d'une in- flation proche, mais inférieure à 2 %, ce qui pourrait prendre des années vu la persistance d'un faible niveau d'inflation sous-jacente.

graphique 49 : Taux d'intérêt de référence

en %



À $-0,75\%$, les taux d'intérêt directeurs de la BNS demeurent également à un niveau historiquement bas. Toutefois, contrairement aux attentes de certains opérateurs du marché, ils n'ont pas été abaissés davantage lors de l'évaluation de septembre. Au lieu de cela, la BNS devrait continuer d'intervenir sur le marché des changes pour réduire la pression à la hausse sur le franc suisse. Vu la faible inflation sous-jacente et la timidité de la dynamique économique, on peut s'attendre à ce que la politique monétaire reste longtemps encore très expansionniste.

Au Royaume-Uni et au Japon, la politique monétaire demeure inchangée. La **Banque d'Angleterre** maintient son taux directeur à $0,75\%$. Pour envisager des changements de sa politique, elle attendra vraisemblablement que le processus du Brexit et les relations futures avec l'UE soient clarifiés. La **Banque du Japon** maintient son cap très expansionniste : les taux d'intérêt directeurs à court terme restent à $-0,1\%$, les taux des obligations d'État à dix ans sont fixés à « environ 0% » et les achats d'obligations se poursuivent.

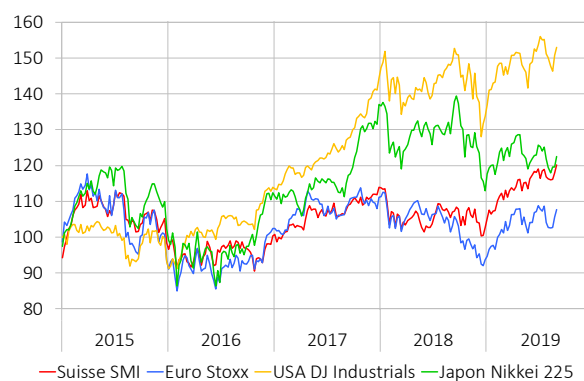
Marchés des actions

Au cours des mois d'automne, les marchés boursiers ont poursuivi leur évolution avec le même dynamisme qu'au premier semestre (graphique 50). Dans le même temps, la volatilité s'est de nouveau atténuée après les mois d'été marqués par une grande incertitude politique et économique. La confiance sur les marchés financiers a été renforcée en octobre, notamment par l'espoir d'un apaisement du différend commercial entre la Chine et les États-Unis. La poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire américaine à la suite de signaux économiques modérés a également un effet positif.

Par conséquent, les marchés boursiers ont atteint en novembre de nouveaux sommets sans précédent. L'indice américain Dow Jones a franchi pour la première fois en novembre la barre des 28 000 points. Il a ainsi augmenté de 17% depuis le début de l'année. Une situation similaire se dessine pour le Swiss SMI et l'Euro Stoxx, qui ont progressé d'environ 20% au cours de cette période.

graphique 50 : Marchés des actions

moyenne janvier 2015 = 100



sources : SWX, STOXX, Dow Jones, Nikkei Inc.

Marchés des capitaux

La diminution de l'incertitude à la fin 2019 a également influé sur l'évolution des marchés obligataires. Les actions sont devenues plus attrayantes, mais la demande d'obligations sécurisées est moins forte. Les rendements des obligations d'État ont dès lors augmenté dans de nombreux pays, tout en restant à des niveaux proches des creux historiques (graphique 51).

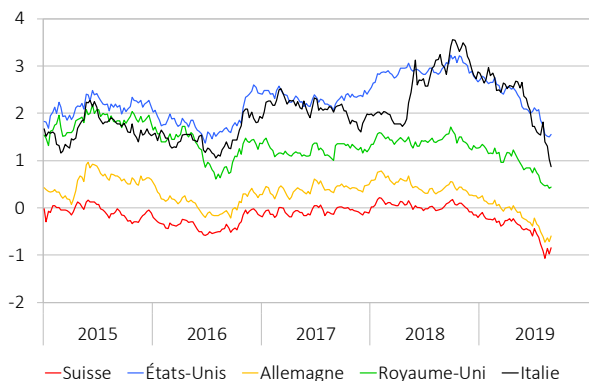
En Allemagne et en Suisse, la quasi-totalité de la courbe des taux est en terrain négatif. Pour les emprunts d'État suisses d'une durée de 30 ans, le taux d'intérêt à fin novembre est de $-0,3\%$. Le rendement des obligations suisses à dix ans est de $-0,6\%$; celui des obligations d'État à dix ans est légèrement supérieur en Allemagne. Aux États-Unis, la courbe des taux n'est plus inversée suite à la baisse des taux d'intérêt. Fin novembre, le taux d'intérêt à trois mois était à nouveau inférieur au taux à dix ans.

À l'heure actuelle, il n'y a guère de signes d'une forte hausse des rendements des obligations d'État dans un avenir proche : la demande de titres à revenu fixe est soutenue par une politique monétaire expansive, de faibles anticipations d'inflation et une grande incertitude politique.

Les cours des actions montent de plus en plus

graphique 51 : Rendement des obligations d'État à dix ans

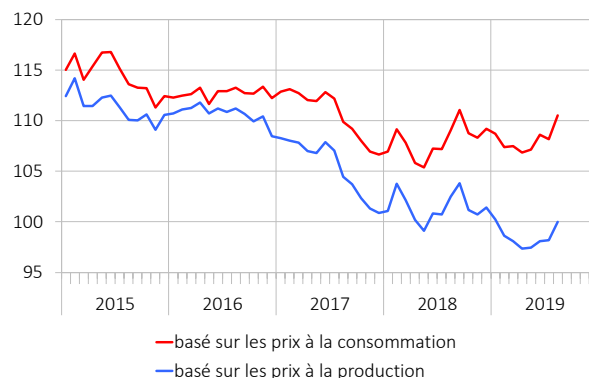
en %



source : Macrobond Financial AB

graphique 52 : Indices de cours de change réels

pondérés par les échanges commerciaux, moyenne à long terme = 100



source : BNS

Cours de change

Le franc suisse étant passé à la mi-septembre sous le seuil de 1,10 franc par euro, la pression à la hausse s'est quelque peu relâchée sous l'effet de la détente des marchés financiers. Le taux de change du franc suisse par rapport à l'euro s'est stabilisé à 1,10 en novembre. Le franc suisse s'est légèrement déprécié par rapport à la livre sterling de sorte que le taux de change, à la fin novembre, était au même niveau qu'au début de l'année. Le franc suisse s'est également déprécié légèrement en novembre par rapport au dollar américain.

La dépréciation nominale du franc suisse se reflète également dans le taux de change réel pondéré en fonction des échanges commerciaux. Mesurée en termes de prix à la consommation (IPC) ainsi que de prix à la production (IPP), la dépréciation entre août et octobre a été légèrement inférieure à 2%. L'indice mesuré par l'IPC évolue latéralement depuis deux bonnes années et se situe toujours à 8% au-dessus de la moyenne à long terme. En revanche, l'indice IPP, qui devrait être plus important pour les entreprises, affiche une tendance à la baisse et se situe légèrement en dessous de la moyenne historique depuis le début de l'année (graphique 52).