

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2008

26^e année

Contenu

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
40	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
44	PME tournées vers l'exportation – Défis lors de la conquête de nouveaux marchés
52	SNB Working Papers: résumés
58	Chronique monétaire

Aperçu

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

Dans un contexte international marqué par la persistance des turbulences sur les marchés financiers depuis l'été 2007, la croissance de l'économie mondiale s'est sensiblement ralentie à la fin de 2007. Pour les prochains mois, il faut s'attendre à un nouveau fléchissement de la croissance économique mondiale. La détérioration des conditions de financement et les pertes en capital dues à la baisse du cours des actions et des prix de l'immobilier ont des effets modérateurs. En outre, la hausse, sur un large front, du prix de l'énergie et des matières premières pèse sur la conjoncture des pays industrialisés.

Contrairement à la plupart des autres pays industrialisés, la Suisse a certes vu sa croissance économique progresser au quatrième trimestre. De plus, l'emploi s'est de nouveau nettement amélioré et le taux de chômage a encore diminué, bien qu'à un rythme plus faible. Plusieurs indicateurs annoncent toutefois un fléchissement de la croissance du PIB en 2008. Pour 2008, la BNS table sur une hausse de 1,5% à 2% du PIB réel et a, de ce fait, revu sa prévision de décembre 2007 à la baisse. Les risques conjoncturels se sont en outre accrus en raison des turbulences qui agitent les marchés financiers.

Le 13 mars 2008, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour dépôts en francs.

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

Les quelque 170 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre décembre 2007 et février 2008 ont estimé, pour la plupart, que la marche des affaires était toujours bonne. Cette appréciation

concerne surtout l'industrie, mais aussi les branches axées sur la consommation, telles que le commerce de détail et le tourisme. Des investissements importants sont prévus cette année également étant donné le taux élevé d'utilisation des capacités. Les turbulences sur les marchés financiers et leurs répercussions incertaines ont toutefois refroidi le climat par rapport à ce qui ressortait des entretiens menés en automne 2007, si bien qu'il n'a plus guère été question d'euphorie.

PME tournées vers l'exportation – Défis lors de la conquête de nouveaux marchés (page 44)

En octobre 2007, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont réalisé une enquête auprès de petites et moyennes entreprises (PME) suisses tournées vers l'exportation, portant sur les défis rencontrés lors de la conquête de nouveaux marchés. Il ressort de cette enquête que l'intégration dans l'économie mondiale est très avancée, même au niveau des PME, et qu'elle continue d'évoluer en bénéficiant d'une forte dynamique. Malgré leurs investissements plus importants à l'étranger, les entreprises interrogées ont encore augmenté la création de valeur, le nombre de leurs collaborateurs et la productivité du travail en Suisse également, comme site de production. Ces résultats indiquent que l'intégration des entreprises dans l'économie mondiale accroît tendanciellement les chances de croissance de l'économie suisse.

SNB Working Papers (page 52)

Résumés de quatre articles: Jean-Marc Natal et Nicolas Stoffels, *Globalisation, markups and the natural rate of interest*, SNB Working Paper 2007-14; Martin Brown, Tullio Jappelli et Marco Pagano, *Information sharing and credit*, SNB Working Paper 2007-15; Andreas M. Fischer, Matthias Lutz et Manuel Wälti, *Who prices locally?*, SNB Working Paper 2007-16; Angelo Ranaldo et Paul Söderlind, *Safe Haven Currencies*, SNB Working Paper 2007-17.

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 mars 2008

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-mars 2008.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Evolution du PIB et perspectives
17	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
20	2.3 Emploi et marché du travail
21	2.4 Utilisation des capacités de production
23	2.5 Prix des biens
27	3 Evolution monétaire
27	3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes
30	3.2 Cours de change
32	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
34	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
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 1 ^{er} trimestre de 2008 au 4 ^e trimestre de 2010
38	La prévision d'inflation, un élément stratégique 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 Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Mais 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 explique l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique et monétaire et précise les conclusions qu'elle en tire pour sa politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire que la Direction générale a effectué en mars 2008. Les chapitres Décision de politique monétaire et Prévision d'inflation de la BNS tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-mars 2008.

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

Décision de politique monétaire

Depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) en décembre 2007, l'environnement international s'est détérioré. Tandis que la progression du PIB dans la zone euro s'est réduite de moitié du troisième au quatrième trimestre de 2007, les Etats-Unis ont enregistré un taux de croissance quasi nul. Eu égard à la persistance des turbulences qui agitent les marchés financiers depuis l'été 2007, il faut s'attendre à un nouveau ralentissement de la croissance économique mondiale au cours des prochains mois. La dégradation des conditions de financement et les pertes en capital dues à la baisse des cours des actions et des prix de l'immobilier ont des effets modérateurs. En outre, la hausse, sur un large front, du prix de l'énergie et des matières premières pèse sur la conjoncture des pays industrialisés.

Dans ce contexte, la Banque nationale suisse a revu à la baisse son scénario de conjoncture internationale sur lequel repose sa prévision d'inflation à moyen terme. Pour 2008, elle table désormais sur une croissance économique nettement inférieure à ce qu'elle escomptait encore en décembre 2007 pour les Etats-Unis et a également corrigé vers le bas, bien que dans une mesure moindre, ses prévisions pour l'Europe. Parallèlement, elle prévoit une accélération du renchérissement dans les pays industrialisés due à l'augmentation des prix du pétrole.

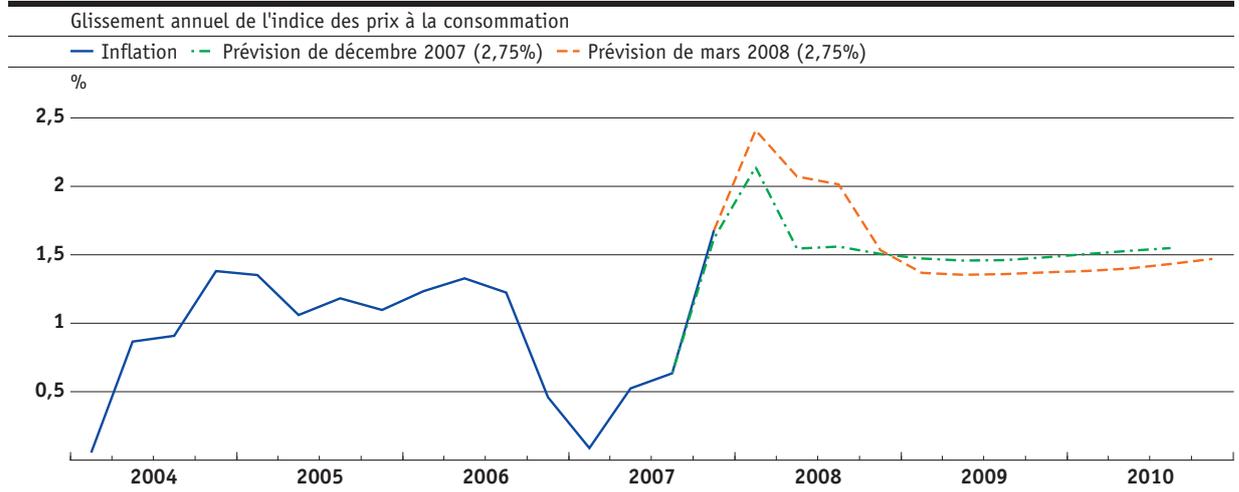
Contrairement à la plupart des autres pays industrialisés, la Suisse a enregistré une croissance accrue au quatrième trimestre de 2007 et l'emploi a encore nettement progressé. La croissance du PIB devrait toutefois s'essouffler également en Suisse compte tenu du ralentissement attendu de la croissance économique mondiale et de la nouvelle hausse du cours du franc suisse. Pour 2008, la BNS table sur une hausse de 1,5% à 2% du BIP réel et a, de ce fait, revu sa prévision de décembre 2007 à la baisse. Les risques conjoncturels se sont eux aussi sensiblement accrus.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre et février avec les représentants de différents secteurs et branches ont également reflété cette évolution. Si les interlocuteurs des délégués de la BNS se sont montrés globalement confiants dans les perspectives pour les prochains trimestres, ils s'attendent toutefois en majorité à un ralentissement de la marche des affaires.

Le 13 mars 2008, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour dépôts en francs et de maintenir ce taux, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de cette marge.

Par cette décision, la BNS a tenu compte des considérations de court et de moyen terme. D'une part, l'économie suisse continue de tourner à haut régime au moment de la décision de politique monétaire et les pressions inflationnistes se sont renforcées. Le taux d'inflation devrait légèrement dépasser les 2% d'ici la fin de l'année, se situant ainsi au-delà de la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. D'autre part, le tassement prévu de la croissance économique en Suisse devrait réduire l'excédent de la demande, si bien que les perspectives d'inflation devraient de nouveau s'améliorer à moyen terme. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%, la BNS escompte un taux d'inflation moyen de 2% en 2008 et de 1,4% en 2009 et en 2010. La prévision à moyen et long terme s'inscrit ainsi au-dessous de celle de décembre 2007. Les risques liés à la prévision d'inflation sont certes tournés vers le haut pour l'année en cours, mais s'équilibrent de nouveau pour les années suivantes. Les perspectives de renchérissement favorables à moyen terme permettent à la Banque nationale de laisser inchangé le cours de sa politique monétaire.

Prévisions d'inflation de décembre 2007, avec Libor à 2,75%, et de mars 2008, avec Libor à 2,75%



Prévision d'inflation de mars 2008 avec Libor à 2,75%

	2008	2009	2010
Inflation annuelle moyenne en %	2,0	1,4	1,4

1 Environnement international

Dans un contexte international marqué par la persistance des turbulences sur les marchés financiers depuis l'été 2007, la croissance de l'économie mondiale s'est sensiblement ralentie au quatrième trimestre de 2007. Tandis que la progression du PIB dans la zone euro s'est réduite de moitié du troisième au quatrième trimestre, les Etats-Unis ont enregistré un taux de croissance quasi nul. En revanche, les économies asiatiques ont continué leur vive expansion, notamment grâce à la forte croissance économique de la Chine.

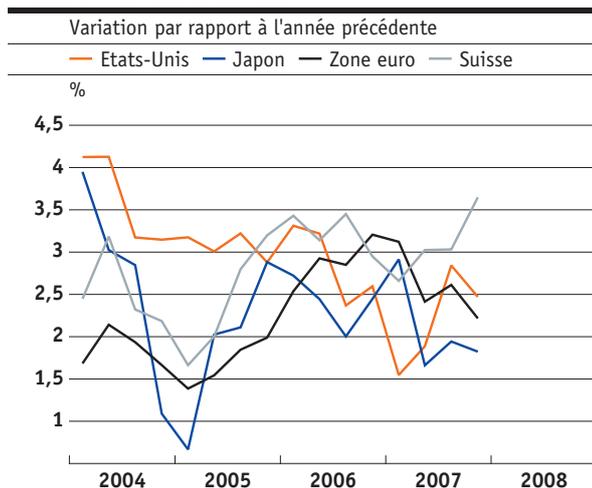
Pour les prochains mois, il faut s'attendre à un nouveau fléchissement de la croissance économique mondiale. C'est aussi ce que reflètent les prévisions 2008 relatives au PIB des différents instituts, qui ont été révisées à la baisse depuis novembre 2007, aussi bien pour les Etats-Unis que pour la zone euro et le Japon. La détérioration des conditions de financement et les pertes en capital dues à la baisse des cours des actions et des prix de l'immobilier ont des effets modérateurs. En outre, la hausse, sur un large front, du prix de l'énergie et des matières premières pèse sur la conjoncture des pays industrialisés.

Risque accru de récession aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance économique est tombée à 0,6% au quatrième trimestre alors qu'elle atteignait encore presque 5% au trimestre précédent. Ce recul massif s'explique principalement par la contribution fortement négative des stocks et par la réduction de l'excédent d'exportations. En outre, la progression de la consommation privée a également diminué et le mouvement de repli des investissements dans la construction de logements s'est accentué. Seul le secteur de la construction de bâtiments industriels et commerciaux a poursuivi sa forte expansion.

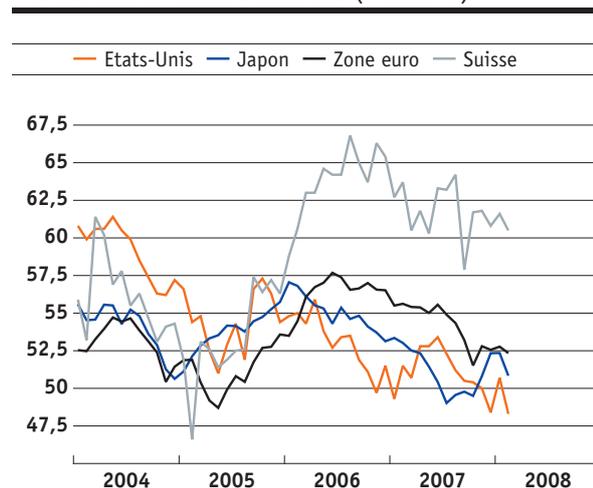
Depuis le mois de décembre, les perspectives conjoncturelles se sont de nouveau assombries. En ce qui concerne les investissements dans la construction de logements, aucun signe ne semble annoncer la fin de la correction. Par ailleurs, la situation sur le marché du travail s'est elle aussi détériorée. En janvier et en février, l'emploi a reculé pour la première fois depuis plus de quatre ans. Ce facteur, conjugué aux pertes en capital, devrait peser sur la consommation privée. Dans le courant de l'année, l'effet stimulant de la politique monétaire et budgétaire américaine devrait toutefois donner des résultats plus sensibles. Les remises d'impôt décidées dans le cadre du paquet fiscal de janvier 2008 devraient soutenir la consommation privée tandis que la hausse des amortissements devrait encourager les investissements des entreprises. Les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 ont été révisées à la baisse entre novembre et février, passant de 2,3% à 1,6%; la progression du PIB devrait de nouveau s'accroître en 2009 pour atteindre 2,6%.

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

Croissance plus faible dans la zone euro

Dans la zone euro qui, à la suite de l'adhésion de Malte et de Chypre, compte désormais 15 pays, la croissance économique s'est également affaiblie au quatrième trimestre, bien que dans une mesure moindre qu'aux Etats-Unis. Le PIB réel s'est accru de 1,5% après avoir fortement augmenté au troisième trimestre (+3%). La demande intérieure a stagné en raison du recul de la consommation privée et du rythme moins soutenu des investissements. La croissance des exportations a, elle aussi, ralenti. Le marché du travail a toutefois continué d'afficher une bonne santé, et le taux de chômage a atteint un nouveau plancher en janvier, avec 7,1%, son taux le plus bas depuis 25 ans.

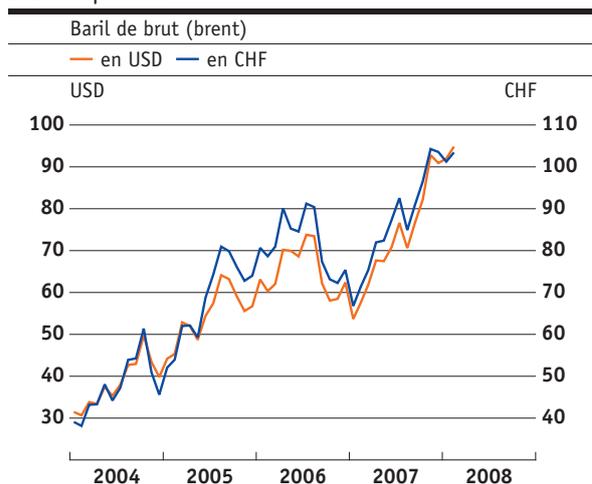
Au cours des prochains trimestres, la croissance économique devrait rester modeste dans la zone euro. Les entreprises du secteur secondaire estiment certes que les réserves de travail et l'emploi continueront d'évoluer de façon positive. L'augmentation plus marquée des revenus des salariés soutient également la consommation privée. Par contre, les exportations et les investissements continueront vraisemblablement de perdre de leur vigueur eu égard à la dégradation de l'environnement conjoncturel international et au durcissement des conditions de financement. En outre, les règles d'amortissement plus restrictives entrées en vigueur en Allemagne au début de l'année ont un effet modérateur. L'affaiblissement de la propension à investir se

reflète également dans l'enquête semestrielle de la Commission européenne sur les investissements qui table, pour cette année, sur un ralentissement de la croissance du volume des investissements. Les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 ont été réduites de 0,4 point entre novembre et février et s'établissent à 1,6%.

Solide croissance en Asie pour le moment

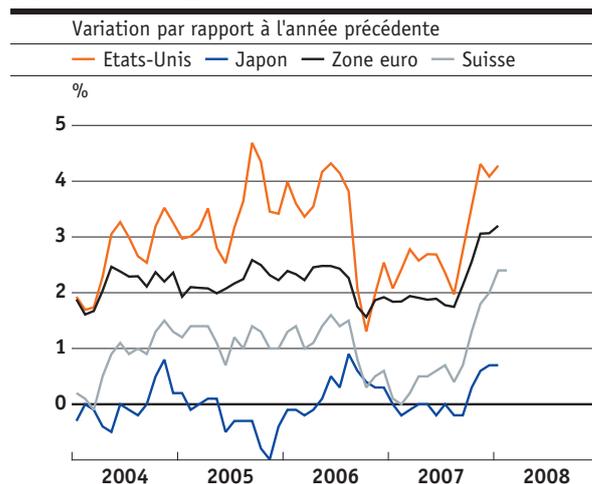
Contrairement aux Etats-Unis et à la zone euro, les économies asiatiques ont connu une vive expansion jusqu'à fin 2007. Après une croissance modérée au troisième trimestre, le PIB réel du Japon a progressé de 3,5% au quatrième trimestre. En dépit du fléchissement de la demande en provenance des Etats-Unis, les exportations et les investissements en biens d'équipement ont fortement augmenté. Poursuivant la tendance du trimestre précédent, la consommation privée n'a cependant progressé que de façon modérée, tandis que les investissements dans la construction de logements ont de nouveau accusé une nette baisse sous l'effet du renforcement en 2007 des prescriptions en matière de construction. Les perspectives conjoncturelles pour le Japon se sont toutefois, elles aussi, quelque peu assombries. La forte demande en provenance de l'espace économique asiatique continue de générer des impulsions positives qui se reflètent dans l'optimisme des grandes entreprises exportatrices. Par contre, le contexte commercial des

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4
Prix à la consommation



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

entreprises axées sur le marché intérieur s'est dégradé en raison de la morosité de la demande de consommation. Les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 se chiffraient à 1,4% en février, soit une baisse de 0,4 point par rapport à novembre.

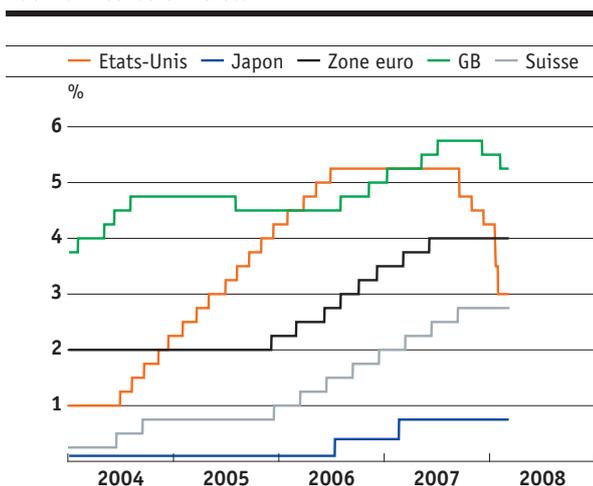
En Chine, le PIB réel a, au quatrième trimestre, augmenté de 11,4% par rapport à la même période de l'année précédente. En moyenne annuelle, la croissance économique a ainsi été supérieure à 10% pour la cinquième année consécutive, les principales impulsions provenant toujours des exportations et des investissements. Au cours de l'année, on a toutefois pu assister à un léger glissement en faveur de la consommation privée, accompagné d'une hausse de la demande au niveau des importations. Les petites économies d'Asie du Sud-Est ont également affiché une forte croissance. Au quatrième trimestre, le PIB réel de Hong Kong, de la Corée, de Singapour et de Taiwan a ainsi dépassé de 5,9% en moyenne son niveau de la période correspondante de l'année précédente. La croissance a surtout été stimulée par la forte demande mondiale en produits informatiques. Celle-ci devrait toutefois s'esouffler au cours des prochains mois en raison du ralentissement conjoncturel affectant les pays industrialisés et freiner ainsi la croissance des petites économies asiatiques. Grâce à la forte demande intérieure, l'économie chinoise affiche en revanche un fort dynamisme conjoncturel qui la

rend moins sensible aux effets d'un tassement dans les pays industrialisés. Les prévisions consensuelles relatives au PIB pour 2008 en Chine se situaient à 10,3% en février, soit un niveau comparable à celui de novembre.

Hausse des pressions inflationnistes

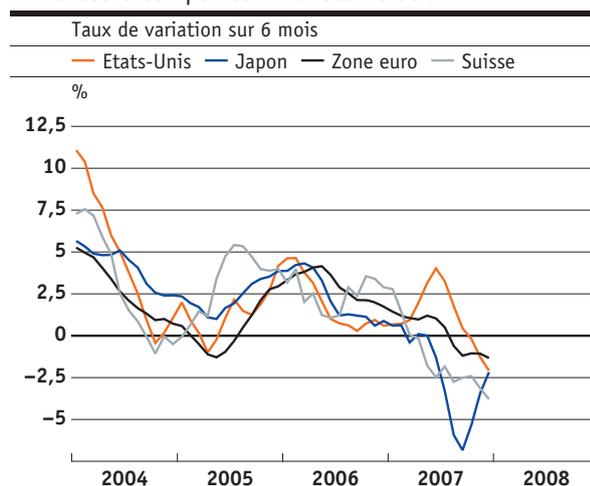
Depuis le mois d'octobre, les taux de renchérissement annuels mesurés aux prix à la consommation ont connu une augmentation à l'échelle mondiale. Si la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation ont été les principaux moteurs de l'inflation, la montée des pressions inflationnistes s'explique aussi par l'augmentation des coûts de production. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a progressé, passant de 3,5% en octobre à 4,3% en janvier. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, s'est accrue de 0,3 point et s'inscrit à 2,5%. Dans la zone euro, le renchérissement annuel a, en janvier, atteint son plus haut niveau depuis 14 ans (3,2%) et, partant, depuis la création de l'Union monétaire européenne en 1999. L'inflation sous-jacente, en revanche, a légèrement reculé pour s'établir à 1,7%, l'augmentation de la TVA en Allemagne, intervenue en janvier 2007, n'ayant pas été prise en compte dans les mesures annuelles. Au Japon, le renchérissement annuel a progressé de 0,4 point jusqu'en janvier où il affichait 0,7%; l'inflation sous-jacente, quant à elle, est restée

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

négative. Enfin, des pressions inflationnistes nettement plus marquées ont été observées en Chine ainsi que dans plusieurs petites économies asiatiques. Cette évolution s'explique surtout par le fort renchérissement des denrées alimentaires.

Politique monétaire – Evolutions divergentes

La politique monétaire a continué de subir l'influence des turbulences qui sévissent sur les marchés financiers. Afin de contrer les tensions, les banques centrales ont, de nouveau, temporairement injecté des liquidités supplémentaires sur les marchés monétaires. De concert avec la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la BNS ont, en vue de l'échéance annuelle, approvisionné les banques en dollars des Etats-Unis. Ces mesures ont contribué à apaiser la situation sur les marchés monétaires, mais les tensions se sont encore intensifiées récemment.

En réaction au risque accru de récession aux Etats-Unis, la Fed a par ailleurs, en janvier, procédé coup sur coup à de nouvelles réductions de son taux directeur – de 1,25 point de base au total –, le ramenant ainsi à 3,0%. La Fed a laissé entrevoir de nouvelles baisses de taux au cas où le tassement conjoncturel s'avérerait plus important que prévu. Contrairement à la Fed, la BCE a laissé inchangé à 4,0% son principal taux de refinancement. Elle a souligné le risque croissant d'inflation en insistant cependant de plus en plus sur les risques conjoncturels. La banque centrale du Japon n'a, elle non plus, pas changé son taux de l'argent au jour le jour (0,5%). La banque centrale chinoise a en revanche poursuivi le durcissement de sa politique monétaire afin d'endiguer la croissance des crédits. Elle a donc relevé graduellement son taux de réserves minimales de 1,5 point au total, le fixant à 15,0%, d'où, depuis le nouveau resserrement de sa politique monétaire, un doublement du taux en vigueur à la mi-2006.

Prévisions consensuelles

Tableau 1.1

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	Novembre		Février		Novembre		Février	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Etats-Unis	2,3	–	1,6	2,6	2,6	–	2,9	2,0
Japon	1,8	–	1,4	1,9	0,4	–	0,5	0,5
Zone euro	2,0	–	1,6	1,9	2,1	–	2,5	2,0
Allemagne	2,1	–	1,7	1,9	1,8	–	2,1	1,7
France	1,9	–	1,6	1,9	1,8	–	2,2	1,8
Italie	1,3	–	1,0	1,4	2,2	–	2,5	2,0
Royaume-Uni	1,9	–	1,7	2,0	2,0	–	2,4	2,0
Suisse	2,0	–	2,0	1,9	1,3	–	1,6	1,3

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

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

Source: prévisions consensuelles de novembre 2007 et de février 2008. 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 Evolution du PIB et perspectives

Accélération de la croissance économique en fin d'année

Contrairement à la plupart des pays industrialisés, la Suisse a vu sa croissance économique progresser au quatrième trimestre. Les estimations du SECO montrent que le PIB réel dépassait de 4,2% son niveau de la période précédente et de 3,6% celui du trimestre correspondant de 2006. Dans le même temps, les chiffres des deuxième et troisième trimestres ont été revus à la hausse. En moyenne annuelle, le PIB réel s'est accru de 3,1% en 2007.

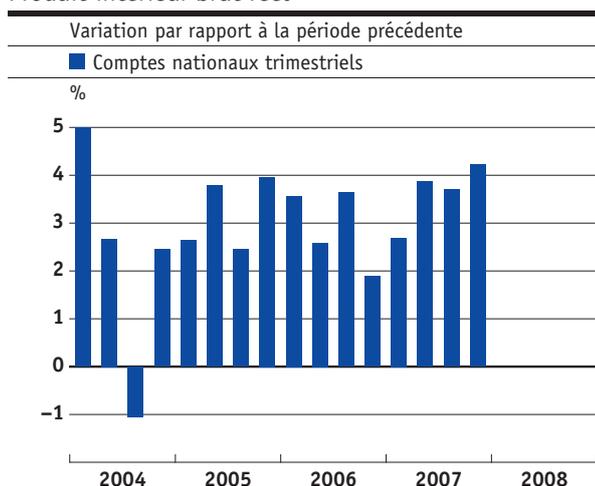
La vive croissance du PIB au quatrième trimestre s'explique en grande partie par la forte contribution positive des stocks. Cette composante est toutefois difficile à interpréter, car elle est calculée comme valeur résiduelle et contient de ce fait également l'erreur statistique. La demande intérieure finale (sans les stocks) a augmenté de 1,3%, après avoir enregistré une légère baisse au troisième trimestre de 2007. Après une forte hausse au troisième trimestre, les exportations ont, quant à elles, perdu de leur vigueur. Les importations ayant progressé dans le même temps, le commerce extérieur a eu une influence négative sur la croissance du PIB.

Du côté de la production, la croissance économique continue de reposer sur une large assise. La création de valeur du secteur industriel a, elle aussi, continué de croître, bien que moins rapidement qu'au trimestre précédent. C'est ce que confirme la statistique de l'OFS sur la production (voir graphique 2.2). En revanche, de fortes impulsions ont de nouveau émané du commerce, de la restauration et de l'hébergement ainsi que du secteur financier. Les banques ont, quant à elles, bénéficié de l'expansion continue des opérations d'intérêts et de négoce. Par contre, les moins-values que les banques ont indiquées au quatrième trimestre n'entrent pas dans le calcul de la création de valeur. Elles s'avèrent néanmoins déterminantes pour l'économie, compte tenu de ce que le financement externe des entreprises dont les résultats au bilan se sont détériorés sur le plan qualitatif devient plus cher. Dans le cas d'une banque, cela peut conduire à un renchérissement ou une restriction des crédits qu'elle octroie.

Ralentissement de la croissance en perspective

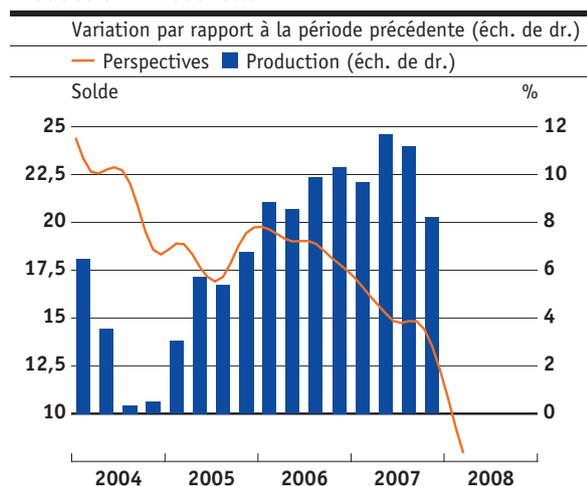
Plusieurs indicateurs annoncent un fléchissement de la croissance du PIB au premier semestre 2008. C'est notamment le cas de l'effondrement des bourses internationales intervenu au premier trimestre, qui devrait avoir des répercussions négatives sur la création de valeur du secteur bancaire. Devant l'affaiblissement de la demande au niveau des exportations, il faut également s'attendre à un

Graphique 2.1
Produit intérieur brut réel



Source: SECO

Graphique 2.2
Production industrielle



Sources: OFS et Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF)

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

	2004	2005	2006	2007	2006				2007			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	1,6	1,8	1,5	2,1	-0,2	2,5	-0,4	1,6	2,9	2,3	3,2	1,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,8	0,5	-1,4	0,1	-1,2	-6,3	4,7	1,7	-0,6	0,7	-2,7	-0,3
Formation de capital fixe	4,5	3,8	4,1	2,7	-0,2	4,3	3,0	5,9	0,6	12,3	-10,6	1,7
Construction	3,9	3,5	-1,4	-2,9	-6,0	0,2	0,8	3,1	-1,7	-13,9	-5,3	7,4
Biens d'équipement	5,0	4,0	8,9	7,2	5,2	7,6	4,7	8,1	2,5	37,0	-14,2	-2,3
Demande intérieure finale	2,1	2,1	1,7	2,0	-0,3	1,8	1,0	2,6	1,9	4,4	-0,9	1,3
Demande intérieure	1,9	1,8	1,4	0,3	-2,9	5,3	-3,7	5,6	-6,6	3,7	-0,8	9,1
Exportations totales	7,9	7,3	9,9	9,9	16,5	-1,0	12,0	19,0	10,7	5,2	10,3	1,4
Biens	7,3	5,8	11,1	8,4	20,6	-0,6	14,3	18,4	11,3	-0,5	8,5	-3,6
Hors MPPAA ¹	7,3	6,5	11,3	8,4	16,3	8,6	6,9	19,3	7,0	5,3	7,7	-2,0
Services	9,7	11,2	6,8	13,7	6,3	-2,1	6,2	20,7	9,1	22,1	15,1	14,8
Demande globale	3,8	3,6	4,3	3,7	3,5	3,0	1,7	10,3	-0,4	4,3	3,3	6,1
Importations totales	7,3	6,7	6,9	5,2	3,2	4,0	-2,8	32,1	-7,1	5,1	2,4	10,2
Biens	5,8	5,6	7,8	4,6	8,7	3,0	-7,9	43,4	-9,7	4,7	-1,3	8,8
Hors MPPAA ¹	5,9	5,3	7,4	6,4	9,1	1,2	-5,5	34,0	2,4	1,7	-0,5	9,4
Services	14,7	11,6	2,7	8,0	-18,9	8,7	24,6	-9,6	6,9	7,0	21,5	16,9
PIB	2,5	2,4	3,2	3,1	3,6	2,6	3,6	1,9	2,7	3,9	3,7	4,2

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

ralentissement dans l'industrie. Les résultats des enquêtes effectuées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indiquent que les entrées de commandes dans l'industrie d'exportation ont reculé en janvier et que les plans de production ont été revus à la baisse. En revanche, le commerce de détail ainsi que la restauration et l'hébergement continuent d'afficher une évolution favorable, d'après les enquêtes correspondantes; ces secteurs devraient donc continuer de soutenir la croissance.

Pour 2008, la BNS table sur une progression du PIB réel de 1,5% à 2%. Elle a ainsi révisé à la baisse ses prévisions de décembre 2007, qui indiquaient une croissance d'environ 2%. Eu égard aux turbulences sur les marchés financiers et à leurs éventuelles répercussions négatives sur la croissance économique mondiale, les risques conjoncturels se sont en outre sensiblement accrus.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre et février avec les représentants de différents secteurs et branches ont, eux aussi, mis en évidence ces incertitudes croissantes. Si les interlocuteurs des délégués de la BNS se sont montrés globalement confiants dans les perspectives pour les prochains trimestres, ils s'attendent toutefois en majorité à un ralentissement en cours d'année. Bien qu'aucun durcissement des conditions de crédit n'ait été enregistré jusqu'à présent, certains interlocuteurs ont exprimé leur crainte à l'égard de futures négociations de crédits. L'augmentation des prix de l'énergie, des matières premières industrielles et des produits agricoles, conjuguée à la faiblesse du dollar constituent en outre un handicap important. Enfin, l'assèchement du marché du travail dans le segment de la main-d'œuvre qualifiée continue de se trouver au cœur des préoccupations (voir *Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale*, mars 2008).

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Tassement de l'expansion des exportations

L'effet conjugué du fléchissement conjoncturel dans les pays industrialisés et de la revalorisation du franc a entraîné un ralentissement sensible des exportations réelles. Cette évolution a concerné les exportations de biens, qui ont légèrement reculé par rapport à la période précédente. Les exportations de services, quant à elles, ont connu la même progression qu'au trimestre précédent. La croissance des recettes tirées du tourisme et des transports internationaux s'est accélérée tandis que les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère ont régressé. Les exportations totales dépassaient de 7,1% leur niveau de la période correspondante de 2006, contre 11,9% au troisième trimestre.

En ce qui concerne les biens, les exportations de produits semi-finis et de biens d'équipement ont enregistré un repli. Les livraisons de biens de consommation ont certes continué leur progression, mais à un rythme moins soutenu. La répartition géographique montre une poursuite de la réduction des exportations vers les Etats-Unis et le Japon. Alors que la demande en provenance de

l'Europe a nettement perdu de sa vigueur, la demande des Etats d'Asie du Sud-Est, de Chine et des principaux pays exportateurs de pétrole est restée robuste.

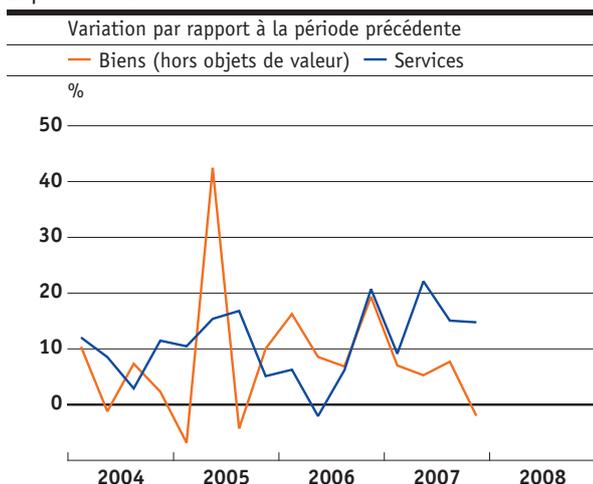
Croissance encore plus vive des importations

Soutenues par une forte demande intérieure, les importations réelles ont enregistré une nette progression au quatrième trimestre après avoir connu une croissance modérée au cours de l'année. Elles ont augmenté de 5% par rapport au quatrième trimestre de 2006. Tant les biens que les prestations de services ont contribué à cette hausse. Le volume des importations a augmenté pour toutes les catégories de biens, à l'exception des produits pharmaceutiques. En ce qui concerne les importations de services, les dépenses dans le secteur du tourisme et dans le domaine des licences et brevets ont, une fois de plus, fortement progressé.

Croissance robuste de la consommation

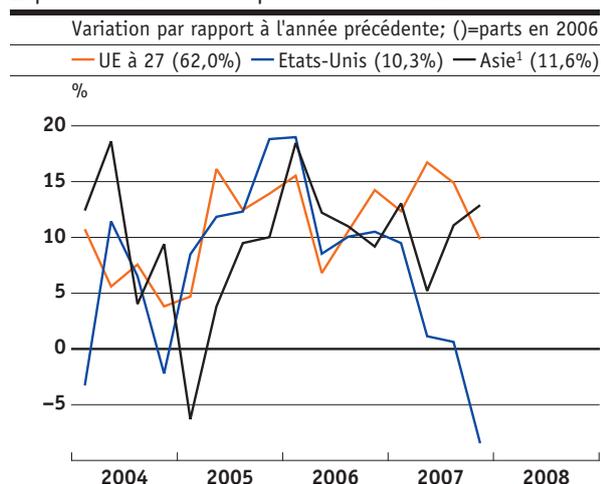
La consommation privée est restée un important soutien de la conjoncture au quatrième trimestre même si sa croissance s'est réduite de plus de la moitié par rapport à la période précédente, avec 1,5%. La consommation de biens et de services a évolué favorablement. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont toutefois perdu de leur

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)

vigueur par rapport à la période précédente en raison de la faiblesse inattendue de la demande dans le secteur de l'habillement et des chaussures. En revanche, les dépenses de biens durables ont connu une vive progression. Cela s'est reflété dans les importations de biens de consommation durables ainsi que dans le nombre de nouvelles immatriculations de voitures, qui ont augmenté chacune de presque 10% par rapport au troisième trimestre. Le nombre de nuitées dans les hôtels suisses, qui sert d'indicateur de la consommation de services, a lui aussi connu une évolution satisfaisante. Grâce à des conditions d'enneigement et des conditions météorologiques favorables, le nombre de nuitées d'hôtes suisses s'est accru de 7,9% par rapport à la période précédente.

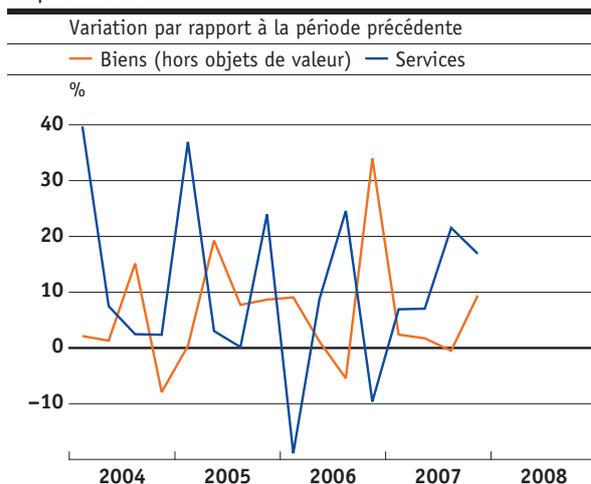
L'indice synthétique du climat de consommation relevé en janvier s'est maintenu au niveau élevé des enquêtes préliminaires d'octobre et de juillet 2007. Une fois de plus, les attentes des

ménages relatives à l'évolution économique sont un peu moins optimistes que lors du précédent relevé. En revanche, leur appréciation de leur situation financière et de la sécurité de l'emploi est toujours aussi favorable. Selon les premières estimations, les revenus réels des salariés devraient, en 2008 également, connaître une hausse sensible avec plus de 2,8%, bien que plus modérée que celle de l'année précédente (5%). Ce ralentissement s'explique par une plus faible progression de l'emploi et des salaires. Du côté des salaires, les composantes variables de la rémunération, en particulier, devraient être moins prononcées qu'en 2006.

Hausse des investissements en constructions – Baisse des investissements en biens d'équipement

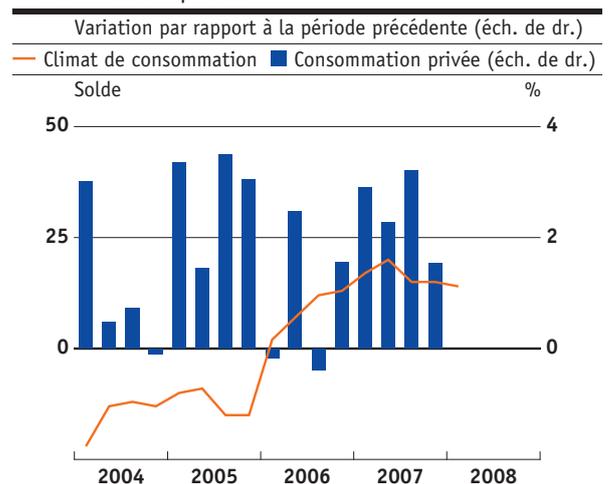
Au quatrième trimestre, les investissements en constructions ont augmenté par rapport à la période précédente, après avoir reculé durant les

Graphique 2.5
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6
Consommation privée



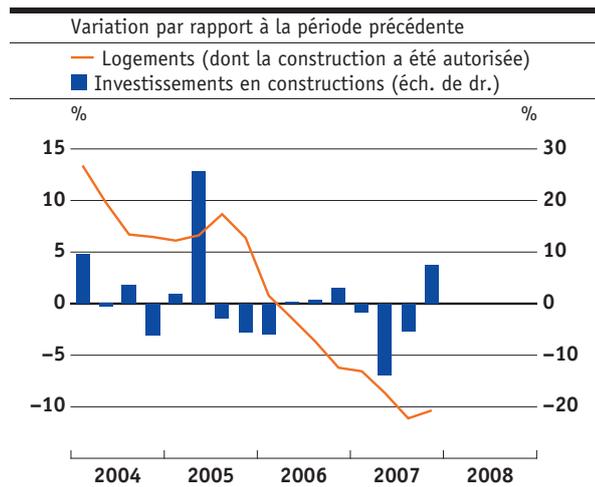
Source: SECO

trois premiers trimestres de 2007. Ce bon résultat est principalement dû à l'envolée des investissements dans le génie civil ainsi qu'à l'accroissement – un peu moins marqué – des investissements dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. La construction de logements, quant à elle, a poursuivi son repli. La baisse continue du nombre de permis de construire laisse présager un nouveau recul des investissements dans la construction de logements au cours des prochains trimestres, qui ne pourra être compensé qu'à grand peine par le renforcement des investissements dans les autres secteurs.

Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau légèrement faibli au quatrième trimestre après avoir fortement diminué au troisième trimestre. Les investissements dans les machines industrielles, les instruments de précision et l'informatique ont connu une nette progression, cependant contrebalancée par la baisse des achats

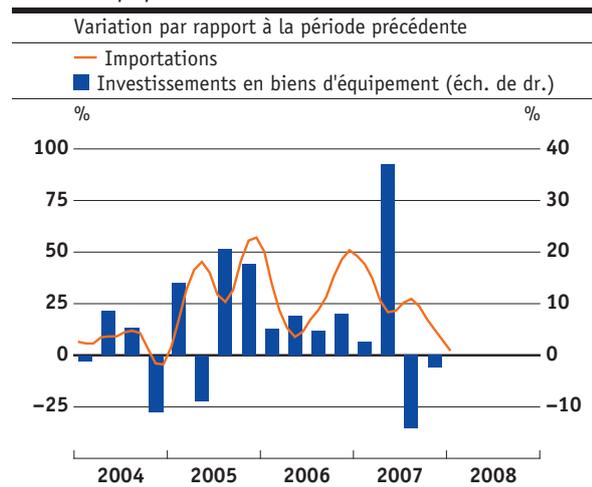
d'avions et la stagnation des investissements en logiciels. Vu la persistance d'un taux d'utilisation des capacités très élevé, les investissements en biens d'équipement devraient augmenter au cours des prochains trimestres. Il faut toutefois s'attendre à un ralentissement progressif du rythme de croissance dans le sillage du ralentissement conjoncturel attendu.

Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS et SECO

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO

2.3 Emploi et marché du travail

Forte progression de l'emploi

La vive croissance de l'emploi observée ces deux dernières années s'est poursuivie au quatrième trimestre. Le nombre de personnes actives occupées a augmenté de 2,8% par rapport à la période précédente, dépassant ainsi de 2,7% le niveau du quatrième trimestre de 2006. C'est dans l'industrie et la construction que les effectifs ont le plus augmenté. En revanche, la croissance des effectifs a été modérée dans le secteur des services. Tandis que l'emploi a enregistré une nette progression dans le secteur de la restauration et de l'hébergement ainsi que dans le commerce de gros, il ne s'est accru que faiblement dans les banques et les assurances. Après conversion des postes à temps partiel en postes à temps plein, le volume de travail a crû de 3% par rapport au troisième trimestre de 2007 et a dépassé de 2,8% son niveau de la période correspondante de 2006.

L'indice des places vacantes établi par l'OFS annonce un léger ralentissement de la progression de l'emploi au cours des prochains trimestres. Après avoir enregistré une augmentation constante depuis trois ans, il s'est stabilisé au quatrième trimestre à un niveau élevé. Alors que la demande de main-d'œuvre a repris de l'intensité dans l'industrie et la construction, elle a accusé un léger recul dans le secteur des services.

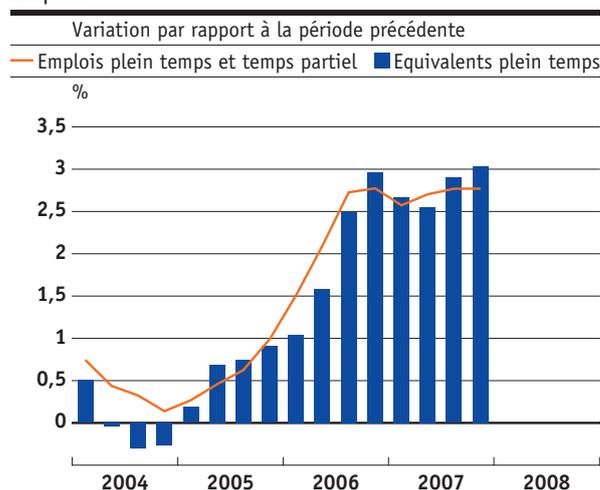
Tassement du repli du chômage

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement a diminué entre novembre et février, passant de 102 700 à 99 230 personnes. Le taux de chômage, qui était de 2,6% au troisième trimestre, a donc reculé pour s'inscrire à 2,5%. Le nombre de demandeurs d'emploi qui comprend, outre les chômeurs inscrits, les personnes prenant part à des programmes de perfectionnement et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, s'est réduit; le taux correspondant est passé de 4% à 3,9%.

En dépit de la forte croissance de l'emploi, le repli du chômage s'est tassé par rapport aux mois précédents. Cela indique qu'une partie des chômeurs n'ont pas les qualifications recherchées par les entreprises, si bien que les places vacantes sont davantage pourvues par la main-d'œuvre fraîchement arrivée de l'étranger et par des personnes jusqu'alors inactives. En effet, le nombre des personnes actives occupées d'origine étrangère ainsi que le taux de participation ont fortement augmen-

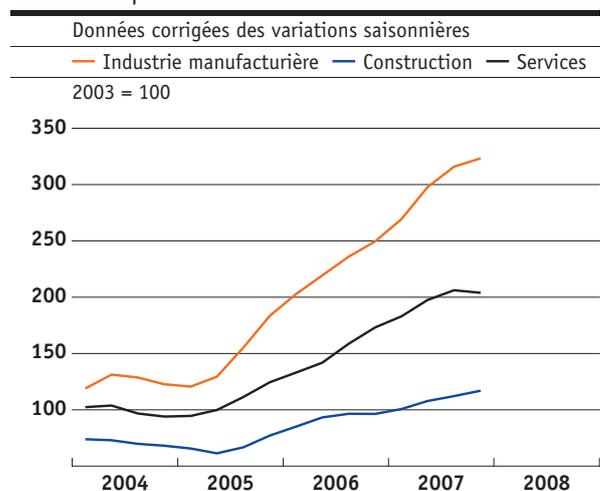
Graphique 2.9

Emploi



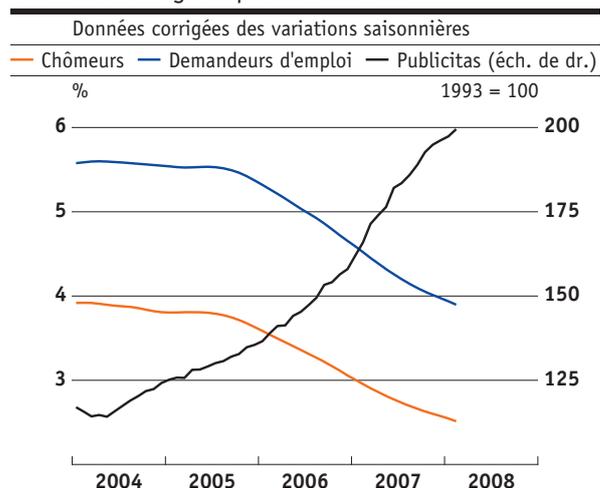
Graphique 2.10

Indice des places vacantes



Graphique 2.11

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.9 et 2.10: OFS

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

té au quatrième trimestre. Dans le même temps, l'enquête menée par l'OFS a montré que les entreprises ont encore eu des difficultés à embaucher de la main-d'œuvre qualifiée.

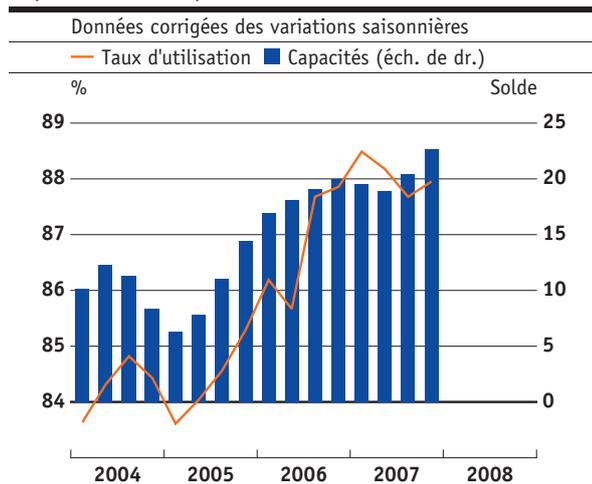
2.4 Utilisation des capacités de production

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

Niveau toujours élevé d'utilisation des capacités techniques

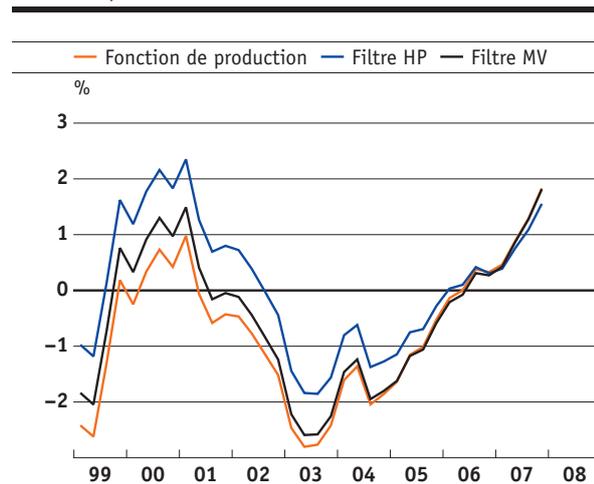
Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a mené diverses enquêtes qui fournissent des indications sur l'utilisation des capacités de production dans l'économie. Ces enquêtes révèlent que l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie au quatrième trimestre, avec 88%, s'est mainte-

Graphique 2.12
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.13
Ecart de production



Source: BNS

nue à un niveau supérieur à sa moyenne à long terme, qui est d'environ 84% (voir graphique 2.12). Malgré ce taux d'utilisation élevé, des signes de détente ont néanmoins été observés. Ainsi, la part d'entreprises souhaitant élargir leurs capacités s'est accrue. Parallèlement, la proportion d'entreprises qui voient leur activité limitée par un manque de capacités techniques a de nouveau reculé et se situe à présent à un niveau proche de la moyenne à long terme. Contrairement à l'évolution enregistrée dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités a fléchi dans la construction. Dans ces deux secteurs, un nombre relativement important d'entreprises continue toutefois de juger leurs effectifs insuffisants. Dans la construction, cette part a atteint son niveau le plus élevé depuis 1995.

Dans le secteur des services, les résultats disponibles des enquêtes effectuées par l'EPFZ révèlent un manque accru de capacités. Cela concerne aussi bien les capacités techniques que la main d'œuvre. Dans la restauration et l'hébergement, le taux d'occupation a atteint un niveau très élevé, même en comparaison à long terme. Dans le secteur bancaire, mais aussi dans le commerce de détail et dans la restauration et l'hébergement, un nombre croissant d'entreprises ont déploré des effectifs trop restreints, mais ce nombre est resté inférieur à celui enregistré pendant la période de haute conjoncture des années 1999 et 2000.

Accentuation de l'écart de production positif

L'écart de production dans l'économie est un instrument plus complet qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et l'estimation de la production potentielle en Suisse. Le graphique 2.13 présente trois estimations de l'écart de production, établies à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production [FP], filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]). Avec 4,2% au quatrième trimestre, le PIB réel a augmenté dans une mesure nettement plus importante que la production potentielle. Ainsi, l'excédent de production a continué d'augmenter conformément aux trois méthodes d'évaluation utilisées. Selon la méthode basée sur la fonction de production et celle du filtre multivarié, l'excédent de production a atteint 1,8%, selon l'approche utilisant le filtre de Hodrick et Prescott, il s'inscrit à 1,6%.

Comme au trimestre précédent, l'écart de production positif découle essentiellement du degré d'utilisation des capacités techniques, supérieur à la moyenne. Entre-temps, toutefois, le taux d'utilisation de l'offre de main-d'œuvre a lui aussi atteint un niveau légèrement supérieur à sa moyenne à long terme. La BNS estime que la croissance du PIB devrait être inférieure à celle du potentiel au cours des prochains trimestres et que l'excédent de production positif devrait donc diminuer. Avec environ 2% actuellement, la progression du potentiel de production est toujours supérieure à sa moyenne à long terme (1,6%). Ceci s'explique principalement par le fait que l'offre de main d'œuvre croît actuellement à un rythme relativement élevé en raison de l'arrivée de main-d'œuvre étrangère et de l'augmentation du taux de participation.

2.5 Prix des biens

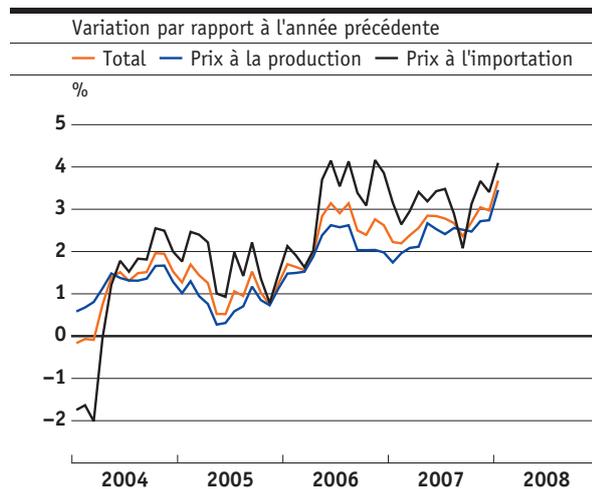
Pression croissante des prix à la production et à l'importation

Entre octobre et janvier, la pression exercée par les prix à la production et à l'importation sur les prix en aval, c'est-à-dire les prix à la consommation, s'est accentuée. Le renchérissement annuel mesuré aux prix à la production de biens d'origine suisse ainsi que le renchérissement annuel des biens à l'importation ont augmenté, passant respectivement de 2,5% à 3,5% et de 3,1% à 4,1%. Presque tous les types de biens ont été concernés par cette hausse. Comme au troisième trimestre, celle-ci a été particulièrement marquée dans le domaine des produits énergétiques et des marchandises agricoles, mais le renchérissement des biens intermédiaires et celui – plus flagrant – des biens de consommation s'est lui aussi poursuivi. Les biens d'équipement, dont le renchérissement est resté stable, constitue une exception. Le renforcement de la poussée des prix laisse prévoir que la hausse des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que les augmentations de prix dues à la dépréciation du franc par rapport à l'euro se répercuteront de plus en plus, avec un décalage temporel.

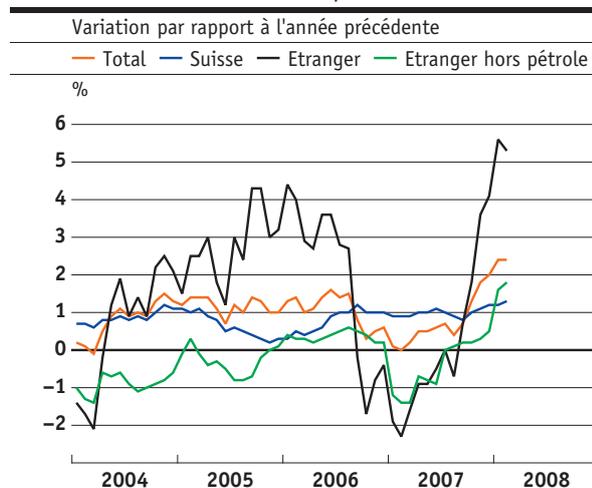
Hausse marquée des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 1,8% en novembre à 2,4% en février. La BNS avait escompté une hausse des prix à la consommation dans sa prévision d'inflation de la mi-décembre, mais dans une mesure légèrement moindre. Cette poussée s'explique par l'augmentation des prix du carburant et du mazout associés à des effets de base défavorables. Même en faisant abstraction de cette composante, la hausse des prix à la consommation a néanmoins progressé, passant de 0,9% à 1,3%. C'est dans le domaine des marchandises qu'elle a été la plus marquée. Cette évolution indique que les producteurs répercuteront davantage l'augmentation de leurs coûts sur les consommateurs.

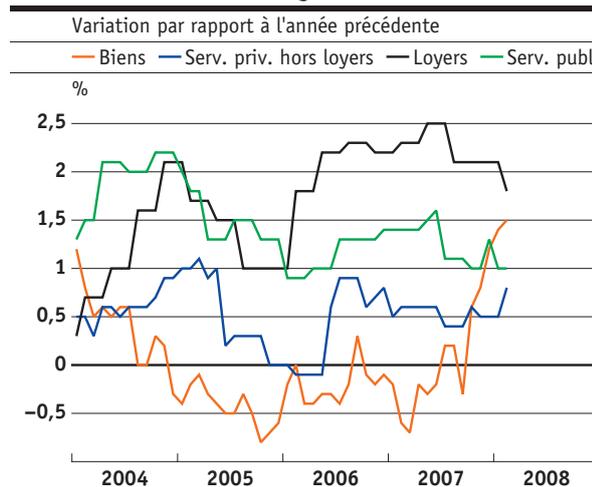
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: biens et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS et BNS

Accroissement du renchérissement intérieur et ...

Le renchérissement annuel des biens de consommation d'origine suisse s'est légèrement accru entre novembre et février, passant de 1,1% à 1,3%. Au niveau des biens, il a augmenté de 0,7 point jusqu'en février, pour s'établir à 1,5%, notamment sous l'effet de la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'électricité. Si le renchérissement des denrées alimentaires (notamment le pain, le lait, le beurre et la viande) est certes resté modéré en comparaison internationale, avec 2,2% à la fin de la période considérée, il devrait toutefois s'accélérer de nouveau dans les prochains mois en raison de l'évolution des prix à la production. En revanche, la pression haussière sur les loyers s'est relâchée. L'indice afférent aux loyers des logements, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, a marqué une progression de 0,6% en février. Le renchérissement annuel des loyers a donc reculé, de 2,1% à 1,8%. En ce qui concerne les autres services privés, le renchérissement a augmenté, passant de 0,4% à 0,8%. Les prix se sont accrus dans la restauration et l'hébergement ainsi que dans la branche du voyage tandis qu'ils ont baissé dans les télécommunications. Avec 1%, le renchérissement dans le domaine des services publics s'est inscrit à un niveau comparable à celui affiché en novembre.

... renchérissement des biens de consommation d'origine étrangère

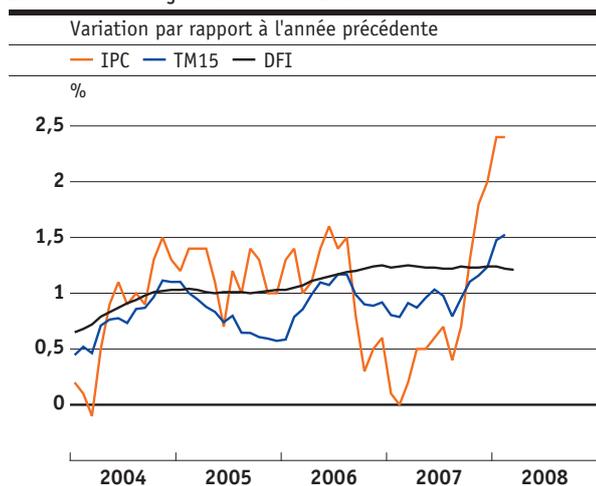
Le renchérissement des biens de consommation d'origine étrangère a poursuivi sa progression et s'est inscrit à 5,3% en février après avoir atteint 3,6% en novembre. Contrairement au scénario des mois précédents, les produits pétroliers (mazout et carburants) n'ont contribué que faiblement à cette hausse. Le renchérissement des autres biens de consommation d'origine étrangère, qui est passé de 0,3% à 1,8%, a joué un rôle plus important. Certains biens tels que le gaz, les fruits et le riz ont enregistré de fortes augmentations de prix. En outre, le secteur de l'habillement et des chaussures a été influencé par un effet de base provoqué par le prix inhabituellement bas des biens soldés en 2006.

Légère hausse des taux d'inflation sous-jacente

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'évolution des prix. C'est pourquoi, on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance de l'inflation. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente; tous deux sont représentés dans le graphique 2.17. Pour ce qui est de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans la *dynamic factor inflation* (DFI), on tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (voir graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) ne tient pas compte de l'alimentation, des boissons, du tabac, des produits saisonniers, de l'énergie et des carburants tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) fait en outre abstraction des biens dont les prix sont administrés.

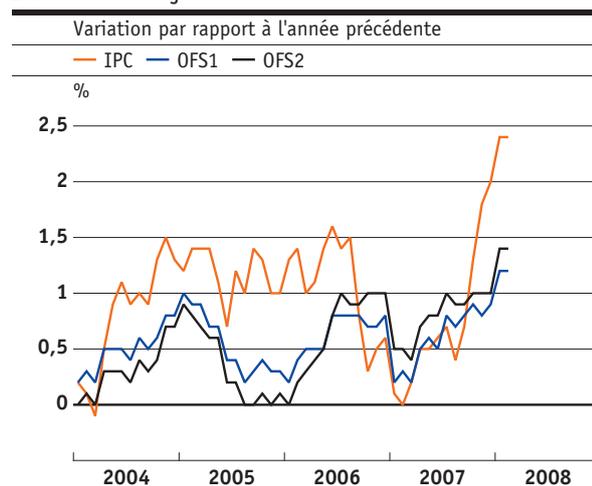
Le taux d'inflation sous-jacente calculé à l'aide de la moyenne tronquée est passé de 1,2% en novembre à 1,5% en février, ce qui signifie que les prix suivront leur tendance générale à la hausse, mais que celle-ci demeurera modérée. Les calculs de l'OFS donnent des résultats semblables, puisqu'ils débouchent sur une augmentation de 0,4 point pour chacune des deux inflations sous-jacentes, ces dernières s'établissant à 1,2% et 1,4%. La *dynamic factor inflation*, qui laisse présager depuis longtemps une tendance des prix légèrement haussière, s'est par contre maintenue au même niveau.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

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

Tableau 2.2

	2007	2007			2007		2008	
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	0,7	0,5	0,6	1,7	1,8	2,0	2,4	2,4
Biens et services du pays	1,0	1,0	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Biens	0,0	-0,2	0,0	0,9	0,8	1,2	1,4	1,5
Services	1,2	1,4	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2
Services privés (hors loyers)	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8
Loyers	2,3	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8
Services publics	1,3	1,5	1,1	1,1	1,0	1,3	1,0	1,0
Biens et services de l'étranger	0,1	-0,8	-0,0	3,2	3,6	4,1	5,6	5,3
Hors produits pétroliers	-0,4	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,5	1,6	1,8
Produits pétroliers	2,4	-1,0	-0,8	17,1	19,9	22,2	26,6	23,3

Sources: OFS et BNS

3 Evolution monétaire

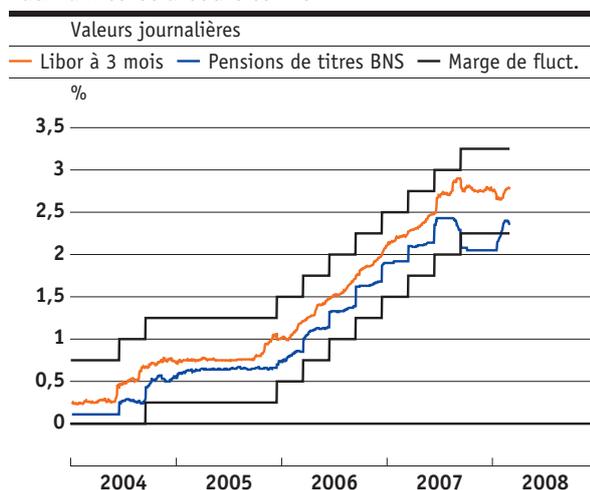
3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de décembre 2007, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de viser, jusqu'à nouvel avis, la zone médiane de cette marge. Cette décision a été prise eu égard à une évolution robuste de l'économie en Suisse, évolution qui a toutefois été entachée par des incertitudes dues aux turbulences sur les marchés financiers internationaux.

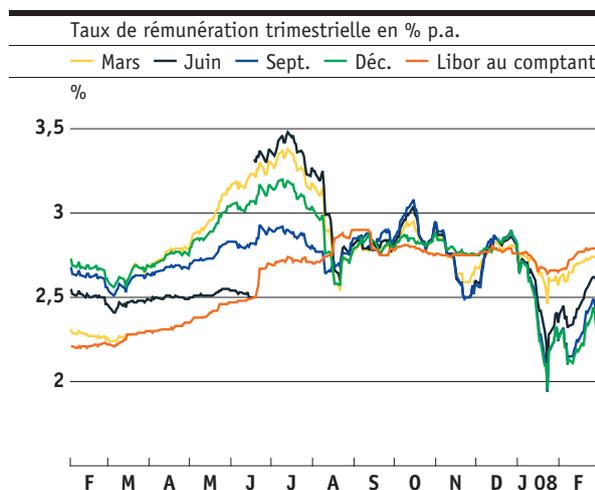
Après son analyse de la situation de décembre 2007, la Banque nationale a d'abord maintenu à 2,05% le taux des pensions de titres à une semaine. De la mi-janvier à la mi-février 2008, période au cours de laquelle le Libor à trois mois a eu tendance à reculer, la Banque nationale a relevé de manière constante le taux des pensions de titres, afin de maintenir le Libor à trois mois approximativement au milieu de la marge de fluctuation. Elle a ensuite réduit une nouvelle fois le taux des pensions de titres à une semaine pour le ramener à 2,15% à la mi-mars. A cette date, le Libor à trois mois s'inscrivait à 2,82% (voir graphique 3.1).

Pour contrer les tensions accrues survenues sur les marchés monétaires internationaux, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la BCE, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la BNS ont annoncé des mesures concertées. La Banque nationale a participé à des opérations de pensions de titres contre dollars des Etats-Unis. Les 17 décembre 2007 et 14 janvier 2008, elle a mis des liquidités à disposition du marché pour 4 milliards de dollars à chaque fois. En outre, elle a conclu un accord de swap avec la Réserve fédérale. La durée des opérations de pensions de titres s'étendait sur une période de 28 jours, et leurs dates valeurs étaient les 20 décembre et 17 janvier. Ont pu participer à ces opérations toutes les contreparties de la BNS qui étaient raccordées au système suisse des pensions de titres. Les appels d'offres pour pensions de titres contre dollars visaient à leur faciliter l'accès à des liquidités en monnaie américaine.

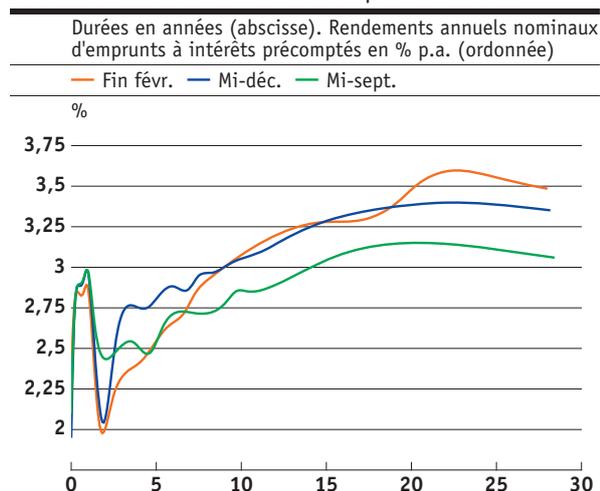
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Sources pour graphiques 3.1: BNS et Reuters
Sources pour graphique 3.2: Bloomberg et BNS
Source pour graphique 3.3: BNS

Baisse attendue du Libor à trois mois

Lors de l'appréciation de décembre 2007 de la situation économique et monétaire, les opérateurs sur les marchés s'attendaient à un Libor à trois mois de 2,9% à fin mars, conformément aux «Prévisions consensuelles» qui sont publiées périodiquement. Les taux d'intérêt des *futures* avec échéances en juin, septembre et décembre 2008 ont passé, entre la mi-décembre 2007 et début février 2008, nettement au-dessous du Libor à trois mois au comptant. Par la suite, ils se sont redressés et, à fin février, inscrits à respectivement 2,61%, 2,38% et 2,27% (voir graphique 3.2). Ainsi, les opérateurs sur les marchés escomptaient, jusqu'à fin 2008, un abaissement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

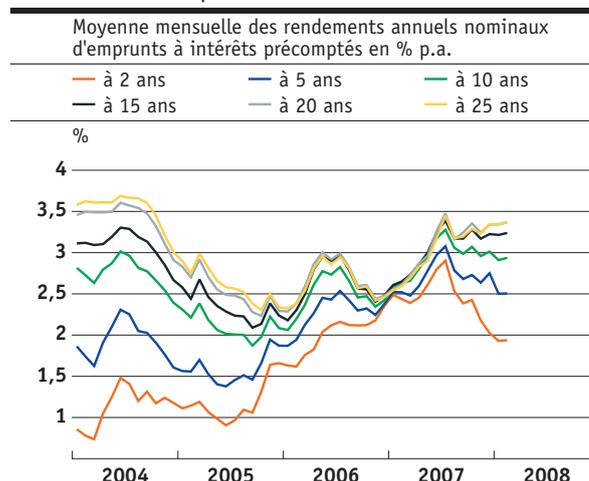
Courbe des taux d'intérêt une nouvelle fois légèrement plus inclinée

Une fuite accrue vers les placements sûrs, due aux turbulences sur les marchés des actions, a entraîné une baisse des rendements entre décembre 2007 et février 2008, notamment pour les emprunts assortis de durées allant de 2 à 5 ans. Il en a résulté une courbe des taux d'intérêt légèrement plus inclinée (voir graphiques 3.3 et 3.4). En février, les rendements des obligations fédérales à 5 ans, à 10 ans et à 20 ans se sont inscrits à respectivement 2,51%, 2,96% et 3,37% en moyenne.

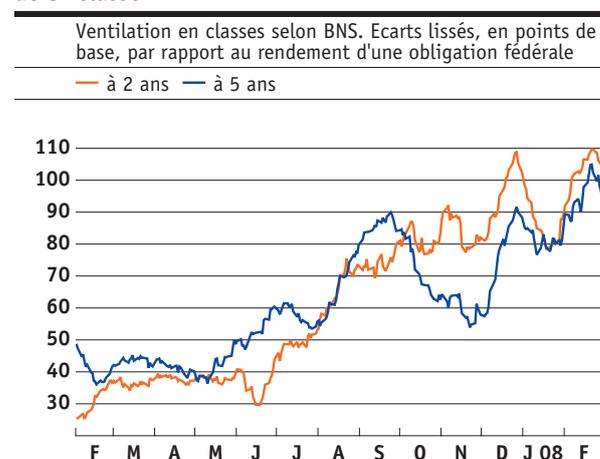
Les taux des prêts hypothécaires ont de nouveau augmenté légèrement. Cette évolution concerne tant le taux des anciennes hypothèques – celui-ci est déterminant pour la fixation des loyers en vertu des dispositions légales – que le taux variable appliqué aux nouvelles hypothèques. A la mi-mars, les taux correspondants des banques cantonales s'établissaient à 3,30% et à 3,35%. Durant la même période, les taux des dépôts d'épargne se sont accrus un peu plus fortement, si bien que l'écart d'intérêt entre les anciennes hypothèques et les dépôts d'épargne, qui joue un rôle important pour le financement traditionnel des prêts hypothécaires, s'est réduit légèrement.

L'évolution des conditions de financement des débiteurs obligataires peut être illustrée au moyen des écarts entre les taux d'intérêt appliqués aux crédits. Ces écarts, mesurés entre les rendements des obligations des cantons et des entreprises et le rendement des obligations de la Confédération, peuvent être considérés également comme des primes pour le risque de crédit. Eu égard aux turbulences sur les marchés financiers, les primes de

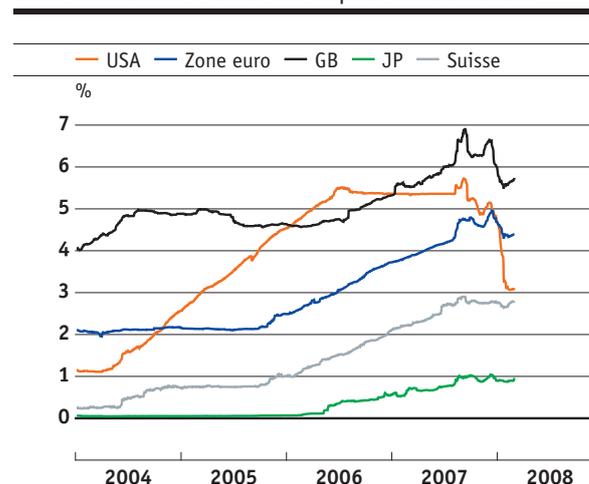
Graphique 3.4
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.5
Écarts de rendements d'emprunts industriels de 3^e classe



Graphique 3.6
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Source pour graphiques 3.4, 3.5 et 3.6: BNS

risques sur les emprunts de toutes les durées ont augmenté nettement depuis le mois d'août 2007. Les débiteurs de deuxième et troisième ordres ont été affectés par cette hausse, comme ceux de premier ordre. Le risque que court un investisseur – être confronté au fait que des entreprises ne soient plus en mesure d'assurer le service de la dette sur leurs emprunts – est nettement plus élevé dans une période d'affaiblissement de l'activité économique que dans une phase de reprise de la conjoncture. La hausse de ces primes pour risques de crédit laisse ainsi présager un ralentissement de la croissance économique.

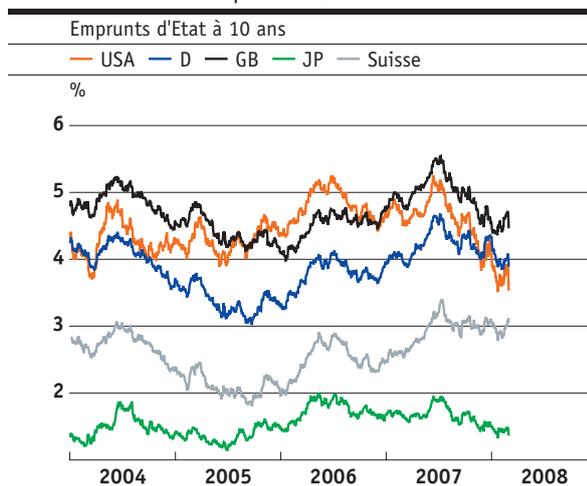
Réduction de l'écart entre les rémunérations appliquées aux fonds en dollars et à ceux en euros sur le marché monétaire ...

Contrairement à l'évolution observée en Suisse, les taux d'intérêt à court terme se sont repliés aux Etats-Unis et dans la zone euro depuis l'appréciation de décembre 2007. La Réserve fédérale a en outre réduit son taux directeur de 125 points de base, au total, pour le ramener à 3%. Depuis l'appréciation de décembre 2007, le taux d'intérêt sur les dépôts à trois mois en dollars a donc diminué sensiblement, soit de 212 points de base, s'établissant à 2,85% à la mi-mars (voir graphique 3.6). L'écart d'intérêt entre les dépôts à trois mois en dollars et en francs a eu tendance à s'amenuiser depuis le milieu de 2006. Il s'inscrivait à 3 points de base à la mi-mars, contre 218 points à la mi-décembre. Le taux des dépôts à trois mois en euros s'est lui aussi replié de la mi-décembre à la mi-mars, mais dans une mesure nettement moindre que celui sur les fonds correspondants en dollars. Ainsi, l'écart d'intérêt entre les dépôts à trois mois en euros et en francs a passé de 216 points à 178 points de base dans le même temps.

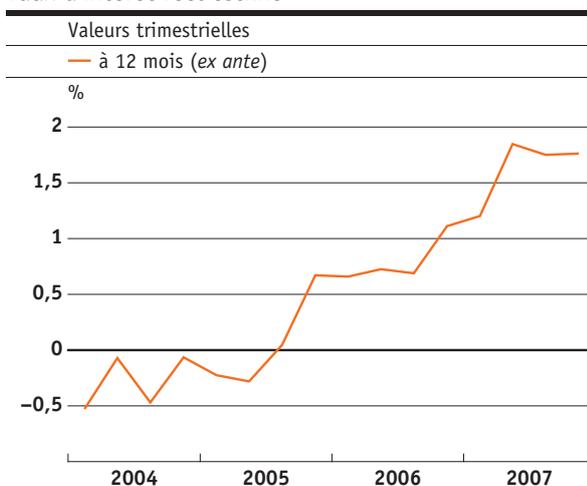
... et sur le marché des capitaux

A l'étranger également, l'attrait des obligations d'Etat exemptes de risques s'est accru entre décembre 2007 et février 2008, et ce plus fortement qu'en Suisse (voir graphique 3.7). Le rendement des obligations à dix ans du Trésor américain s'est établi, en moyenne, à 3,74% en février, et celui des titres correspondants de la République fédérale d'Allemagne, à 3,84%. Les différences entre les rendements des emprunts publics étrangers et suisses ont diminué tendanciellement depuis le début 2007. L'écart entre les rendements des emprunts de ce type en dollars et en francs s'est

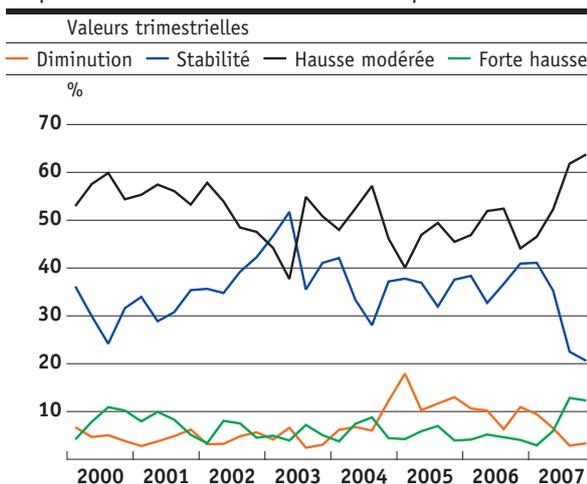
Graphique 3.7
Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.8
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.9
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources pour graphique 3.7: BNS et Thomson Datastream

Source pour graphique 3.8: BNS

Sources pour graphique 3.9: BNS et SECO

amenuisé, passant, en moyenne, de 1,05 point en décembre à 0,8 point en février. Quant à l'écart entre les rendements des emprunts publics en euros et en francs, il a lui aussi marqué un recul durant le même laps de temps (0,9 point en moyenne, contre 1,15 point).

Taux d'intérêt réel toujours légèrement supérieur à la moyenne à long terme

Le graphique 3.8 renseigne sur l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Ce taux correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue durant cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de février 2008)¹. Ainsi calculé, il est resté inchangé à environ 1,8% au quatrième trimestre de 2007. Le taux d'intérêt réel à un an s'est donc établi, pour la troisième fois de suite, quelque peu au-dessus de sa moyenne historique, qui est de 1,7%.

L'enquête menée en janvier par le SECO auprès des ménages a fait apparaître que les anticipations inflationnistes demeuraient élevées (voir graphique 3.9). Les parts des consommateurs attendant des prix à la hausse, à la baisse ou stables n'ont toutefois varié d'un trimestre à l'autre.

1 Voir tableau 1.1.

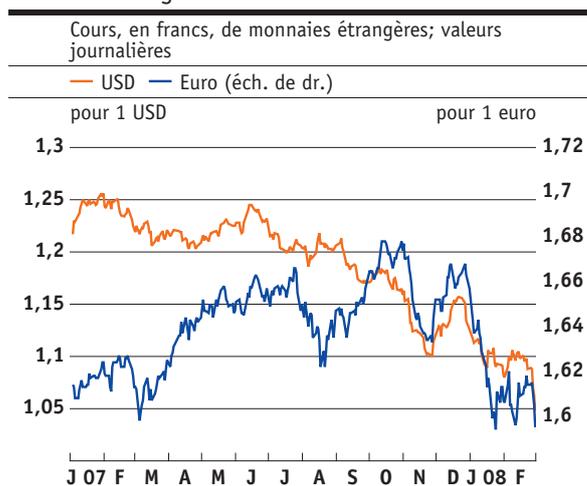
3.2 Cours de change

Raffermissement du franc suisse

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc suisse s'est revalorisé fortement (voir graphique 3.10). Face à l'euro, il a gagné environ 6% entre la mi-décembre 2007 et la mi-mars 2008; à cette date, l'euro valait 1,57 franc. Sa plus forte revalorisation vis-à-vis de la monnaie européenne, il l'a enregistrée entre le 27 décembre 2007 et le 28 janvier 2008. Par rapport au dollar des Etats-Unis, le franc a progressé d'environ 13%, le cours du billet vert s'établissant à 1,01 franc à la mi-mars. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été caractérisée par une forte volatilité et a atteint des records historiques. A la mi-mars, l'euro s'inscrivait à 1,55 dollar.

Depuis début 2006, le franc avait constamment perdu du terrain par rapport à l'euro. Cette évolution s'est interrompue en octobre 2007. Vis-à-vis du dollar, le franc était resté relativement stable entre le début de 2004 et le début de 2007. Par la suite, il a commencé à se revaloriser, d'abord légèrement, puis, à la fin de l'été 2007, à un rythme accéléré. L'affaiblissement du dollar résulte des perspectives de croissance nettement revues à la baisse aux Etats-Unis et d'un rétrécissement de l'écart d'intérêt. Une part de la récente revalorisation du franc par rapport au dollar et à l'euro découle également des incertitudes accrues sur les marchés financiers (voir Bulletin trimestriel 2/2007, page 32).

Graphique 3.10
Cours de change



Source: BNS

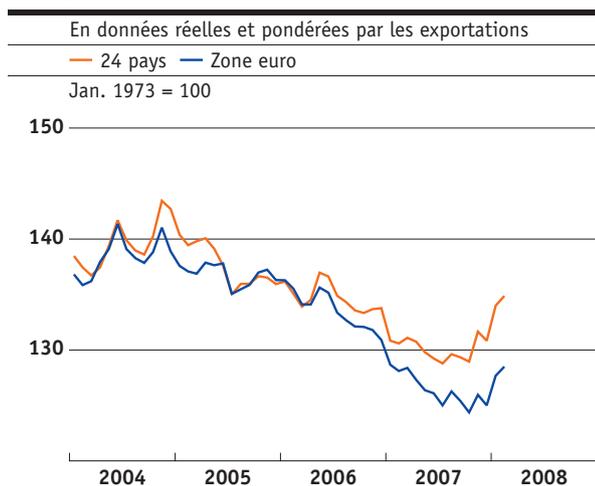
Hausse de la valeur extérieure réelle du franc

Les récentes fluctuations des cours de change nominaux se reflètent également dans l'évolution de la valeur extérieure réelle du franc suisse, en données pondérées par les exportations et corrigées des écarts dans l'évolution des prix entre les zones monétaires. La part de la zone euro aux exportations suisses s'est élevée à 60%, alors que celle des Etats-Unis était de 15% et que la plus grande partie des 25% restant revenait à l'Asie, c'est-à-dire à une région où de nombreuses monnaies sont liées au dollar. Entre décembre 2007 et février 2008, le franc s'est revalorisé de 2,9%, en termes réels, face à l'euro, après avoir eu tendance à perdre du terrain depuis le milieu de 2004. Par rapport aux monnaies des 24 principaux partenaires commerciaux, la valeur extérieure réelle du franc a augmenté un peu plus fortement, soit de près de 3,2%.

Conditions monétaires plus restrictives

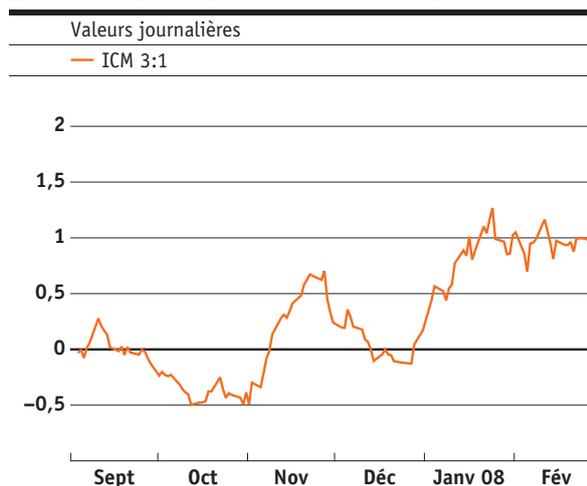
La nette revalorisation du franc suisse depuis le dernier examen de décembre, et compte tenu de taux à court terme stables, a engendré un durcissement marqué des conditions monétaires. L'«Indice des conditions monétaires(ICM)», au graphique 3.12, le montre à l'évidence. Cet indice qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Il est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Une hausse de l'indice signifie un durcissement des conditions monétaires, alors qu'un repli indique un allègement (voir encadré «Indice des conditions monétaires», Bulletin trimestriel 1/2004, page 27). A fin février, cet indice s'établissait à 156 points de base. Une hausse de plus de 1,5 point est considérée comme élevée, mesurée aux fluctuations de l'indice sur la longue période.

Graphique 3.11
Valeur extérieure du franc



Source: BNS

Graphique 3.12
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS

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

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

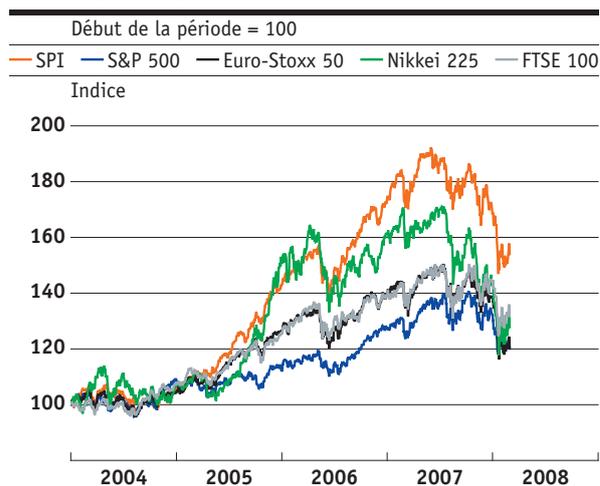
Pertes de cours élevées et forte volatilité sur les marchés des actions

Les marchés internationaux des actions ont de nouveau subi des replis depuis la mi-décembre (voir graphique 3.13). Deux raisons principales expliquent la chute des cours. Premièrement, la crise des *subprimes* et l'incertitude quant à son ampleur définitive ont pesé sur les marchés des actions. Seconde-

ment, l'environnement économique des Etats-Unis et d'autres pays s'est détérioré. Ainsi, l'indice américain S&P 500 et l'indice européen Euro Stoxx 50 ont perdu respectivement 11% et 18% entre la mi-décembre et la mi-mars. Quant au Swiss Performance Index (SPI), il a cédé 16% durant le même laps de temps. En janvier 2008 uniquement, il a marqué une baisse de 10,5%. Il s'agit du plus fort recul observé au cours d'un mois de janvier depuis l'introduction du SPI en 1987 et la neuvième plus mauvaise performance mensuelle. La répartition par branches montre que les actions des banques ont été les plus touchées (voir graphique 3.14). Elles ont perdu environ 45% de leur valeur entre la mi-décembre et la mi-mars. Les cours des actions de banques à forte capitalisation et à dimension internationale ont connu les plus nets replis, du fait de quelques importants correctifs de valeur et d'attentes revues à la baisse en matière de bénéfices et de dividendes. Déclenchées par la crise des *subprimes*, les inquiétudes au sujet de la conjoncture ont gagné d'autres secteurs. En particulier, les valeurs technologiques suisses ont elles aussi fléchi notablement (-36%).

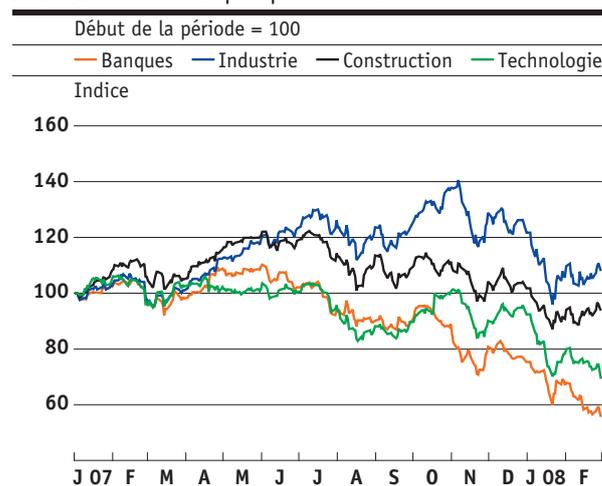
Le graphique 3.15 montre la volatilité attendue pour les trente prochains jours à l'aide du *Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index* (VIX) ainsi que la volatilité effective, qui est mesurée par un écart-type annualisé des rendements mensuels du SPI et du S&P 500. La volatilité, qui est un signe d'incertitude, va de pair avec des mouvements de corrections sur les marchés des actions. Aussi les amplitudes de la volatilité ont-elles été corrélées avec les replis des cours des actions en août et en novembre 2007 ainsi que fin janvier 2008.

Graphique 3.13
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Datastream

Graphique 3.14
SPI - Evolution de quelques branches



Source: Thomson Datastream

Hausse des prix des matières premières

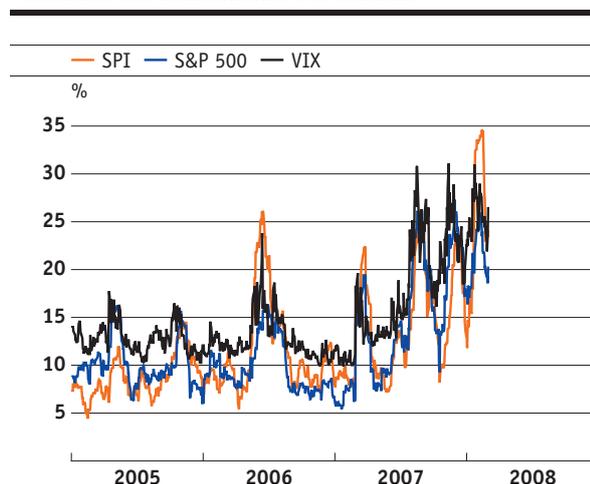
Les prix des matières premières ont continué à croître. A la suite notamment des hausses de prix des métaux industriels et des métaux précieux, mais également des produits agricoles, l'indice des matières premières que calcule Goldman Sachs (*Goldman-Sachs-Commodity-Index*) a augmenté de près de 19% entre la mi-décembre 2007, date de l'appréciation de la situation, et la mi-mars 2008. Le prix de l'or a atteint un record historique. Cette évolution pourrait notamment s'expliquer par l'affaiblissement du dollar des Etats-Unis et par des remaniements de portefeuilles favorisant des valeurs patrimoniales sûres et susceptibles d'offrir une protection contre l'inflation.

Les prix des produits énergétiques ont de nouveau été orientés à la hausse, compte tenu de fluctuations relativement importantes. Le prix du pétrole atteignait, début janvier 2008, des niveaux records, puis s'est replié nettement vers la fin de ce mois; à fin février, il affichait une nouvelle fois un chiffre jamais observé. A la mi-mars 2008, le prix du pétrole s'inscrivait à environ 107 dollars le baril.

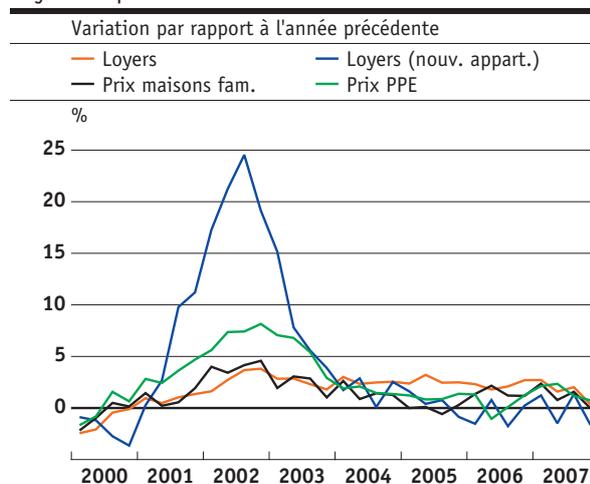
Pression modérée et persistante à la hausse des prix sur le marché de l'immobilier

Au quatrième trimestre de 2007, les loyers ont continué d'évoluer modérément, en termes réels, sur le marché des logements (voir graphique 3.16). Les prix des appartements en propriété par étage ont augmenté le plus nettement, soit de 0,7%, alors que ceux des maisons familiales sont restés stables. Les loyers des appartements, qui représentent le plus gros segment du marché suisse des logements et qui entrent pour environ 20% dans l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) dont ils sont l'élément le plus important, ont marqué une hausse de 0,4%, en termes réels et en rythme annuel, soit sensiblement moins qu'au troisième trimestre (2%). Cela concerne avant tout les loyers des anciens appartements. Les loyers des appartements neufs, qui reflètent mieux les forces du marché, ont même diminué de 1,6%. Les loyers des bureaux et ceux des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont eux aussi reculé (voir graphique 3.17). Les premiers ont continué à se replier (-1,4%), et les seconds ont régressé, pour la première fois depuis cinq trimestres (-3%).

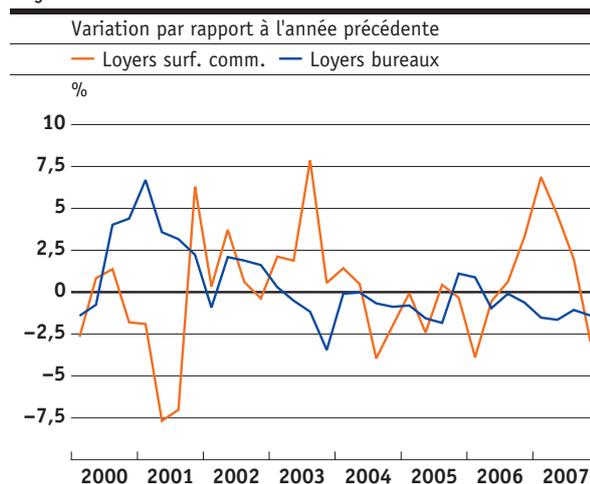
Graphique 3.15
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.16
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Graphique 3.17
Loyers réels des surfaces commerciales et des bureaux



Sources pour graphique 3.15: BNS et Thomson Datastream

Source pour graphique 3.16: Wüest & Partner

Source pour graphique 3.17: Wüest & Partner

3.4 Agrégats monétaires

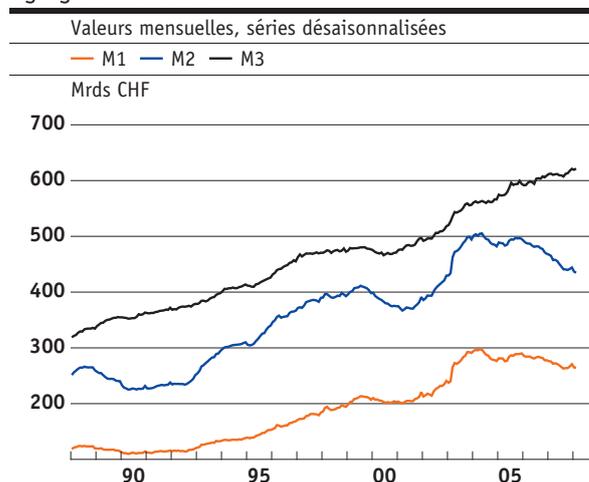
M1 et M2 toujours en repli

Il ressort du graphique 3.18 que les agrégats monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont reculé depuis le début de 2006 et sont restés à un bas niveau. En février 2008, M1 et M2 se sont établis respectivement 4,2% et 6,6% au-dessous de leur niveau du mois correspondant de 2007. En revanche, M3 (M2 et dépôts à terme) a augmenté une nouvelle fois légèrement en février, soit de 1,4%. Après avoir évolué à un niveau élevé durant les années 2003 à 2005, les agrégats monétaires M1 et M2 ont reculé depuis la hausse des taux d'intérêt.

Pour porter un jugement sur un approvisionnement excessif de l'économie en liquidités et les possibles risques d'inflation qui peuvent en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un excédent de monnaie. Ce dernier correspond à l'écart positif ou négatif entre la masse monétaire effective M3 et son niveau d'équilibre, qui est estimé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie (voir encadré: «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33). Pour tenir compte des incertitudes statis-

tiques, l'excédent de monnaie du graphique 3.19 est établi sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart-type. Si la marge est inférieure à la ligne zéro, comme cela est le cas au quatrième trimestre de 2007 pour la seconde fois consécutive, il en découle que, d'après cet indicateur, les tensions inflationnistes seront faibles à moyen terme.

Graphique 3.18
Agrégats monétaires



Source: BNS

Agrégats monétaires¹

Tableau 3.1

	2006	2007	2006 4 ^e trim.	2007 1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	2008 Janvier	Février
Monnaie centrale²	43,1	44,2	43,6	44,6	44,0	43,4	44,8	46,8	46,4	45,0
<i>Variation³</i>	3,0	2,5	2,2	3,1	1,5	2,7	2,7	2,8	2,8	1,8
M1²	282,4	269,1	281,0	276,0	270,0	261,5	269,1	271,7	267,8	267,4
<i>Variation³</i>	-0,6	-4,7	-3,4	-3,6	-4,2	-6,7	-4,3	-2,4	-4,1	-4,2
M2²	481,6	450,6	474,1	465,9	453,9	439,0	443,6	445,8	440,6	438,8
<i>Variation³</i>	-2,0	-6,4	-4,7	-5,3	-6,1	-8,0	-6,4	-5,2	-6,5	-6,6
M3²	600,3	612,3	607,9	613,4	611,6	606,4	617,8	622,8	622,5	624,1
<i>Variation³</i>	2,5	2,0	2,0	3,0	2,4	1,0	1,6	2,0	1,2	1,4

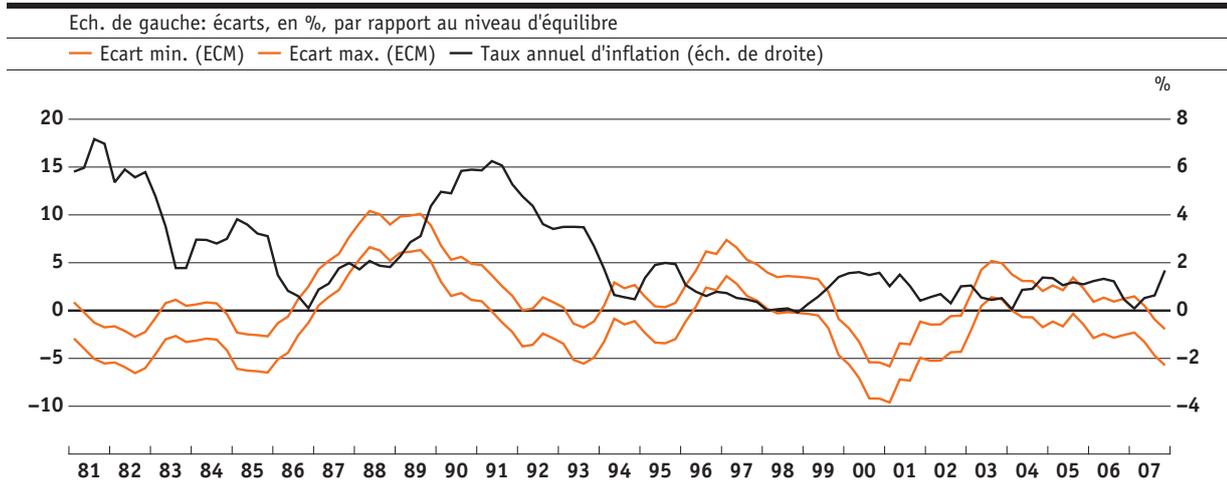
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

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

Source: BNS

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



Source: BNS

3.5 Crédits

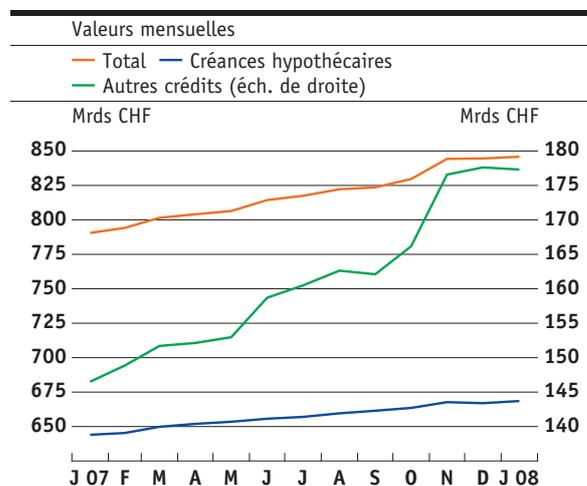
Signaux mitigés du côté des crédits

Au quatrième trimestre de 2007, la croissance des crédits s'est accélérée pour atteindre 6,9% en comparaison annuelle. Elle s'était inscrite à 5,5% au trimestre précédent. Cette évolution s'explique par la hausse de 11,6% des crédits aux entreprises, les crédits aux ménages ayant de nouveau augmenté modérément (4%).

Le tableau 3.2 ventile les crédits selon leur affectation. Les autres crédits, auxquels recourent avant tout les entreprises, ont enregistré une croissance de 20,2% au dernier trimestre de 2007, contre 13,1% au troisième trimestre; les crédits non gagés ont joué un rôle moteur dans cette évolution, puisqu'ils se sont accrus de 25,5%. Les prêts hypothécaires – qui sont octroyés avant tout aux ménages – ont augmenté de 3,9% au quatrième trimestre, soit à peu près au même rythme qu'au trimestre précédent.

Le graphique 3.20 montre l'ensemble des crédits, les prêts hypothécaires et les autres crédits en chiffres absolus. Il en ressort aussi, dans la période récente, une stabilisation de ceux-ci à un niveau élevé.

Graphique 3.20
Crédits bancaires



Source: BNS

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2006	2007	2006	2007					2008	
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier
Total¹	4,8	5,8	5,1	5,2	5,3	5,5	6,9	7,4	7,4	7,0
Ménages ²	6,1	4,6	5,9	5,1	5,0	4,4	4,0	4,5	3,1	3,5
Entreprises ²	1,6	6,7	3,4	3,9	4,5	6,6	11,6	11,3	15,8	13,9
Créances hypothécaires ¹	4,8	4,0	4,5	4,2	4,2	3,8	3,9	4,2	3,8	3,8
dont ménages ²	5,5	4,3	5,3	4,9	4,8	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6
dont entreprises ²	1,2	2,3	0,7	0,8	1,2	3,0	4,3	5,3	4,1	4,0
Autres crédits ¹	4,6	13,4	8,1	9,6	10,3	13,1	20,2	21,4	23,6	21,0
dont gagés ¹	2,5	8,2	1,5	7,1	7,2	5,6	12,8	18,9	10,3	-0,8
dont non gagés ¹	6,3	17,2	13,4	11,5	12,6	18,6	25,5	23,2	33,2	38,2

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS

4 Prédiction d'inflation de la BNS

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

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant dans une large mesure la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de décembre 2007 et de mars 2008.

Affaiblissement de la dynamique de croissance à la suite des turbulences sur les marchés financiers

En ce qui concerne les Etats-Unis, on table pour 2008 et 2009 sur une dynamique de croissance fortement affaiblie par rapport à ce qui avait été retenu dans la prédiction de décembre. Cette adaptation est due aux turbulences persistantes sur le marché de l'immobilier américain et les marchés financiers internationaux. En Europe également, les risques d'un ralentissement de la croissance ont augmenté. C'est pourquoi, dans la prédiction de mars pour l'année 2008, la croissance en Europe a été elle aussi révisée à la baisse par rapport à l'hypothèse retenue pour l'appréciation de la situation faite en décembre. En revanche, on s'attend toujours à ce que, vers la fin de la période sur laquelle porte la prédiction d'inflation, la croissance dans ces deux zones se rapproche du potentiel, soit d'environ 3% aux Etats-Unis et de 2% dans les pays de l'UE.

Dans le scénario retenu pour la prédiction de mars, le prix du pétrole a été fixé à quelque 98 dollars le baril pour les prochains trimestres et à 92 dollars à long terme. On table en outre, pour les années 2008 et 2009, sur des taux d'inflation plus élevés, sur le plan international, du fait de la hausse des prix des produits énergétiques et des matières premières. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été légèrement relevée dans le nouveau scénario et portée ainsi à 1,47 pour les années 2008 et 2009.

Prévision de mars 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,5	2,4	3,1
PIB UE (à 15) ¹	1,7	2,0	2,4
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,47	1,47
Prix du baril de pétrole en dollars ²		98,3	92,0

Prévision de décembre 2007	2007	2008	2009
PIB USA ¹	2,1	2,4	2,8
PIB UE (à 15) ¹	2,7	2,0	2,0
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,42	1,42
Prix du baril de pétrole en dollars ²		94,0	82,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

Source: BNS

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

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

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

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

4.2 Prédiction d'inflation du 1^{er} trimestre de 2008 au 4^e trimestre de 2010

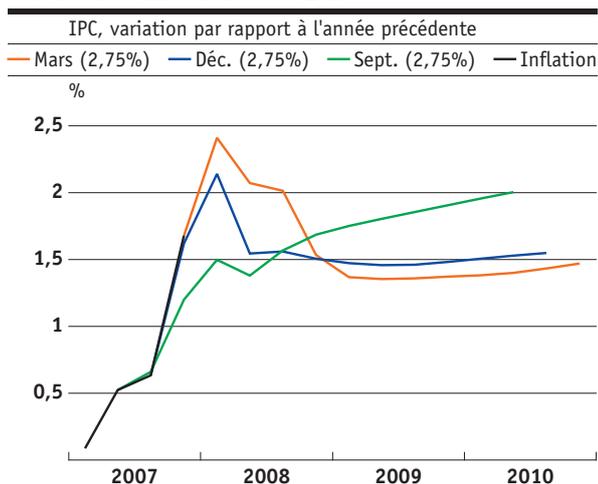
La prédiction d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle indique l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de septembre et de décembre 2007 ainsi que de mars 2008 font l'objet du graphique 4.1. La prédiction de mars couvre une période allant du premier trimestre de 2008 au quatrième trimestre de 2010. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 2,75%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a laissée, le 13 mars 2008, à 2,25%-3,25%. Les prévisions d'inflation de décembre et de septembre reposaient elles aussi sur un Libor à trois mois de 2,75%.

L'économie suisse tourne toujours à haut régime. Le ralentissement attendu de la croissance économique mondiale et son impact sur l'économie suisse devraient toutefois continuer à alléger les pressions de la demande à moyen terme. L'inflation à court terme, telle qu'elle est dorénavant prévue, est néanmoins plus élevée que celle qui ressortait de la prévision de décembre. Cela s'explique par la demande, toujours vigoureuse, sur les marchés des

biens et services et du travail ainsi que par la hausse, sur un large front, des prix du pétrole, des matières premières et des produits agricoles. En outre, la demande encore bonne et le taux d'utilisation élevé des capacités de production facilitent la répercussion de la hausse des coûts sur les prix. Enfin, les pressions inflationnistes accrues sont dues également à un effet retardé du cours du franc, faible en 2007. Ainsi, l'inflation restera légèrement supérieure à 2% jusqu'au troisième trimestre de 2008, puis diminuera vers la fin de l'année. A moyen terme, les perspectives de renchérissement se sont améliorées. En effet, le ralentissement de la croissance en Suisse sera plus sensible que ne le prévoyait encore la BNS en décembre. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%, la BNS s'attend à un renchérissement annuel moyen de 2% en 2008 et de 1,4% tant en 2009 qu'en 2010.

Cette appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'une grande incertitude. Ainsi, une nouvelle hausse du prix du pétrole pourrait engendrer, à court terme, une inflation supérieure à celle qui ressort de la prévision. En outre, des anticipations inflationnistes pourraient se forger durablement et faire obstacle à un repli du renchérissement. D'un autre côté, le risque d'un ralentissement de la conjoncture plus important que prévu est non négligeable. Si ce risque devait se matérialiser, les perspectives d'inflation à moyen terme devraient être corrigées à la baisse.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



Source: BNS

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2008

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 décembre 2007 à février 2008, sont résumés ci-après.

Résumé

Les quelque 170 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre décembre 2007 et février 2008 ont estimé pour la plupart que la marche des affaires était bonne. Cette appréciation concerne surtout l'industrie, mais aussi les branches axées sur la consommation, telles que le commerce de détail et le tourisme. Par contre, les interlocuteurs du secteur bancaire ont exprimé des avis plus réservés. Le secteur bancaire ressent fortement les effets de la morosité des bourses.

Les interlocuteurs se sont généralement montrés confiants en ce qui concerne les prochains trimestres. Des investissements importants sont prévus, pour cette année également, étant donné le taux élevé d'utilisation des capacités. Les turbulences sur les marchés financiers et leurs répercussions encore incertaines ont toutefois refroidi le climat par rapport à ce qui ressortait des entretiens menés en automne 2007, si bien qu'il n'a plus guère été question d'euphorie. Les banques comme les entreprises ont affirmé que les conditions de crédit n'avaient pas été resserrées. Mais le cours bas du dollar et la hausse des prix de l'énergie, des matières premières industrielles et des produits agricoles font sentir sensiblement leurs effets. En outre, les interlocuteurs ont estimé que le recrutement de spécialistes restait difficile.

1 Production

Industrie

Après une année 2007 dans l'ensemble excellente, la plupart des entreprises de l'industrie manufacturière ont bien commencé la nouvelle année. Les objectifs ont généralement été atteints, voire dépassés. Pour 2008, la progression visée des chiffres d'affaires est toutefois inférieure à celle de 2007. Grâce aux carnets de commandes toujours bien étoffés, de nombreuses entreprises disposaient de réserves de travail jusqu'à la moitié de l'année au moins. Comme précédemment, les principales impulsions venaient des pays de l'UE, d'Europe de l'Est (Russie) et d'Asie (Chine). Quelques interlocuteurs ont cependant signalé un recul, sensible dans certains cas, de la demande émanant des Etats-Unis. Ce recul a surtout touché les fournisseurs de l'industrie automobile et de la construction; les entreprises d'autres branches n'ont guère ou pas (encore) senti de ralentissement. Grâce à la forte diversification géographique des débouchés, la baisse de la demande américaine a pu être fréquemment compensée par une hausse des chiffres d'affaires dans d'autres régions. Les capacités, tant sur le plan technique que sur celui du personnel, étaient encore fortement utilisées dans la plupart des branches, ce qui continuait à entraîner des retards dans la production et la prolongation des délais de livraison. L'acquisition de matières premières était toujours difficile, mais la situation semblait s'être quelque peu détendue.

Cette image positive ressort de presque toutes les branches. Des impulsions découlaient en particulier des investissements dans les domaines de l'électricité et du trafic – de tels investissements sont importants au niveau mondial et peu sensibles à la conjoncture –, mais également des efforts accrus en vue d'une utilisation plus rationnelle des matières premières et de l'énergie. De nombreux interlocuteurs ont cependant signalé qu'ils tablaient sur un tassement des entrées de commandes au cours de l'année, quand bien même ils n'avaient pas encore décelé d'indices concrets étayant une telle perspective. Leur opinion reposait sur le fait qu'une normalisation est inéluctable et souhaitable étant donné les signes de surchauffe qui subsistent.

Services

Les représentants des branches fournissant des services aux consommateurs se sont montrés une nouvelle fois très satisfaits de la marche des affaires. Après une période de Noël estimée majoritairement

excellente, le commerce de détail a annoncé, pour janvier et février, une évolution favorable des chiffres d'affaires et une forte propension de la clientèle à dépenser. Cette constatation s'applique aux grands distributeurs comme aux commerces de plus petite taille. Quelques interlocuteurs ont cependant été un peu plus réservés au sujet des perspectives pour 2008 et avaient revu leurs objectifs en termes de chiffres d'affaires. Cela concerne notamment la branche de l'automobile. L'appréciation plus modérée des perspectives a jusqu'ici porté principalement sur le segment du milieu de gamme et moins sur les articles de luxe et de haut de gamme. Dans les régions frontalières, le commerce de détail a continué à bénéficier du recul, dû à l'évolution des cours de change, des achats effectués par les résidents dans les régions étrangères limitrophes.

Les interlocuteurs du tourisme ont eux aussi donné une image positive de la situation. Grâce à des conditions météorologiques favorables, à un bon enneigement et à une forte propension des hôtes à dépenser, la saison d'hiver a permis d'enregistrer çà et là des résultats records. Les interlocuteurs étaient généralement optimistes en ce qui concerne les perspectives. Les séjours des résidents et des touristes venant de l'UE, d'Asie et d'Europe de l'Est ont évolué très favorablement, ce qui a probablement compensé le recul du nombre de touristes en provenance des Etats-Unis. Les villes ont bénéficié de la demande toujours soutenue de séminaires d'entreprises et de congrès. Dans ce domaine, on a toutefois signalé des annulations, notamment de la part du secteur bancaire.

Du côté des services aux entreprises, les opinions étaient moins homogènes. Alors que les interlocuteurs de la branche informatique étaient très confiants, ceux des transports et de la logistique ont mentionné un tassement des opérations transfrontières. En outre, des effets modérateurs découlaient de la hausse des coûts des transports. Dans les conseils aux entreprises, plusieurs interlocuteurs comptant des banques parmi leur clientèle ont exprimé une inquiétude accrue.

Etant donné les turbulences sur les marchés financiers et la faiblesse des bourses, les banques se sont montrées moins optimistes qu'elles ne l'étaient encore il y a quelques mois au sujet de l'environnement économique. Cette évolution a touché en particulier les établissements axés essentiellement sur la gestion de fortune. Les dépôts de titres de la clientèle ont diminué, et celle-ci a fait preuve de retenue dans ses opérations. De nombreux interlocu-

teurs s'attendaient par conséquent à des commissions bancaires en recul d'une année à l'autre. Les crédits bancaires ont continué à évoluer positivement, mais les marges dans ce domaine subissaient toujours des pressions à la baisse. Compte tenu du ralentissement observé dans la construction de logements, les banques tablaient sur un affaiblissement de la croissance des hypothèques. Dans le domaine des crédits aux entreprises, l'évolution a été robuste, et les banques estimaient que la situation économique de leur clientèle était toujours bonne. Elles ont affirmé ne pas avoir resserré leurs conditions de crédit, ce que les représentants des entreprises ont confirmé dans leurs entretiens. Quelques entreprises ont néanmoins fait part de leur inquiétude face au prochain renouvellement de leur crédit.

Construction et immobilier

Les représentants de la construction ont continué à exprimer leur satisfaction en ce qui concerne leur environnement économique, bien qu'ils aient pour la plupart constaté un ralentissement dans le segment du logement. Dans de nombreuses entreprises, la réserve de travail était telle qu'elle couvrait une grande partie de l'année 2008. Des impulsions positives découlaient des constructions destinées à l'industrie et des grands projets du secteur public. Les branches du second œuvre, qui bénéficient du dynamisme de l'activité dans la rénovation et des efforts pour réduire la consommation d'énergie, étaient satisfaites de la marche de leurs affaires. Pour ce qui a trait à l'évolution du marché de l'immobilier, les interlocuteurs sont restés nuancés. Dans quelques régions, la hausse des prix semblait se modérer, notamment dans le segment du haut de gamme, ce qui s'explique par l'offre plus étoffée de logements et par la sensibilité accrue que les acquéreurs potentiels, en particulier les étrangers, ont manifestée face aux prix pratiqués. Dans d'autres régions, la demande était toujours forte, et les prix de l'immobilier continuaient à augmenter.

2 Marché du travail

De nombreux interlocuteurs envisageaient d'accroître leurs effectifs en 2008 également. Mais les besoins en main-d'œuvre supplémentaire se font sentir un peu moins fortement qu'en 2007. Les entreprises recourent de plus en plus fréquemment à des emplois à durée limitée pour couvrir leurs besoins.

Le recrutement de main-d'œuvre qualifiée reste difficile et coûteux, tant sur le marché national qu'à l'étranger. Les taux de rotation du personnel sont eux aussi restés élevés. Pour 2008, la plupart des interlocuteurs ont accordé des hausses de salaires supérieures à celles de l'année précédente. Presque tous ont signalé de fortes pressions à la hausse sur les salaires; ces pressions n'ont cependant suscité des inquiétudes que dans de rares cas.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La hausse des prix de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles a causé de vives inquiétudes. La marge dont dispose l'industrie pour adapter ses prix s'est certes accrue dans la phase de reprise de la conjoncture qui a caractérisé ces dernières années. Mais une concurrence toujours âpre règne dans de nombreux domaines. Souvent, elle ne permet pas de répercuter pleinement la hausse des coûts sur les prix de vente. Pour maintenir leurs marges, les entreprises sont donc sans cesse contraintes d'accroître la productivité. Au début de l'année, les grands distributeurs ont relevé les prix de nombreuses denrées alimentaires de base, telles que le pain, la farine et les produits laitiers, répercutant ainsi, du moins partiellement, la hausse des prix des céréales et du lait. La clientèle ne s'est manifestement pas opposée à ces hausses de prix. Etant donné la concurrence toujours forte, le commerce de détail s'attendait toutefois au maintien des pressions à la baisse sur les prix.

Pour de nombreux exportateurs, le bas niveau du cours du dollar implique une réduction sensible des marges. Un relèvement des prix en dollars n'est possible que dans de rares cas. Les exportateurs qui facturent en francs sont souvent contraints d'accorder des rabais. Plusieurs entreprises s'efforcent d'imposer une facturation en euros des produits qu'elles écoulent dans les pays asiatiques de la zone dollar. En revanche, les exportateurs ont continué à être satisfaits de l'évolution du cours de l'euro. Les produits provenant des pays de l'UE ont certes renchéri du fait du cours toujours élevé de l'euro, mais ces hausses de prix peuvent être répercutées sur la clientèle, en particulier dans le domaine des biens de consommation.

PME tournées vers l'exportation – Défis lors de la conquête de nouveaux marchés

Thomas Kübler, délégué aux relations avec l'économie régionale

1 L'économie suisse tire profit de la mondialisation

La Suisse compte parmi les économies les plus fortement mondialisées.¹ Ce constat n'est pas nouveau, car la Suisse, petite économie ouverte et pauvre en matières premières, s'est tournée très tôt vers l'extérieur et a pu prospérer en s'intégrant largement dans l'économie mondiale, partisane de la division du travail.² Outre un traitement intensif des marchés d'exportation, il s'agit également d'ouvrir le marché intérieur aux importations et de participer à la division du travail à l'échelle mondiale par la fragmentation de la chaîne de création de valeur et l'installation de certains processus là où les opportunités sont les meilleures.

En octobre 2007, dans le cadre d'une enquête réalisée auprès de 55 petites et moyennes entreprises (PME) suisses tournées vers les exportations, les délégués de la BNS chargés des relations avec l'économie régionale ont tenté de déterminer le degré d'intégration de ces entreprises dans l'économie mondiale, leurs motivations, leur démarche concrète ainsi que les retombées pour la place suisse. Les principaux résultats de cette enquête sont décrits ci-après.

- Ces dernières années, l'économie suisse a poursuivi son intégration au sein de l'économie mondiale. Les exportations des entreprises interrogées progressent en général nettement plus rapidement que les chiffres d'affaires réalisés par ces dernières sur le marché intérieur; l'approvisionnement mondial en prestations en amont (*global sourcing*) supplante de plus en plus souvent les prestations en amont réalisées en propre ou sur le plan local, et la délocalisation des processus d'entreprise (*offshoring*) s'accroît.
- Les marchés cibles des exportateurs se déplacent rapidement des économies d'Europe de l'Ouest vers les pays d'Europe de l'Est et d'Asie. Les exportateurs se lancent de leur propre initiative à la conquête de nouveaux marchés; ils franchissent les étapes les unes après les autres en s'appuyant sur les réseaux existants et sur leurs propres réseaux, mais sans aucune aide de l'Etat. Ils assurent généralement le financement nécessaire avec leurs fonds propres.
- Cette importance croissante des exportations s'explique par l'évolution dynamique des marchés, le déplacement des sites de consommation et l'élargissement du potentiel du marché. L'aug-

mentation des volumes des ventes permet de réaliser des économies d'échelle ou constitue la condition indispensable pour atteindre la taille critique nécessitant le refinancement d'investissements.

Les entreprises suisses bénéficient manifestement de cette dynamique des exportations. Mais, est-ce également le cas de l'économie suisse en général? Cette intégration n'entraîne-t-elle pas plutôt, en fin de compte, le transfert de parties d'entreprises à l'étranger et la substitution par des importations de prestations en amont réalisées en propre ou par des sociétés locales? La présente enquête dresse le tableau suivant:

- 70% des entreprises interrogées ont transféré certaines de leurs fonctions ou certains de leurs processus à l'étranger et expliquent cette externalisation essentiellement par des raisons de proximité avec le client (*follow the customer*), mais aussi de pression croissante des coûts.
- Les activités à fort coefficient de travail ont été déplacées, notamment celles pour lesquelles les avantages comparatifs ne plaident pas en faveur de la place suisse. La majorité des entreprises interrogées ont indiqué que le site d'origine en profite, car la maison mère procède alors souvent à des investissements supplémentaires pour accroître la productivité du travail.
- En conséquence, les investissements à l'étranger viennent souvent en complément des investissements en biens d'équipement effectués sur le marché suisse. Les processus à fort coefficient de savoir-faire doivent être maintenus sur le site d'origine. Néanmoins, la pression s'intensifie également pour l'externalisation de technologies modernes et de processus à forte valeur ajoutée.

A la lumière de cette concentration croissante sur les processus à forte valeur ajoutée et nécessitant un important savoir-faire, la production de prestations en amont à fort coefficient de travail est-elle encore possible en Suisse? L'enquête a mis en évidence les éléments suivants:

- Près de la moitié des entreprises interrogées affichent une progression de leur quote-part d'importations. Les marchés d'approvisionnement se déplacent de plus en plus des pays limitrophes aux pays d'Europe de l'Est, d'Asie, voire de certains pays d'Amérique latine.

1 KOF Index of Globalization 2008.

2 SECO, «Orientation stratégique de la politique économique extérieure de la Suisse», p. 5, Berne 2005.

- Le niveau plus faible des tarifs des prestations en amont importées et le fait que celles-ci ne soient souvent pas (ou plus) produites sur le marché suisse expliquent cette hausse des importations.
- Il n'y a pratiquement jamais de réexportation directe des marchandises précédemment importées sans création de valeur ajoutée qualifiée d'importante par les entreprises interrogées.

Pour résumer, on peut conclure de la présente enquête que l'économie suisse tire profit de l'intégration croissante des entreprises au sein de l'économie mondiale et du renforcement de l'internationalisation et de la mondialisation de la chaîne de valeur. Dans leur grande majorité, les entreprises interrogées indiquent avoir enregistré, en dépit du transfert de certains processus, une progression de leur création de valeur, une amélioration de l'emploi et une hausse de la productivité sur le site suisse³.

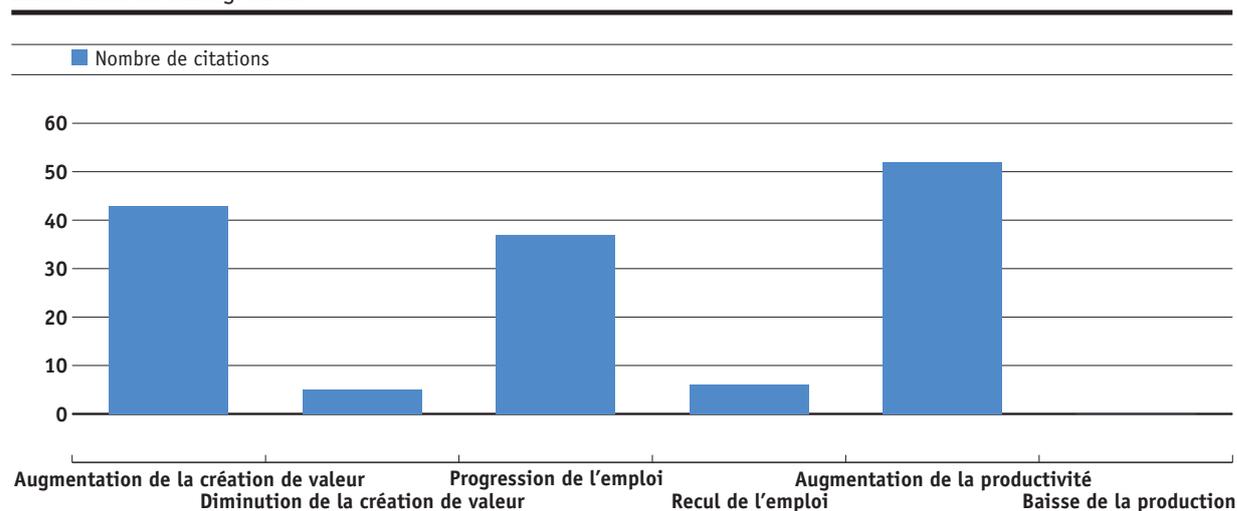
2 Résultats détaillés de l'enquête menée auprès des entreprises

2.1 Dynamique de croissance sur les marchés d'exportation

La grande majorité des entreprises interrogées (près de 70%) ont enregistré une croissance forte à nettement plus forte sur le marché des exportations que sur le marché domestique. Celles qui n'ont pas signalé de différence notable entre le chiffre d'affaires réalisé sur le marché intérieur et celui réalisé à l'étranger sont essentiellement des entreprises affichant une quote-part d'exportations très élevée.

Pour 18 des experts interrogés (soit 32%), la composition ou les modifications des conditions-cadres institutionnelles ont favorisé la pénétration de nouveaux marchés. Les *accords bilatéraux* et la *libre circulation des personnes* sont régulièrement mis en avant. En premier lieu, il convient de citer l'accès amélioré et simplifié au marché du travail européen et l'assouplissement des conditions de recrutement en Suisse. Néanmoins, les experts mentionnent également les simplifications engendrées par les transferts internes de main-d'œuvre par-delà les frontières nationales et la plus grande flexibilité qui en résulte du fait de l'internationalisation des structures de l'entreprise.

Graphique 1
Effets nets de l'intégration



Source: enquête BNS, octobre 2007

Economic Studies N°01/2007 ou Spyros Arvanitis et Heinz Holenstein, *Determinants of Swiss Firms R&D Activities at Foreign Locations*, KOF Working Papers N°127, 2006.

³ Ainsi, les résultats de plusieurs études à ce sujet sont confortés. Voir p. ex. Girma / Greenaway / Kneller, *Does exporting lead to better performance?*, University of Nottingham, 2002 ou Robert Jäckle, *Going multinational: What are the effects on home market performance?*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies N°03/2006; Sascha O. Becker, Marc-Andres Mündler, *The effect of FDI on job separation*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1:

En outre, deux autres facteurs sont cités comme des éléments positifs, à savoir l'élargissement de l'UE aux pays de l'Est entraînant un accès facilité à de nouveaux débouchés et à de nouveaux marchés d'approvisionnement, ainsi que les améliorations dans le cadre de l'OMC.

Enquête – démarche et échantillon

Démarche de l'étude

La présente enquête a été réalisée auprès d'un certain nombre d'entreprises, à partir d'un questionnaire rempli au cours d'une interview. Les entreprises ont été sélectionnées de manière à constituer un échantillon apte à fournir des informations sérieuses sur l'activité exportatrice, l'externalisation et le *global sourcing*. En conséquence, l'enquête n'est pas représentative; il s'agit plutôt d'une enquête réalisée auprès d'experts.

Structure de l'échantillon

Considéré d'un point de vue purement arithmétique (chiffre d'affaires: 340 millions de francs, nombre d'employés: 990), l'échantillon affiche une certaine distorsion en faveur des entreprises de taille supérieure à la moyenne. En revanche, si l'on trace une ligne médiane, les résultats (chiffre d'affaires: 120 millions de francs, nombre d'employés: 354) relèvent alors d'un paysage typique des PME suisses. Certes, la quote-part des exportations de 70% excède nettement la moyenne macroéconomique qui s'élève à près de 50%, mais comme la valeur macroéconomique de référence tient également compte de l'administration publique et d'autres services produits uniquement pour l'économie domestique, on peut estimer que l'échantillon couvre correctement l'industrie exportatrice suisse.

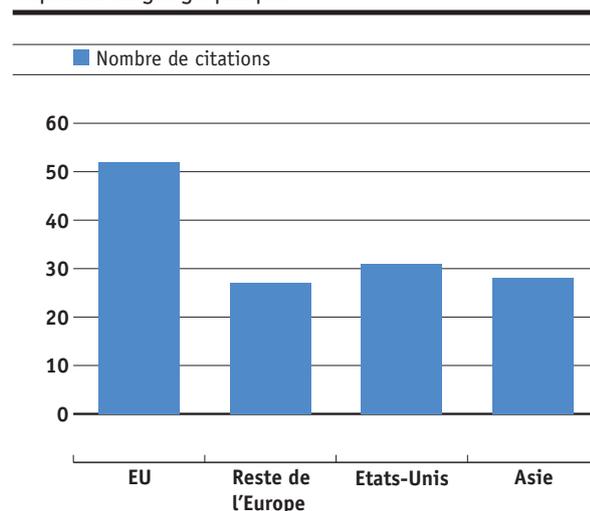
Dans leur grande majorité, les entreprises interrogées ne se contentent pas d'exporter uniquement dans un seul espace économique, mais poursuivent une stratégie exportatrice au niveau mondial. L'UE demeure le principal débouché. Si l'Europe de l'Ouest, les Etats-Unis et le Japon sont pour la plupart des partenaires commerciaux «de longue date», l'Europe de l'Est et le reste de l'Asie le sont devenus seulement à la fin des années 1990 ou au début des années 2000. Pourtant, ces derniers marchés ne cessent de gagner en importance.

2.2 Accès au marché, structures de distribution, motivations et gestion des risques

Lorsqu'une PME se lance pour la première fois dans les exportations ou qu'elle part à la conquête de nouveaux marchés, elle se trouve alors souvent confrontée à des obstacles encore jamais rencontrés. La collecte d'informations ou le suivi du marché constituent déjà en soi des défis importants pour ces entreprises qui, en raison de leur taille, ne disposent pas des spécialistes nécessaires. Sans compter les habitudes du marché, le pouvoir d'achat, les préférences, la concurrence, les conditions-cadres légales, les modalités de financement, pour n'en citer que quelques-uns. De multiples questions se posent également lors de la conquête de nouveaux débouchés: sous quelle forme doit-on pénétrer le marché, comment mettre en place des structures de distribution et comment les financer? A tout cela, s'ajoute une nouvelle fois, ou avec davantage de poids, la question du risque de change.

Il ressort de l'enquête que la *pénétration du marché* relève essentiellement de l'initiative individuelle des entreprises. Elles sont alors parfois soutenues par leurs partenaires ou un réseau propre (existence de relations avec les clients ou les fournisseurs). Dans les entreprises de plus grande taille ou dans le cas de sociétés affiliées ou membres d'un groupe, les autres entités du groupe leur mettent le pied à l'étrier et leur ouvrent l'accès aux nouveaux marchés. Si les partenaires ou les réseaux propres l'emportent nettement avec plus de 70% des

Graphique 2
Répartition géographique



Source: enquête BNS, octobre 2007

réponses, les organismes publics suisses comme l'OSEC ou les ambassades suisses (15%) ainsi que le soutien public par le biais d'institutions de la région-cible (10%) sont rarement évoqués.

Les *structures de distribution* évoluent avec le temps et proportionnellement à la pénétration effective du marché. Dans une première phase, des agents (30%) ou des représentants de l'entreprise (20%) défrichent habituellement le terrain. Les entreprises n'ouvrent des sociétés de distribution qu'une fois bien établies sur un marché. Ces dernières gagnent, à leur tour, rapidement en importance (35%). Pour les produits d'exportations, les installations et les systèmes jouent un rôle relativement considérable, alors que la «simple vente de produits au-delà des frontières nationales» est moins importante et soumise à une pression plus forte en matière de délocalisation. Il s'ensuit également une augmentation du poids des sociétés de services et d'ingénierie à l'étranger. La vente par Internet joue un rôle insignifiant. L'e-business rendrait, certes, la présence physique sur place superflue, du moins en ce que concerne la vente et la distribution, mais les entreprises ne le pratiquent quasiment pas de manière systématique.

Les *raisons qui motivent* le lancement ou l'intensification des exportations se répartissent de la manière suivante.

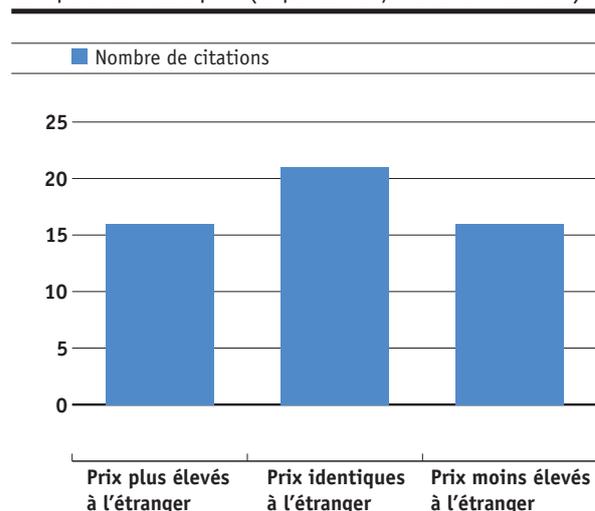
- Pour 34% des entreprises interrogées, il s'agit d'élargir leurs débouchés et leur secteur de marché pour accroître leur production et réaliser des économies d'échelle. Elles visent clairement la

réduction des coûts unitaires.

- Près de 20% des entreprises sondées réalisent des marges supérieures à l'étranger. Elles se spécialisent dans des niches et fabriquent souvent des équipements ou des systèmes pour lesquels il y a peu ou pas de produits comparables à la concurrence. Le producteur détient alors le pouvoir de fixer les prix (*pricing-power*).
- Quelque 45% des participants avancent d'«autres motifs», généralement le marché, la dynamique du marché et la proximité du client. Le principe *follow the customer* constitue une motivation centrale, surtout pour l'industrie des sous-traitants. Mais, des phénomènes de saturation en Suisse, parallèles à un accroissement de la demande sur les nouveaux marchés porteurs d'Europe de l'Est et d'Asie, sont également invoqués.
- Les entreprises de haute technologie signalent que les évolutions importantes dans les technologies des matériaux ou de production nécessitent des investissements conséquents en équipements pour rester à la pointe. Or, l'importante immobilisation de capital qui en résulte ne peut être refinancée sur le marché domestique restreint. A cet égard, la taille absolue du marché constitue ici le facteur déterminant, et non la dynamique du marché, ni les arguments de saturation ou de délocalisation.
- Enfin, les marchés d'exportation sont aussi sélectionnés sciemment en vue de diversifier les risques conjoncturels et politiques.

La question de la comparaison des prix pratiqués sur le marché domestique et à l'exportation a débouché sur des résultats intéressants. Seize entreprises (30%) ont déclaré facturer des prix plus élevés à l'étranger et seize autres des prix plus élevés en Suisse. Vingt et un participants (40%) n'ont indiqué aucune différence tarifaire. Les entreprises qui possèdent une marque particulièrement forte et prestigieuse, ou les entreprises qui, au vu de leur produit, misent sur leur «suissitude» (label *swissness*), relèvent souvent leurs prix à l'exportation. Les entreprises déclarant réaliser des marges supérieures et facturer des prix plus élevés à l'étranger indiquent que la teneur en valeur ajoutée des produits d'exportations est plus élevée que celle des produits commercialisés sur le marché intérieur. C'est la seule raison qui justifie la prospection des marchés étrangers. Les participants qui évoquent des prix comparables sur le marché suisse et les

Graphique 3
Comparaison des prix (exportation/marché intérieur)



Source: enquête BNS, octobre 2007

marchés étrangers argumentent exactement à l'inverse. Il s'agit pour la plupart d'acteurs spécialisés dans la fabrication de produits et non d'installations ou de systèmes. En outre, leurs produits et ceux de la concurrence sont largement homogènes et interchangeables. Ils disposent donc de peu de marge de manœuvre pour des discriminations tarifaires entre les marchés des différents pays et, en matière de fixation de leurs prix, réagissent généralement en fonction du comportement de la concurrence.⁴

Financement et cours de change – Gestion des risques des exportateurs

La majorité des entreprises interrogées financent leurs exportations (mise en place de structures et exploitation courante) grâce à leurs fonds propres. Ce phénomène traduit la volonté intrinsèque de nombreuses entreprises de s'assurer une indépendance financière au moyen d'un ratio élevé de fonds propres. En matière d'engagements à l'étranger s'ajoute également, comme le souligne l'étude, la trop grande retenue des banques indigènes, car leurs structures à l'étranger sont trop modestes pour permettre une gestion correcte des clients sur place.

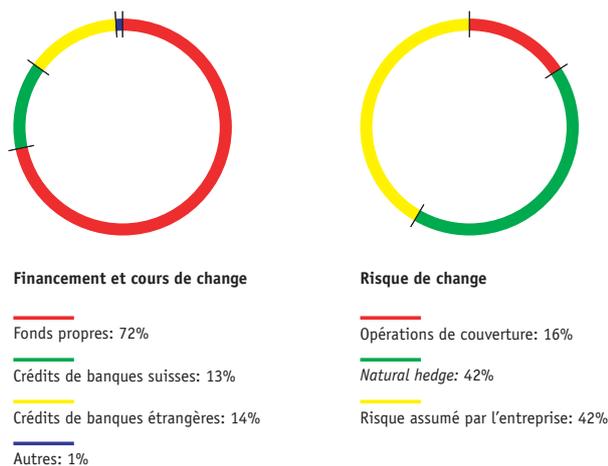
Le financement de la pénétration du marché et de la mise en place d'une structure depuis la Suisse est également qualifié de difficile, car les services de crédit ne disposent pas de connaissances suffisantes des marchés. Par ailleurs, le recours à des sécurités à l'étranger n'est probablement pas possible ou délicat à imposer. Les crédits des banques suisses n'entrent généralement en jeu que s'ils reposent sur des sécurités en Suisse. Dans ces conditions, de réels financements de la croissance sont donc difficiles à obtenir. De leur côté, les entreprises privilégient les banques locales sur les nouveaux marchés, notamment lorsqu'il s'agit de pays présentant des risques politiques élevés. Elles y estiment les frais de sortie plus faibles et les négociations plus faciles en cas d'intervention de l'Etat.

Les coopérations entre des exportateurs suisses et des acteurs locaux sur les marchés-cibles sont qualifiées de stratégies intéressantes. Elles semblent particulièrement prometteuses lorsque le savoir-faire technologique de l'exportateur se conjugue aux connaissances précises du marché détenues par le partenaire de coopération local. Les avantages opérationnels lors de la pénétration et de la prospection du marché résident dans le fait de

surmonter les déficits d'informations précédemment évoqués. En outre, une telle coopération semble être la condition sine qua non pour des opportunités de financement combinées. Les premiers investissements, souvent dans l'infrastructure, sont possibles grâce au partenaire local, tandis que le partenaire suisse assure le crédit d'exploitation avec ses banques d'affaires.

Les réponses concernant la gestion des risques de change sont étroitement liées aux réponses mentionnées ci-après et relatives au transfert des processus d'entreprise. Seulement 16% à peine des entreprises interrogées indiquent procéder à des opérations de couverture à l'aide d'instruments financiers modernes. La grande majorité d'entre elles déclarent assumer elles-mêmes le risque soit, dans le cas idéal, en budgétisant prudemment, soit en compensant sur la durée les gains et les pertes de change. Une partie du risque est atténuée par la possibilité d'acquiescer davantage de prestations en amont ou d'implanter à dessein des postes de coûts (*natural hedge*) dans l'espace monétaire dans lequel échoient les produits des exportations. Si l'on considère les différentes monnaies, il ressort que les entreprises assument surtout elles-mêmes le risque par rapport à l'euro ou le réduisent au moyen du *natural hedge*. Le dollar américain, par contre, les inquiète davantage. Le risque qu'il comporte est considéré comme plus important; en fait, le *hedging* n'entre en ligne de compte que pour les entreprises de plus grande taille.

Graphique 4
Financement et cours de change



⁴ Voir à ce sujet Andreas M. Fischer, Matthias Lutz, Manuel Wälti, *Who prices locally? Survey of evidence of swiss exporters*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series N°6442, 2007.

Source: enquête BNS, octobre 2007

2.3 Délocalisations et importations – Correction des effets positifs des exportations?

Délocalisations – Motivations et conséquences

Sur les 55 entreprises interrogées, 40 ont déclaré avoir transféré des fonctions de l'entreprise à l'étranger. Ces délocalisations concernent essentiellement des unités de production et la distribution. Ont également été mentionnés les processus de proximité avec le marché et la clientèle, comme l'entretien et la maintenance, les unités de réparations, l'emballage, la préparation et la confection ainsi que les processus de proximité avec la production, comme l'approvisionnement (*sourcing*) ou la préparation du travail. Il s'agit généralement de processus de création de valeur à fort coefficient de travail et pour lesquels les avantages comparatifs ne sont clairement pas en faveur de la place suisse. La délocalisation de ces processus modifie à peine la quote-part de la valeur ajoutée. Cette dernière s'élevait à 60-70% pour les entreprises interrogées et dépassait ainsi nettement la moyenne macroéconomique inférieure à 40% dans l'industrie manufacturière, selon le SECO.⁵

La proximité avec les acheteurs est la principale raison qui pousse les entreprises à délocaliser certaines étapes de la chaîne de valeur. Comme il ressort de quelques exemples de l'enquête, ce motif ne cesse de gagner en importance. Avec le traite-

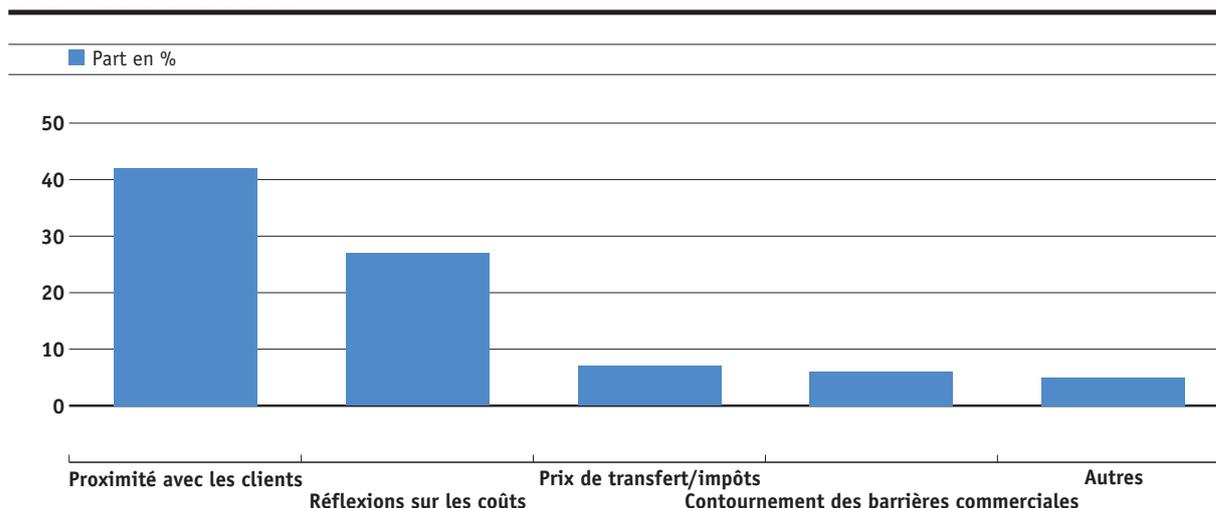
ment accru du marché des exportations, la question de savoir où délocaliser quels processus devient de plus en plus cruciale pour les entreprises. La proximité avec la clientèle paraît demeurer le principal argument, suivie des coûts en deuxième position. Et même si la plupart des entreprises s'efforcent de se positionner sur des niches présentant une faible élasticité-prix, la pression sur les prix et les coûts est élevée sur le marché mondial.

En dépit des accords internationaux, des obstacles au commerce subsistent ici et là. Produire localement permet de les contourner en partie. Une problématique similaire concerne les sous-traitants. Plusieurs entreprises de sous-traitance ont indiqué être poussées par leurs clients à délocaliser certaines parties de leur production dans les pays à bas salaires. Cette mesure est censée leur permettre d'abaisser les coûts de production pour augmenter la part des éléments locaux (*local content*) dans le produit final.

Augmentation des importations, mais pas d'«économie de bazar»

La moitié des représentants des entreprises interrogées ont déclaré s'attendre à un accroissement de leurs importations. Les matières premières et les produits semi-finis constituent l'essentiel des importations; les produits finis seulement 23%. Plus de 40% des importations sont intégrées comme prestations en amont dans les produits propres, 34% vont au consommateur final et 25% sont réexportées directement ou après transformation.

Graphique 5
Raisons de la délocalisation



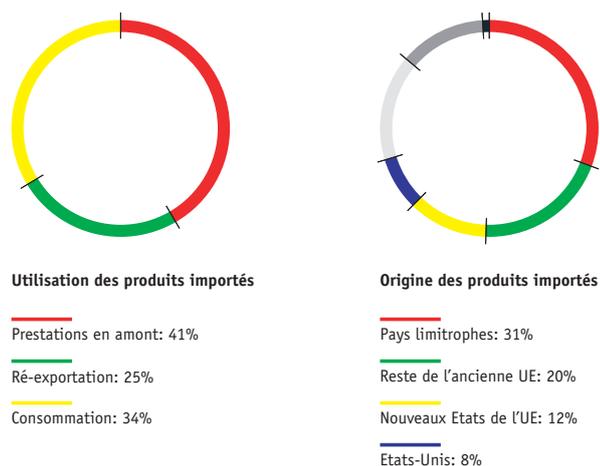
Source: enquête BNS, octobre 2007

⁵ SECO, *Outsourcing*, structure de la production et quote-part de la valeur ajoutée, dans «Les tendances conjoncturelles été 2007», p. 41ss.

Enfin, les entreprises ont été interrogées sur l'évolution des importations et de leur quote-part. Vingt-sept interlocuteurs ont annoncé s'attendre à une augmentation de la quote-part des importations. Celle-ci se justifie par la faiblesse des prix à l'importation (58%) et la meilleure qualité des produits importés (9%) comparés à la production locale. En outre, 33% ont précisé qu'on ne trouve pas (ou plus) les produits considérés en Suisse. De plus, il ressort de nombreux exemples que les entreprises ne s'approvisionnent plus en matières premières auprès d'un grossiste régional ou local, mais auprès de leurs propres fournisseurs ou de sociétés du groupe basés à l'étranger. Sans entrer plus avant dans le débat d'actualité, notamment en Allemagne, sur l'«économie de bazar»⁶, on peut toutefois affirmer que la présente enquête n'apporte aucun élément portant à croire que la Suisse est «un simple intermédiaire qui se contente de transborder des marchandises». Les produits importés sont soit des prestations en amont, soit ils sont destinés à la consommation. Ils peuvent également être réexportés après transformation.

Si l'on considère les marchés d'approvisionnement, les entreprises interrogées citent en moyenne deux pays ou régions économiques pour leurs importations. Ainsi, les zones d'approvisionnement sont un peu moins diversifiées que les zones d'écoulement. En termes de volumes importés, les économies limitrophes de la Suisse et les autres pays de l'ancienne UE sont les plus gros fournisseurs. Toutefois, ici encore, on assiste à une nette tendance vers un transfert des importations depuis les nouveaux pays de l'UE et l'Asie.

Graphique 6
Nature, usage et origine des produits importés



6 H.-W. Sinn, *Die Basar-Ökonomie – Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht?*, Econ 2005.

3 Conclusion

Il ressort de l'enquête réalisée auprès des dirigeants de 55 entreprises exportatrices suisses que l'intégration dans l'économie mondiale est très avancée et qu'elle continue d'évoluer en bénéficiant d'une forte dynamique. Elle comprend la projection des débouchés et des marchés d'approvisionnement au même titre que la fragmentation de la chaîne de création de valeur et la décentralisation de processus partiels.

Les entreprises sont exposées à la concurrence, elles se concentrent sur des niches et des activités à forte valeur ajoutée. Leur croissance est plus forte sur les marchés d'exportations que sur le marché domestique, et elles s'approvisionnent en produits intermédiaires à l'étranger à des prix avantageux.

La place suisse tire avantage de la situation, car elle est le site de production des activités fortement créatrices de valeur (à l'inverse des activités à fort coefficient de travail). En outre, des investissements sont effectués pour ses infrastructures domestiques en complément des investissements réalisés à l'étranger, et les entreprises de sous-traitance se transforment également en entreprises très spécialisées.

Au total, les entreprises montrent que, grâce à cette évolution et malgré les investissements réalisés à l'étranger, elles ont amélioré leur création de valeur, augmenté leurs effectifs et accru leur productivité en Suisse. Elles confirment ainsi les résultats de nombreuses enquêtes selon lesquels les entreprises qui réussissent à l'étranger créent un nombre d'emplois supérieur à la moyenne sur leur marché d'origine. L'intégration globale dans l'économie mondiale renforce la compétitivité et le potentiel de croissance de l'économie suisse.

Globalisation, markups and the natural rate of interest

Jean-Marc Natal et Nicolas Stoffels
Working Paper 2007-14

Au cours des quatre dernières années, les taux d'intérêt réels se sont maintenus à un niveau inhabituellement bas bien que l'économie mondiale ait connu une forte croissance en comparaison historique. Les explications les plus courantes de cette «énigme» se basent dans une large mesure sur les imperfections des marchés des capitaux. Selon une hypothèse répandue, l'économie mondiale présenterait notamment un trop-plein d'épargne par rapport aux possibilités d'investissement limitées. Autre supposition avancée: le faible rendement réel des emprunts serait dû à la baisse des primes de risque.

Les auteurs de la présente étude proposent d'aborder cette question sous un angle complémentaire: ils expliquent le bas niveau des taux d'intérêt réels en se fondant exclusivement sur l'évolution des marchés des biens. La mondialisation – modélisée comme l'intégration accrue du commerce des biens (et des services) en raison de la réduction des frais de négoce – a conduit à une érosion des marges commerciales des entreprises dans le monde entier. Ce phénomène a provoqué à son tour la baisse d'une variable qui, bien que non observable, constitue un élément clé de la conduite de la politique monétaire: le taux d'intérêt réel naturel, soit le taux d'intérêt nécessaire pour que la demande globale coïncide avec l'offre globale tout en évitant une accélération de l'inflation.

L'«énigme» du faible niveau du rendement réel des emprunts peut ainsi être réinterprétée comme étant le reflet du recul continu du taux d'intérêt réel naturel, c'est-à-dire du repli des taux d'intérêt réels à court terme attendus dans le futur.

En se basant sur un modèle dynamique d'équilibre général à deux pays permettant une élasticité de substitution variable entre les biens, les auteurs proposent deux thèses principales:

1. La mondialisation a, de par son influence sur les marges des entreprises, des conséquences potentiellement significatives sur le taux d'intérêt naturel.
2. L'évolution de la mondialisation et des marges peut avoir contribué à expliquer l'«énigme» du bas niveau des taux d'intérêt mondiaux: le durcissement le plus récent de la concurrence à l'échelle mondiale a conduit à une réduction des marges (unitaires) et à la croissance de la production. L'augmentation inattendue des revenus a favorisé l'épargne, entraînant le recul des taux d'intérêt réels.

Information sharing and credit: Firm-level evidence from transition countries

**Martin Brown, Tullio Jappelli
et Marco Pagano**
Working Paper 2007-15

Pour examiner une demande de crédit, les banques peuvent se procurer elles-mêmes des informations de première main sur le demandeur ou se renseigner auprès des bailleurs de fonds ayant déjà eu affaire à ce dernier. L'échange d'informations entre les banques s'effectue généralement par l'intermédiaire de services d'information sur les crédits, qui sont soit publics (public credit registries), soit privés (private credit bureaus). Il semble que le partage d'informations soit d'une importance cruciale pour la performance du marché du crédit dans les pays où le droit des sociétés et la protection des créanciers sont peu développés. Le manque de transparence des rapports publiés par les entreprises, résultant de l'insuffisance du droit des sociétés, accroît l'asymétrie d'information dans les relations entre emprunteurs et prêteurs, ce qui réduit la propension des banques à accorder des prêts. En outre, lorsque la protection des droits des créanciers est faible, les banques sont moins disposées à octroyer des prêts aux entreprises à risque étant donné que l'exécution des contrats est onéreuse, voire impossible.

La présente étude met en lumière le rôle de l'échange d'informations entre les banques dans les pays où le droit des sociétés et la protection des créanciers sont embryonnaires. Elle analyse, dans vingt-quatre économies émergentes d'Europe de l'Est et de l'ex-Union soviétique, la mesure dans laquelle les services publics ou privés d'information sur les crédits influencent la disponibilité et le coût des crédits accordés aux entreprises. Sont utilisées pour cette étude les informations des entreprises concernant l'accès au crédit et le coût du crédit, tirées de l'enquête *Business Environment and Enterprise Performance Survey* (BEEPS) menée par la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et la Banque mondiale auprès d'un échantillon d'entreprises vaste et représentatif. Ces données spécifiques aux entreprises sont liées aux indicateurs d'échange d'informations à l'échelon national, provenant de la base de données Doing Business de la Banque mondiale/Société financière internationale.

Les résultats de cette étude montrent que, en moyenne, l'échange d'informations s'accompagne d'une meilleure disponibilité des crédits et de coûts moins élevés. En outre, la corrélation entre la disponibilité des crédits et l'échange d'informations est plus forte pour les entreprises opaques que pour les entreprises transparentes, la transparence étant définie comme le fait de recourir à des réviseurs externes et d'adopter des normes comptables internationales. Ce constat rejoint l'opinion selon laquelle l'échange d'informations est particulièrement utile aux banques pour évaluer les demandeurs de crédit, dont le contrôle serait sinon trop coûteux. Les résultats de l'analyse révèlent par ailleurs que la relation entre l'échange d'informations d'une part et la disponibilité et le coût des crédits d'autre part est plus marquée dans les pays qui offrent un cadre juridique incertain. Cette constatation confirme l'hypothèse selon laquelle l'échange d'informations est notamment utile aux banques des pays où les carences du droit des sociétés et de la législation en matière d'insolvabilité ont pour corollaire l'augmentation du coût de l'examen des clients et de l'exécution des contrats.

Who prices locally?

**Andreas M. Fischer, Matthias Lutz
et Manuel Wälti**
Working Paper 2007-16

Les caractéristiques propres aux entreprises expliquent-elles pourquoi certains exportateurs appliquent des stratégies pricing-to-market (PTM) et d'autres non? Nombre de recherches antérieures ont surtout mis l'accent sur les facteurs spécifiques des pays et des secteurs pour expliquer la discrimination de prix internationale. Le présent document de travail par contre examine l'importance des caractéristiques propres aux entreprises. Il juge par exemple concevable que les gros exportateurs soient plus enclins à fixer leurs prix en fonction du marché local que les petits. Cela s'explique par plusieurs raisons. La première, manifeste, est que les gros exportateurs alimentent vraisemblablement plus de marchés que les petits, qui se concentrent éventuellement sur un seul marché ou un seul acheteur, notamment dans le domaine des biens intermédiaires. Deuxièmement, plus la part du chiffre d'affaires total issue de l'exportation est élevée, plus les exportateurs ont tendance à équilibrer l'exposition au taux de change et les avantages d'une tarification adaptée aux conditions du marché. Troisièmement, il semblerait que des coûts soient engendrés en rapport avec la discrimination de prix internationale.

Afin de vérifier l'hypothèse selon laquelle les caractéristiques intrinsèques des entreprises – notamment leur taille – sont des facteurs décisifs intervenant dans le choix de la mise en œuvre ou non d'une stratégie PTM, nous avons utilisé les données transversales de l'enquête sur les exportateurs suisses réalisée en 2006 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF). Cette enquête a permis de déterminer si les sociétés exportatrices interrogées appliquaient des prix différents sur leurs marchés d'exportation et, le cas échéant, si cette différenciation était motivée par les conditions tarifaires des marchés locaux ou par d'autres facteurs. Le présent document de travail compte parmi les rares études à recourir à des informations qualitatives issues d'enquêtes sur la segmentation des prix effectuées auprès de plusieurs entreprises. L'analyse économétrique utilise un modèle probit régressant une variable binaire de segmentation des prix sur des informations spécifiques aux entreprises tout en tenant compte des coûts de transport et de la concurrence sur le marché local.

Les résultats de l'enquête menée auprès des sociétés exportatrices suisses montrent qu'il existe une corrélation entre la taille des entreprises et les prix à l'exportation. Les grandes entreprises ont davantage tendance à définir leur politique de prix en fonction des conditions du marché local que les petites. Cela signifie que les grandes entreprises, si elles sont davantage exposées au risque de change que les petites, bénéficient d'un meilleur positionnement sur les marchés locaux.

Safe Haven Currencies

Angelo Ranaldo et Paul Söderlind
Working Paper 2007-17

Tandis que les médias et la littérature concernant les marchés financiers font souvent référence aux «valeurs refuge», les publications scientifiques sur ce sujet sont plutôt rares. Le présent document se propose de combler cette lacune. En se concentrant sur les marchés des changes, il met en lumière les caractéristiques qui font de certaines monnaies des valeurs refuge. Il tente plus particulièrement de répondre à deux questions: premièrement, quelles monnaies peuvent effectivement être considérées comme des valeurs refuge et deuxièmement, comment les effets de sécurité se matérialisent-ils? Pour répondre à la première question, les auteurs ont mené une analyse empirique qui relie les profils risque/rendement des monnaies aux marchés des actions et des obligations. La spécification empirique dénombre deux éléments essentiels des valeurs refuge. Le premier concerne les dépréciations des monnaies refuge dues au recul progressif de l'aversion au risque typique des marchés des actions haussiers. Le second fait intervenir des scénarios de risque plus extrêmes, notamment lorsque la perception du risque augmente brusquement.

Afin d'illustrer la façon dont les effets de sécurité se matérialisent, le présent document étudie les caractéristiques des valeurs refuge et de leur fonctionnement. Il révèle l'existence de relations systématiques entre l'augmentation du risque, les baisses boursières et l'appréciation des monnaies refuge. Il montre en outre que ce mécanisme de transmission risque/rendement intervient dans un délai pouvant aller d'une dimension intra-journalière (intraday) à plusieurs jours.

L'étude aboutit à deux résultats principaux. Tout d'abord, elle montre que le dollar des Etats-Unis se déprécie lorsque la propension au risque sur les marchés financiers décroît. Au contraire, le franc suisse et, dans une moindre mesure, le yen japonais et l'euro possèdent des caractéristiques évidentes de monnaies refuge. En particulier, le franc suisse s'apprécie systématiquement pendant les corrections des marchés des actions internationaux et les hausses de la perception du risque. Ensuite, si les effets des valeurs refuge sont manifestes dans les données horaires aussi bien qu'hebdomadaires, il semble qu'ils soient plus importants à des fréquences de un à deux jours. Par ailleurs, ce document contribue à éclairer certains thèmes actuels largement controversés tels que le carry trade, la fuite vers la qualité et les phénomènes de contagion.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

La Banque nationale suisse a décidé, le 13 mars 2008, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour dépôts en francs. Elle a annoncé son intention de maintenir le Libor à trois mois, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

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

Banque nationale suisse, 2008
Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Prix

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

Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse

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

Langues

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

Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français:

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

allemand:

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

anglais:

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

Internet

www.snb.ch