

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2009

27^e année

Contenu

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
46	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
50	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hansueli Raggenbass
54	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Jean-Pierre Roth
60	SNB Working Papers: résumés
64	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

Le ralentissement conjoncturel mondial s'est accentué au premier trimestre. Dans les pays industrialisés, la performance économique (mesurée au PIB) a enregistré un fort recul sur un large front. Le repli des investissements s'est poursuivi, et les stocks ont été réduits après l'augmentation involontaire du trimestre précédent. Plusieurs signes indiquent qu'une reprise progressive devrait s'amorcer au second semestre. La situation sur les marchés monétaires et financiers s'est nettement améliorée. Le contexte économique général reste toutefois difficile.

En Suisse, la récession s'est sensiblement aggravée au cours des premiers mois de l'année. La dégradation de la conjoncture se reflète en premier lieu dans la baisse rapide du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière, dans la diminution persistante de la valeur ajoutée dans les secteurs de la finance et des assurances ainsi que dans des indicateurs importants du marché du travail.

Pour le second semestre de 2009, la Banque nationale suisse (BNS) table sur une stabilisation de la production dans la zone euro et sur des taux de croissance positifs aux Etats-Unis et au Japon. Dans ces conditions, on peut compter en Suisse sur une stabilisation progressive des exportations de biens. Les investissements en constructions devraient même connaître une légère reprise. En ce qui concerne les autres composantes de la demande intérieure finale, il faut en revanche s'attendre à une nouvelle baisse. Pour toute l'année 2009, la BNS continue de prévoir un recul du PIB compris entre 2,5% et 3%.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de juin, la Banque nationale a décidé de maintenir la politique de relâchement des conditions monétaires mise en place en mars dernier. Elle a donc laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant d'amener progressivement le Libor à un niveau proche de 0,25%. Elle continuera d'alimenter généreusement l'économie en liquidités et d'acquérir des obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme des débiteurs privés. La Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation du franc face à l'euro.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 46)

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés en avril et en mai 2009 avec quelque 180 représentants de divers secteurs et branches de l'économie ont donné l'image d'une nouvelle détérioration de la situation économique. Si, dans un premier temps, la crise a surtout touché l'industrie exportatrice et le

secteur financier, elle a gagné peu à peu le marché intérieur au cours des derniers mois. Les différences restent toutefois importantes: la marche des affaires des sociétés exportatrices était indéniablement plus mauvaise que celle des entreprises axées sur le marché intérieur. Au niveau des branches, l'industrie des biens d'équipement a enregistré le plus fort recul. En revanche, la majorité des entreprises de la construction et du commerce de détail se portaient plutôt bien jusqu'à présent en comparaison, même si ces branches ont elles aussi nettement perdu de leur vigueur. La plupart des partenaires commerciaux ont fait état de perspectives sombres. Seule une minorité table sur une amélioration de la situation au second semestre.

Assemblée générale des actionnaires (page 50)

Lors de l'Assemblée générale du 17 avril 2009, Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la BNS, est revenu sur les mesures visant à consolider le bilan d'UBS, annoncées en octobre 2008. Il a également exposé le rôle du Conseil de banque dans le cadre de la société à but spécial fondée récemment ainsi que l'établissement des comptes et la gestion des actifs illiquides. Le Conseil de banque doit assumer des tâches importantes en rapport avec la société à but spécial, dans le cadre de ses fonctions de surveillance et de contrôle. Ces tâches découlent de sa responsabilité, d'une part, en matière de surveillance et de contrôle de la comptabilité et, d'autre part, sur le plan de la surveillance et de l'évaluation de la gestion des risques et du processus de placement.

Dans son exposé, Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale de la BNS, a évoqué les difficultés rencontrées par la Banque nationale en 2008 dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, les mesures de consolidation d'UBS, l'extension de la crise à l'économie réelle et les perspectives économiques pour 2009. Face à la propagation de la crise, la BNS a réagi rapidement en assouplissant fortement sa politique monétaire afin d'alléger les conditions de crédit et de décourager les placements en francs. De plus, le franc s'étant fortement revalorisé entre octobre 2008 et mars 2009, la BNS a dû intervenir sur le marché des changes pour la première fois depuis 15 ans.

SNB Working Papers (page 60)

Résumés de trois articles: Thomas Bolli et Mathias Zurlinden, *Measurement of labour quality growth caused by unobservable characteristics*, SNB Working Paper 2009-1; Martin Brown, Steven Ongena et Pinar Yeşin, *Foreign currency borrowing by small firms*, SNB Working Paper 2009-2; Matteo Bonato, Massimiliano Caporin et Angelo Rinaldo, *Forecasting realised (co)variances with a block structure Wishart autoregressive model*, SNB Working Paper 2009-3.

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 juin 2009

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-juin 2009.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
10	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
16	2.1 Evolution du PIB
17	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
20	2.3 Emploi et marché du travail
22	2.4 Utilisation des capacités de production
24	2.5 Prix
27	2.6 Perspectives économiques
28	3 Evolution monétaire
28	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des 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
37	3.5 Crédits
39	4 Prévision d'inflation de la BNS
39	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
41	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
39	La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il explique l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique 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 que la Direction générale a effectué en juin 2009. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation» tiennent compte des décisions de politique monétaire que la Direction générale a prises jusqu'à la mi-juin 2009.

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

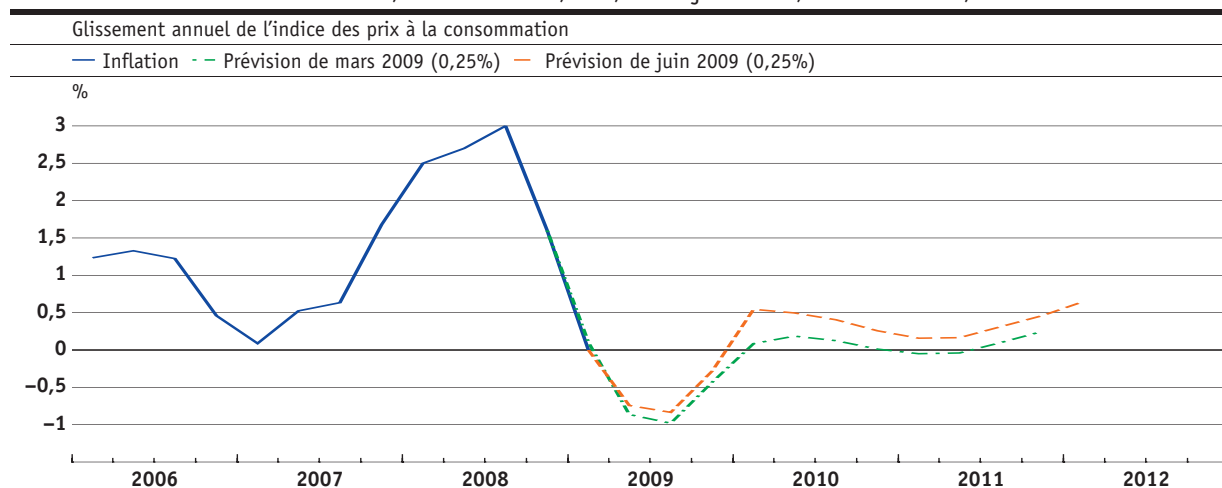
Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 18 juin 2009, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle maintenait la politique de relâchement des conditions monétaires mise en place en mars dernier. Les perspectives en matière d'évolution des prix exigent la poursuite d'une politique monétaire résolument expansionniste. Malgré l'apparition de quelques signes positifs, la situation économique internationale demeure défavorable et une nouvelle dégradation conjoncturelle ne peut être exclue. En Suisse, la situation économique est difficile; le risque d'une déflation s'est atténué, mais reste présent.

La Banque nationale a donc laissé inchangée la marge de fluctuation du Libor à 0%–0,75%. Son

objectif reste d'amener progressivement ce taux dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. Elle continuera d'alimenter généreusement l'économie en liquidités et d'acquiescer des obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme de débiteurs privés. La Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation du franc face à l'euro.

Ce faisant, la Banque nationale entend non seulement contrecarrer les risques de déflation, mais aussi limiter ceux d'une aggravation supplémentaire de la situation conjoncturelle. En continuant à s'orienter à l'aide d'une prévision d'inflation, elle s'assure que les mesures exceptionnelles actuellement en vigueur ne compromettent pas la stabilité des prix à moyen et long terme.

Prévisions d'inflation de mars 2009, avec Libor à 0,25%, et de juin 2009, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Prévisions d'inflation de mars 2009 et de juin 2009

Inflation annuelle moyenne en %	2009	2010	2011
Prédiction de mars 2009, Libor à 0,25%	-0,5	0,1	0,1
Prédiction de juin 2009, Libor à 0,25%	-0,5	0,4	0,3

Source: BNS.

1 Environnement international

Le ralentissement conjoncturel mondial s'est accentué au premier trimestre. Dans les pays industrialisés, la performance économique mesurée au PIB s'est fortement contractée sur un large front. Des pays à vocation exportatrice tels que l'Allemagne ou le Japon ont même enregistré une baisse à deux chiffres de leur PIB. Le repli des investissements s'est poursuivi, et les stocks ont été réduits après l'augmentation involontaire du trimestre précédent. Depuis le début de la récession, le PIB a diminué de 2,3% aux Etats-Unis, de 4,8% dans la zone euro et de 8% au Japon. Dans les pays du G7, le renchérissement est passé en dessous de zéro, principalement sous l'effet de la réduction des prix de l'énergie.

Plusieurs signes indiquent qu'une reprise progressive devrait s'amorcer au second semestre. La situation sur les marchés monétaires et financiers s'est nettement améliorée. En particulier, la forte diminution des écarts de rendement sur le marché interbancaire démontre que le risque systémique du secteur bancaire s'est réduit dans la perception des acteurs du marché, notamment aux Etats-Unis. En outre, les impulsions monétaires et budgétaires produisent des effets de plus en plus perceptibles. Le moral des ménages et des entreprises s'est notablement amélioré, du moins aux Etats-Unis et en Asie. Sur ce dernier continent, on observe une reprise du commerce extérieur, jusque-là morose, et de la production industrielle. La confiance croissante se traduit par une hausse des prix des matières premières. Après avoir atteint un niveau bas au début du mois de mars, les cours des actions ont eux aussi

progressé globalement d'environ 40%, tandis que les titres moins risqués ont perdu de leur attrait. Les rendements des emprunts d'Etat ont augmenté en conséquence au cours des derniers mois.

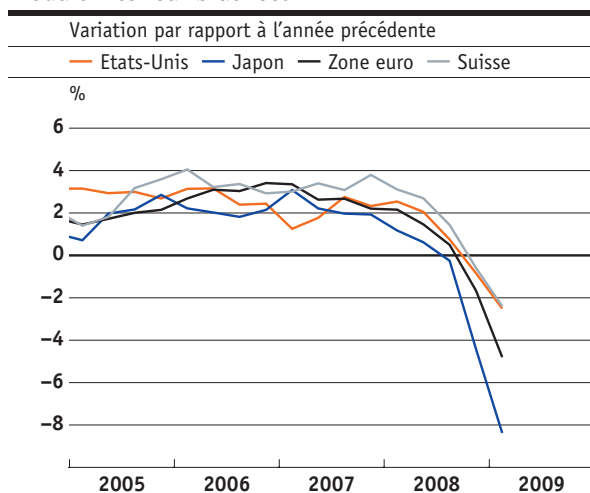
Le contexte économique général reste toutefois difficile. Les effets négatifs de la baisse des prix de l'immobilier sur la consommation et sur les investissements ainsi que le maintien de conditions de financement restrictives pour les ménages et les entreprises se font toujours sentir. Dans certains pays, il faut s'attendre à de nouvelles corrections sur le marché immobilier. La hausse du chômage devrait elle aussi se poursuivre et peser sur la consommation privée. La consolidation des budgets publics, qui se sont nettement détériorés, devrait demander plusieurs années.

La BNS évalue la conjoncture internationale à peu près de la même façon que le trimestre précédent. Elle a certes revu à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2009 suite au recul plus fort que prévu de la production au premier trimestre, mais les a laissées pratiquement inchangées pour 2010. Seules les perspectives de croissance pour le Japon sont plus favorables en 2010, notamment en raison de mesures budgétaires supplémentaires. Une grande incertitude continue toutefois de peser sur les prévisions.

Chute de la croissance aux Etats-Unis

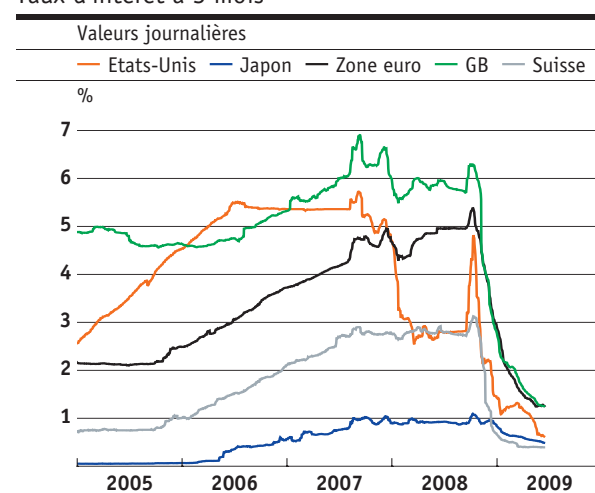
Le PIB des Etats-Unis a reculé de 5,7% au premier trimestre, après avoir accusé un repli tout aussi marqué au trimestre précédent (-6,3%). Ces deux trimestres réunis enregistrent la chute de croissance la plus forte depuis 1958. La contraction observée au

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



Sources: SECO et Thomson Datastream.

Graphique 1.2
Taux d'intérêt à 3 mois



Source: Thomson Datastream.

premier trimestre s'explique surtout par le ralentissement des investissements et des exportations ainsi que par une réduction sensible des stocks. La consommation privée s'est stabilisée, après avoir subi deux fortes baisses consécutives. La situation s'est encore détériorée sur le marché du travail. Entre février et mai, le nombre d'emplois a reculé de 1,5 million, tandis que le taux de chômage a de nouveau progressé de 1,3 point de pourcentage pour s'établir à 9,4%.

L'amélioration des résultats des enquêtes menées auprès des consommateurs et des producteurs et la stabilisation des entrées de commandes laissent présager un ralentissement de la contraction au deuxième trimestre. L'économie devrait se redresser légèrement durant le second semestre, mais son rythme de croissance restera vraisemblablement inférieur à celui du potentiel de production. Face à cette évolution, la sous-utilisation des capacités de production s'amplifiera. La chute des prix de l'immobilier et la hausse du chômage accroîtront encore le taux d'épargne et pèseront sur la consommation. Peu d'impulsions de croissance sont attendues à court terme du côté des investissements commerciaux. La situation reste tendue sur le marché immobilier. Le nombre des ventes de maisons semble ne se stabiliser que progressivement, tandis que les prix de l'immobilier résidentiel poursuivent leur baisse et que la construction de logements continue à diminuer.

Dans un premier temps, les impulsions positives devraient provenir essentiellement des dépenses publiques et des stocks. Le paquet fiscal pour les années 2009 et 2010, qui représente 4,1% du PIB, soulagera en partie les ménages et les entreprises, mais aura pour conséquence une hausse

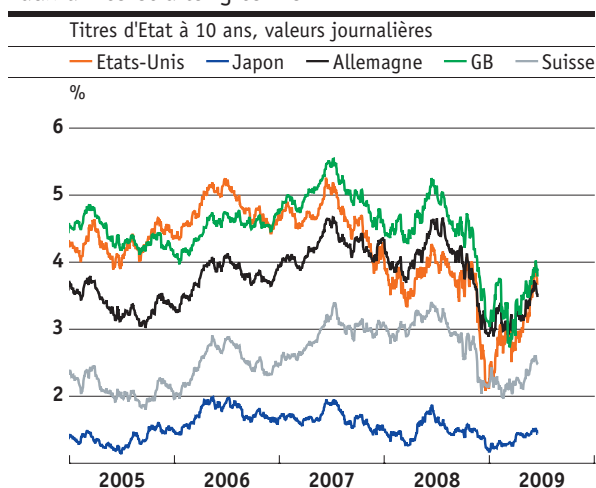
significative du déficit budgétaire de l'Etat. Pour 2009, la BNS prévoit actuellement une contraction du PIB de -2,8% aux Etats-Unis; en mars, sa prévision était de -1,8%.

Récession plus profonde dans la zone euro

Dans les pays de la zone euro, le PIB s'est contracté de 9,7% au premier trimestre 2009, soit nettement plus que durant la période précédente. Ce quatrième trimestre consécutif de récession affiche certainement la baisse de production la plus importante depuis la Seconde Guerre mondiale. L'effondrement de la conjoncture a été particulièrement marqué en Allemagne, où le PIB a diminué de 14,4%. Les Pays-Bas et l'Italie ont eux aussi vu leur PIB se contracter sensiblement. Les exportations vers les pays émergents ont connu un important repli. En raison du niveau historiquement bas du taux d'utilisation des capacités industrielles et des perspectives incertaines en termes de demande, le recul des investissements s'est accéléré. Les entreprises ont rapidement réduit leurs stocks, et la consommation privée a elle aussi fortement baissé. Les incitations étatiques à l'achat de biens de consommation durables (en particulier des automobiles) ainsi que le faible niveau de l'inflation ont bien eu des effets positifs, mais la rapide hausse du chômage a créé un sentiment d'incertitude parmi les consommateurs. Au cours de la période d'expansion de 2005 à 2008, le nombre de chômeurs avait diminué de plus de 2,5 millions; durant la récession actuelle, ce recul a déjà été largement annulé.

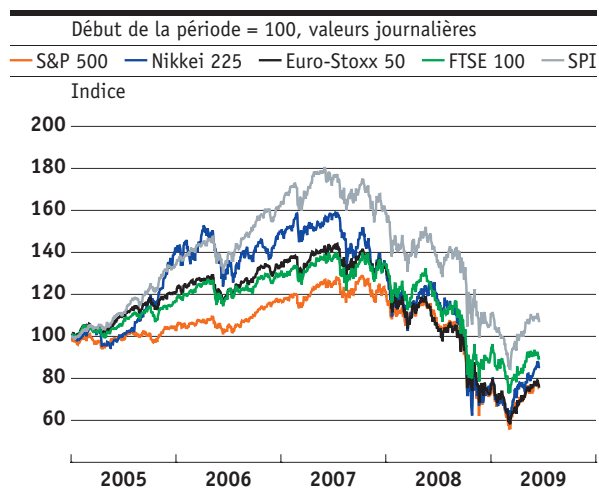
Les enquêtes relatives à la marche des affaires réalisées les mois passés indiquent un revirement

Graphique 1.3
Taux d'intérêt à long terme



Source: Thomson Datastream.

Graphique 1.4
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Datastream.

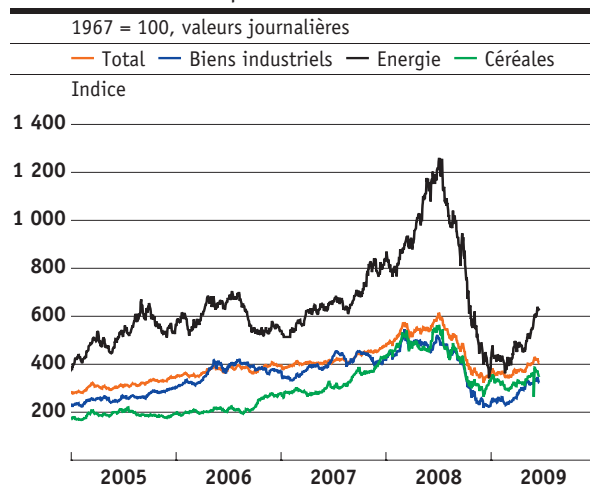
de tendance. L'appréciation portée sur les entrées de commandes dans l'industrie se fait moins pessimiste, et les attentes en matière de production ont été corrigées à la hausse. En outre, la proportion de banques commerciales qui ont durci les conditions de crédit pour les prêts commerciaux et les crédits à la consommation a diminué. Compte tenu du fait que les impulsions découlant des plans de relance s'intensifieront à partir du milieu de l'année, la phase la plus aiguë de la récession devrait être dépassée. Les exportations ont de nouveau augmenté en février et en mars; après la chute brutale subie durant le semestre d'hiver, elles devraient pouvoir se redresser assez rapidement si la détente amorcée dans le secteur financier persiste à l'échelle mondiale et que la valeur externe de l'euro reste stable. Les corrections de stocks effectuées par les entreprises, la faible propension à investir et l'augmentation continue du chômage devraient toutefois freiner la croissance. Pour 2009, la BNS prévoit une contraction du PIB de $-4,6\%$ dans la zone euro, alors qu'elle tablait en mars sur un recul de $-2,7\%$.

Creux cyclique au Japon ...

Contre toute attente, le PIB japonais, en recul depuis le deuxième trimestre 2008, s'est fortement dégradé au premier trimestre 2009 ($-14,2\%$) et s'est ainsi établi à un niveau inférieur de $8,8\%$ à celui atteint un an auparavant. Le PIB a chuté sur un large front; le repli des exportations et des investissements en biens d'équipement, qui se sont inscrits à leur niveau du début de 2003, a été déterminant. La contribution du commerce extérieur explique environ pour moitié cette baisse du PIB.

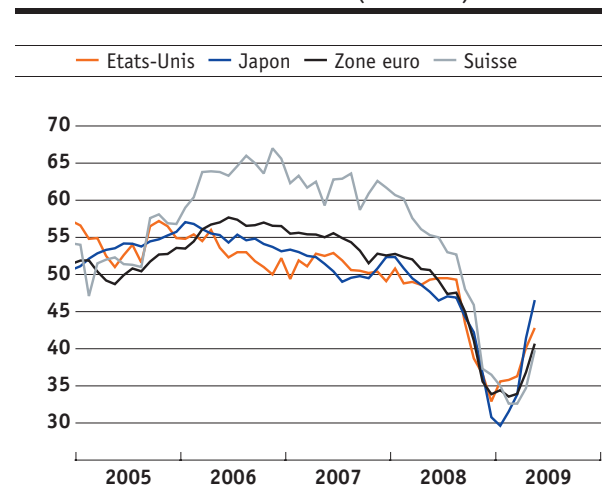
Le PIB devrait avoir atteint son niveau le plus bas au premier trimestre. Dans l'industrie manufacturière, les signes annonciateurs d'une stabilisation se multiplient. La production industrielle, qui était tombée au niveau du début des années quatre-vingt, s'est fortement accrue en mars et en avril. Selon les enquêtes réalisées, les entreprises prévoient d'augmenter encore leur production au cours des prochains mois; par ailleurs, l'indice de confiance, qui avait atteint il est vrai des planchers historiques, remonte depuis le début de l'année de façon lente mais continue, indépendamment des secteurs et de la taille des entreprises. Des signes de reprise sont perceptibles justement dans l'industrie d'exportation, durement touchée, qui subit encore les effets de l'appréciation notable du yen entre la mi-2008 et le début de 2009: les exportations sont en effet restées stables en mars et ont nettement progressé en avril. Au deuxième trimestre, le secteur extérieur pourrait de nouveau apporter une contribution positive à la croissance du PIB. Durant le reste de l'année, les effets des mesures budgétaires devraient être plus importants. Le plan de relance voté au mois d'avril de cette année, d'un montant de 15 400 milliards de yens (soit environ 3% du PIB), est le quatrième sur une courte période et le plus important de tout l'après-guerre. Les mesures d'économie et la réduction des projets d'investissement décidées suite aux baisses de bénéfice enregistrées au cours des trimestres précédents continueront cependant de peser sur le marché du travail et freiner la consommation des ménages. Enfin, le taux de chômage a poursuivi sa hausse au cours des derniers mois pour s'inscrire à $5,0\%$ en avril.

Graphique 1.5
Indice des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Datastream.

Graphique 1.6
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream.

La BNS a révisé à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie japonaise pour 2009. Elle prévoit actuellement un recul du PIB de $-6,8\%$, contre $-3,9\%$ en mars. Pour 2010, les prévisions de croissance sont toutefois plus favorables, ce qui s'explique essentiellement par les effets du plan de relance supplémentaire.

... et dans les économies émergentes d'Asie

En Chine, la croissance a de nouveau fléchi au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, pour s'inscrire à $6,1\%$. Ce repli s'explique principalement par un effet de base négatif. En réalité, l'économie chinoise devrait avoir franchi le creux de la vague. Déjà réalisées en partie, les dépenses d'infrastructure et les incitations de l'Etat à la consommation prévues dans le plan de relance massif pour les années 2009 et 2010 produisent des effets toujours plus perceptibles. La production industrielle s'accroît, et des indicateurs avancés de l'industrie manufacturière indiquent que celle-ci poursuit sa progression. L'accélération des investissements se reflète dans la forte augmentation des crédits observée depuis le début de l'année, les nouveaux crédits étant toutefois de plus en plus destinés à financer des projets d'infrastructure. A la fin du mois de mai, le gouvernement chinois a arrêté d'autres mesures de relance sous la forme de subventions essentiellement destinées à stimuler la consommation de biens durables.

Au premier trimestre, les « quatre dragons asiatiques », soit la Corée, Taiwan, Hong Kong et Singapour, ont vu leur PIB se contracter de 7% en moyenne par rapport à la même période de l'année

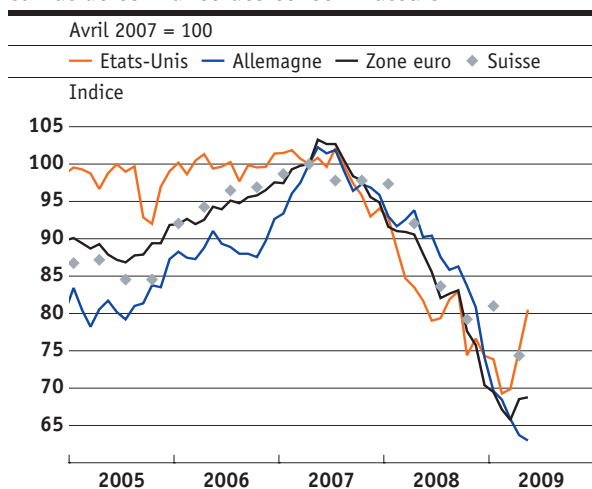
précédente, alors que la baisse du PIB se chiffrait à $-3,9\%$ au plus profond de la crise asiatique de 1998. Ces pays devraient ainsi avoir atteint leur creux cyclique. La production industrielle s'est redressée depuis le début de l'année pour regagner, jusqu'en avril, environ la moitié de ce qu'elle avait perdu au deuxième semestre 2008. La réduction déjà bien avancée des stocks et l'accroissement des commandes observés dans l'industrie d'exportation devraient permettre la poursuite de la normalisation de l'activité au cours des prochains mois. Dans ces pays aussi, le rapide assouplissement de la politique monétaire l'année dernière, conjugué à des plans de relance généreux, devrait continuer de soutenir la conjoncture.

Diminution marquée du renchérissement des prix à la consommation

Dans les pays du G7, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation a reculé en avril pour atteindre son plus bas niveau ($-0,1\%$) depuis au moins trois décennies. Ce repli s'explique essentiellement par des effets de base afférents aux prix de l'énergie et par la baisse des taux d'inflation dans l'alimentation. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, n'a en revanche que peu fléchi et se situe à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne des dix dernières années. En raison de la faible utilisation des capacités de production et de la persistance des effets de base afférents aux prix de l'énergie, il faut compter sur un nouveau recul du renchérissement d'ici l'été.

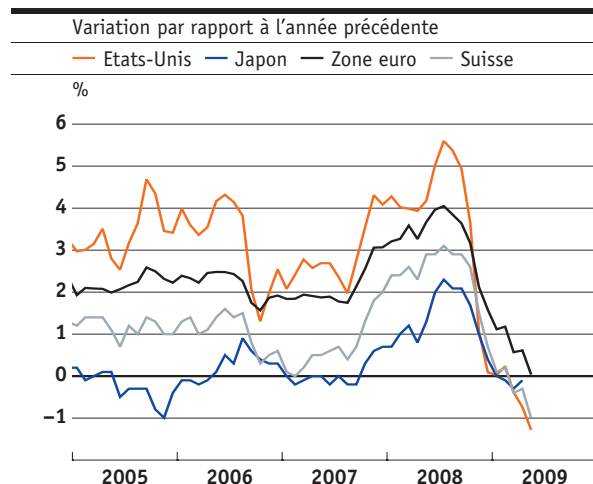
Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a diminué; après s'être inscrit à $0,0\%$ en janvier, il

Graphique 1.7
Climat de confiance des consommateurs



Sources: SECO et Thomson Datastream.

Graphique 1.8
Prix à la consommation



Sources: OFS et Thomson Datastream.

était de $-0,7\%$ en avril, affichant pour la première fois depuis 1955 une valeur négative. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté, passant de $1,7\%$ à $1,9\%$. Dans la zone euro, le renchérissement annuel a fléchi entre janvier ($1,1\%$) et avril ($0,6\%$), tandis que l'inflation sous-jacente s'est maintenue à $1,6\%$ en moyenne. Au Japon, le renchérissement annuel a décliné de $0,1$ point de pourcentage, pour s'établir à $-0,1\%$. Le taux d'inflation sous-jacente a lui aussi continué de baisser, pour se chiffrer à $-0,4\%$. Le renchérissement annuel des « quatre dragons asiatiques » a cédé plus d'un point de pourcentage pour atteindre $1,6\%$ en moyenne. En Chine, le renchérissement annuel a été négatif ($-1,5\%$) pour la première fois depuis sept ans.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

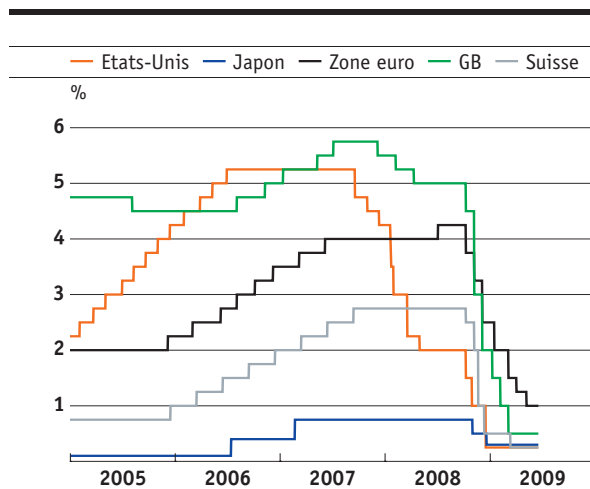
Eu égard à la sous-utilisation notable des capacités de production et aux perspectives de faible inflation, les banques centrales ont poursuivi leur politique monétaire expansionniste. Elles ont en outre élargi leurs mesures de soutien des marchés de l'argent et des capitaux.

La Réserve fédérale des Etats-Unis a laissé inchangée à $0,0\%$ – $0,25\%$ la marge de fluctuation de son taux directeur. Elle a étendu les achats de titres adossés à des créances (*asset-backed securities*), contribuant ainsi à la réduction des primes de risque. Par ailleurs, elle a annoncé en mars son intention d'acheter des emprunts d'Etat à plus long terme d'une valeur maximale de 300 milliards de dollars. Le Ministère des finances a laissé entrevoir

la possibilité d'acquérir des titres toxiques au début de l'été dans le cadre du *public-private investment program*. Cette mesure visant à assainir les bilans doit inciter les banques à octroyer davantage de crédits aux ménages et aux entreprises.

En avril et en mai, la BCE a chaque fois réduit de 25 points de base le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, pour le fixer finalement à $1,0\%$. Outre la prolongation, jusqu'à la fin de 2010, de l'élargissement de la gamme des titres éligibles, la BCE a décidé d'allonger à douze mois la durée des opérations de refinancement. Jusqu'alors, ces opérations avaient une échéance maximale de six mois. Par ailleurs, elle a enrichi sa politique monétaire d'un instrument: elle procédera ainsi, à partir de juillet 2009, à des achats d'obligations adossées à des prêts hypothécaires (*covered bonds*) et libellées en euros pour un montant de 60 milliards d'euros (soit environ $0,6\%$ du PIB). Ce faisant, la BCE soutient un segment des marchés financiers fortement affecté par la crise. La banque centrale du Japon a laissé inchangé à $0,1\%$ son taux de l'argent au jour le jour et pris d'autres mesures visant à faciliter l'approvisionnement du marché en liquidité à court terme et à stabiliser le système financier. Elle a notamment élargi la gamme des sûretés éligibles en acceptant des emprunts d'Etat de certains pays. Suite au rapide assouplissement amorcé au cours des mois précédents et compte tenu des premiers signes de stabilisation de l'activité, les banques centrales de nombreux pays asiatiques ont choisi de rester en position d'attente.

Graphique 1.9
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Datastream.

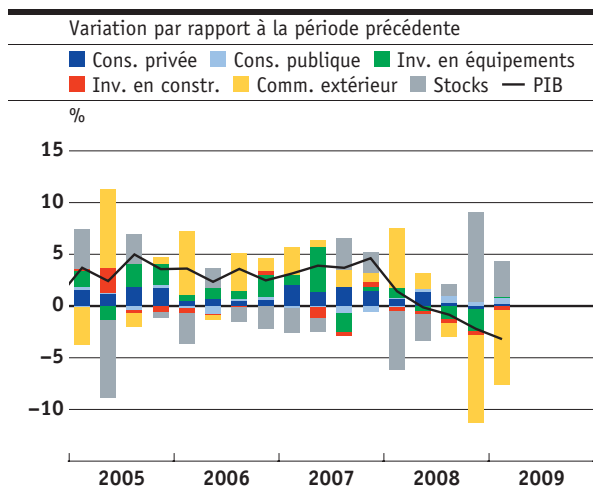
2 Evolution économique en Suisse

En Suisse, la récession s'est sensiblement aggravée au cours des premiers mois de l'année. Cette évolution ne se reflète toutefois que de façon limitée dans le recul du PIB estimé pour le premier trimestre, car la chute de la demande finale – notamment en provenance de l'étranger – a de nouveau été majoritairement compensée par un relèvement des stocks. A cet égard, la Suisse constitue une exception flagrante: au premier trimestre, cette composante de la demande a en effet apporté une contribution négative à la croissance de la plupart de ses partenaires commerciaux.

La dégradation de la conjoncture se traduit en premier lieu par la rapide baisse du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière, par la diminution persistante de la valeur ajoutée dans les secteurs de la finance et des assurances ainsi que par l'évolution d'indicateurs importants du marché du travail. Chômage et chômage partiel ont ainsi enregistré une nette hausse depuis le début de l'année.

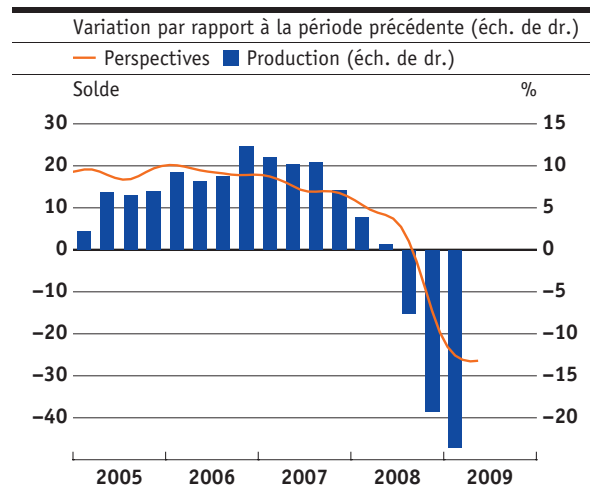
Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés d'avril à mai 2009 avec quelque 180 représentants de différents secteurs économiques laissent également présager une nouvelle détérioration de la situation économique. Si, dans un premier temps, la crise a surtout touché l'industrie exportatrice et le secteur financier, elle a peu à peu gagné le marché intérieur au cours des derniers mois. Les différences restent toutefois sensibles d'un secteur à l'autre. La marche des affaires de l'industrie exportatrice est toujours nettement moins favorable que celle des entreprises axées sur le marché intérieur. Dans la répartition sectorielle, l'industrie des biens d'équipement a enregistré le repli le plus marqué. La majorité des entreprises de la construction et du commerce de détail est en relativement bonne posture, même si ces branches ont elles aussi nettement perdu de leur vigueur. La plupart des interlocuteurs font état de perspectives moroses. Seule une minorité table sur une amélioration de la situation au second semestre, et leurs attentes pour 2010 sont entourées de nombreuses incertitudes.

Graphique 2.1
Contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.2
Production industrielle



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

2.1 Evolution du PIB

Selon les estimations provisoires du SECO, le PIB réel s'est contracté de 3,2% au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, après avoir baissé de 2,2% au quatrième trimestre 2008. Il se situe ainsi à un niveau inférieur de 2,4% à celui du premier trimestre 2008.

Comme au trimestre précédent, la chute de la demande a été beaucoup plus marquée que le recul du PIB: alors que la demande intérieure finale a quasiment stagné, la demande étrangère a diminué de 16,5%. Comme il ressort du graphique 2.1, l'évolution du PIB a de nouveau été favorisée par une forte contribution des investissements en stocks.

En ce qui concerne la production, le PIB a surtout pâti de l'accentuation du recul enregistré par la valeur ajoutée dans le secteur financier (-18,5%), dans les assurances (-17,2%) ainsi que dans la restauration et l'hébergement (-9,3%). Dans l'industrie manufacturière, la diminution de la valeur ajoutée, qui se chiffre à -5,2%, est restée contenue en regard de la baisse des exportations de biens, ce qui a conduit selon les enquêtes à un nouveau relèvement des stocks. Des contributions à la croissance sont venues en premier lieu du commerce de gros et de détail ainsi que de la production de services publics.

PIB réel et composantes

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

Tableau 2.1

	2005	2006	2007	2008	2007			2008				2009
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Consommation privée	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	3,1	2,5	1,2	2,2	0,5	-0,5	0,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,0	-0,9	-1,1	0,0	-0,3	-5,7	-5,3	1,0	3,1	6,2	3,3	5,8
Formation de capital fixe	3,8	4,7	5,4	-1,7	13,5	-10,2	4,0	2,1	-3,2	-7,6	-12,3	-1,6
Construction	3,5	-1,4	-1,5	-2,9	-11,0	-4,1	5,4	-4,4	-3,3	-4,9	-4,7	-4,1
Biens d'équipement	4,0	10,0	10,9	-0,8	35,3	-14,2	3,0	7,0	-3,2	-9,4	-17,5	0,3
Demande intérieure finale	2,2	2,0	2,5	0,7	4,5	-1,3	1,9	1,3	1,0	-0,8	-2,9	0,5
Demande intérieure	1,9	1,4	1,1	0,2	3,2	0,7	7,8	-5,8	-1,2	-2,7	10,1	9,3
Exportations totales	7,3	9,9	9,4	2,3	1,1	5,7	7,2	3,3	10,6	-1,8	-30,7	-20,0
Biens	5,8	11,1	8,4	2,3	-5,2	4,3	4,2	5,8	14,6	-1,4	-34,0	-24,0
Hors MPPAA ¹	6,5	11,2	8,3	2,0	-6,7	3,6	7,7	4,9	15,6	-8,0	-31,1	-19,4
Services	11,3	6,8	12,1	2,5	19,9	9,5	14,9	-2,7	0,8	-2,7	-21,2	-8,9
Demande globale	3,7	4,3	4,1	1,0	2,4	2,6	7,6	-2,4	3,2	-2,3	-7,7	-2,2
Importations totales	6,6	6,5	5,9	-0,2	-0,8	0,3	14,4	-10,2	10,8	-5,4	-18,7	-0,0
Biens	5,6	7,8	5,1	-0,4	-3,2	-2,1	12,8	-7,3	13,5	-6,5	-26,4	1,7
Hors MPPAA ¹	5,3	7,4	6,7	-0,8	-4,1	0,7	7,4	-6,7	12,9	-6,4	-24,2	-1,8
Services	11,3	0,5	10,0	0,8	12,0	12,0	21,6	-22,2	-1,2	0,0	27,9	-6,2
PIB	2,5	3,4	3,3	1,6	3,9	3,7	4,6	1,4	-0,1	-0,8	-2,2	-3,2

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

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Recul continu des exportations

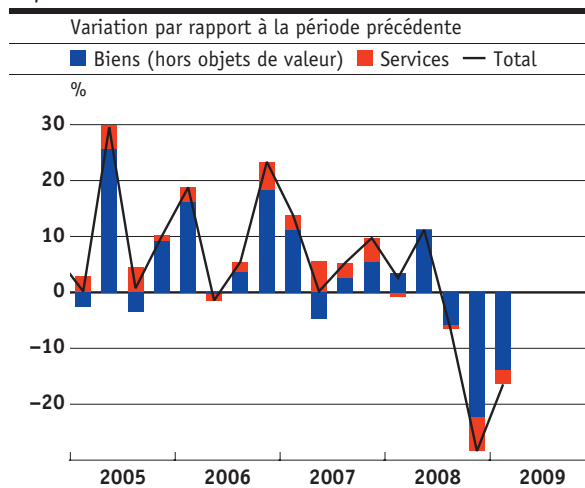
Après la chute historique des exportations au quatrième trimestre de l'année écoulée, la contraction des exportations de biens et de services s'est poursuivie au premier trimestre 2009, atteignant -16,5% (hors objets de valeur) par rapport à la période précédente. Du côté des exportations de biens (hors objets de valeur), les ventes ont continué de décroître sur un large front, indépendamment de la répartition géographique et des catégories de biens. Seule l'industrie chimique a enregistré une croissance, grâce aux exportations florissantes de produits pharmaceutiques vers le Japon. En revanche, la retenue accrue à l'échelle mondiale en matière d'investissement a pesé sur les livraisons de biens d'équipement à l'étranger; le recul des exportations de machines industrielles et électriques s'est en particulier amplifié au premier trimestre. En outre, le repli des exportations de biens intermédiaires – surtout dans l'industrie métallurgique et textile – s'est poursuivi à la même cadence. Enfin, les exportations de montres ont connu une baisse record pour le deuxième trimestre consécutif, pour fléchir d'environ un quart en l'espace de six mois et retomber à leur niveau de 2003.

Les exportations de services ont elles aussi souffert de la faiblesse persistante de la demande et ont reculé de 8,9% par rapport à la période précédente. A l'exception du commerce de transit, qui a profité du redressement des prix des matières premières, tous les secteurs ont été concernés par le ralentissement. En particulier, la chute du cours des actions au premier trimestre a de nouveau fortement pesé sur les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère. Pour la première fois depuis le début de la crise, les exportations dans le secteur du tourisme ont enregistré une baisse sensible; cette variation a peut-être été amplifiée du fait que les jours de Pâques ne sont pas tombés comme en 2008 sur le premier trimestre.

En avril, les signes de ralentissement du rythme de contraction se sont multipliés, notamment sous l'impulsion d'exportations nettement plus vigoureuses de biens de consommation (essentiellement des produits pharmaceutiques). En revanche, le recul des exportations de biens intermédiaires et de biens d'équipement s'est poursuivi. Pour ce qui est des différences entre régions importatrices, les

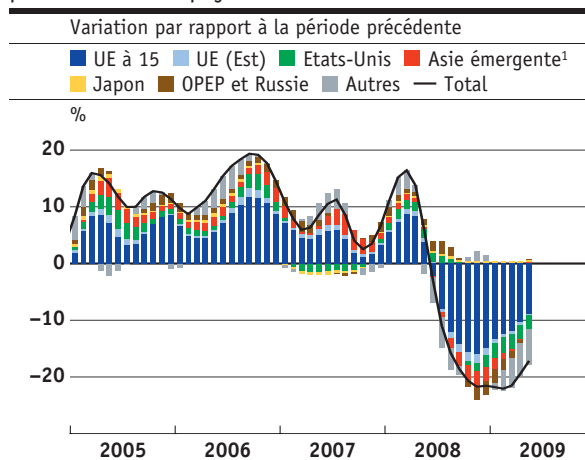
Graphique 2.3

Exportations: contributions à la croissance



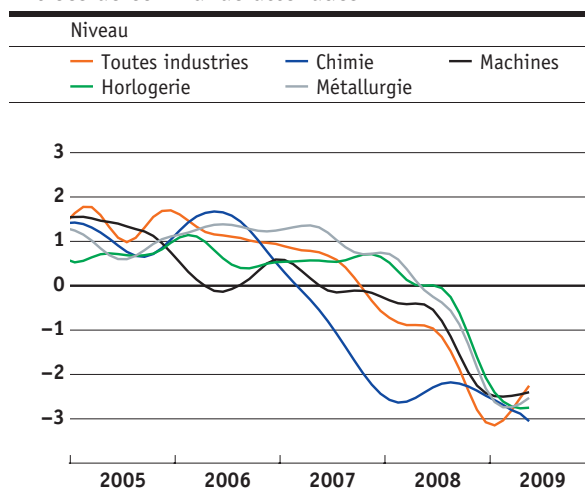
Graphique 2.4

Exportations de biens: contributions à la croissance par ensemble et pays



Graphique 2.5

Entrées de commande attendues



Graphique 2.3

Source: SECO.

Graphique 2.4

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

Graphique 2.5

Source: KOF/EPFZ.

exportations vers les économies émergentes d'Asie ont en particulier connu une nette amélioration; un affaiblissement de la dynamique négative a également été perceptible dans les exportations vers les autres régions. Selon les enquêtes réalisées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises à vocation exportatrice s'attendaient en mars et en avril à une décélération de la baisse des entrées de commandes, ce qui laisse présager une stabilisation progressive à un faible niveau.

Stagnation de la consommation

Grâce au recul des prix de l'énergie, les ménages profitent actuellement d'une évolution favorable des revenus réels. Les incertitudes planant sur la conjoncture freinent cependant la consommation. La demande de biens de consommation durables et de services s'est en particulier affaiblie.

Dans l'ensemble, la consommation privée a stagné au premier trimestre. En février et en mars, le commerce de détail a enregistré des résultats médiocres, et les dépenses sur l'ensemble du trimestre se sont inscrites légèrement en deçà du niveau enregistré au quatrième trimestre 2008.

Si les dépenses pour l'alimentation et les boissons ont quelque peu augmenté, les autres composantes ont accusé une baisse parfois marquée.

D'autres indicateurs de consommation donnent eux aussi des résultats plutôt négatifs: les nouvelles immatriculations de voitures ont ainsi sensiblement reculé; il en va de même pour la demande domestique de nuitées d'hôtel.

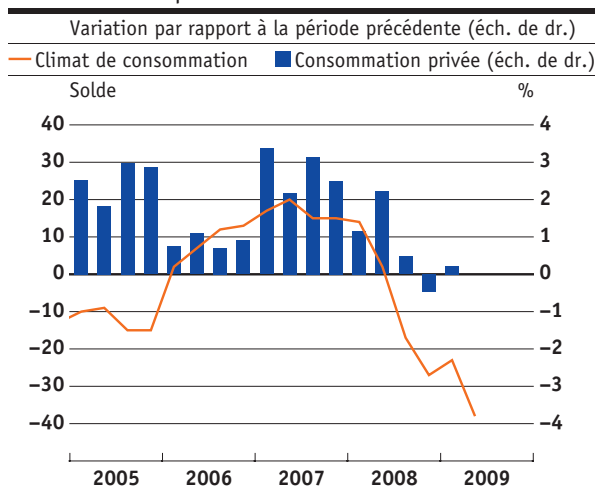
Perspectives toujours moroses

Au printemps, la confiance des consommateurs a continué de se dégrader: en avril, l'indice du climat de consommation établi par le SECO a fléchi, passant de -23 points à -38 points. Cette baisse s'explique par une appréciation encore plus pessimiste de l'évolution économique générale. Parallèlement, les préoccupations relatives à l'emploi se sont elles aussi accentuées, de sorte que la sécurité de l'emploi est jugée beaucoup moins favorablement qu'en début d'année. Enfin, des effets de patrimoine négatifs subsistent. Dans ces conditions, il faut s'attendre à un nouveau tassement des dépenses de consommation au cours des prochains trimestres.

Investissements en constructions freinés par les conditions climatiques

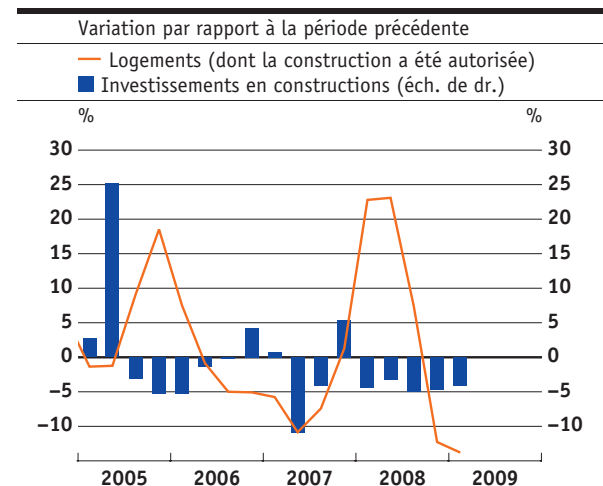
Selon le SECO, les investissements en constructions ont poursuivi leur mouvement de repli au premier trimestre (-4,1%). Cette évolution s'explique toutefois en premier lieu par un hiver exceptionnel-

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: SECO.

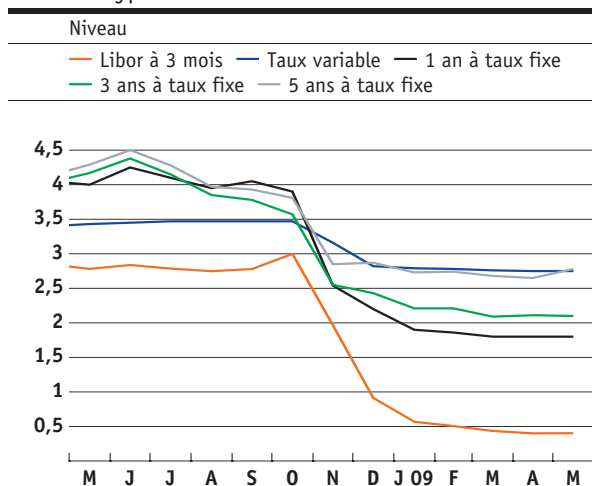
Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS et SECO.

lement froid, caractérisé par des chutes de neige abondantes, qui a entravé l'activité dans la construction. Celle-ci se maintient néanmoins à un niveau satisfaisant. D'après l'OFS, le nombre de logements en construction a poursuivi sa progression au premier trimestre, atteignant ainsi son plus haut niveau depuis le début de l'enquête, en 1994. En outre, les chiffres recueillis indiquent des carnets de commande relativement bien remplis et une marche des affaires satisfaisante dans le secteur de la construction. Comme l'illustre le graphique 2.8, l'assouplissement de la politique monétaire a des répercussions croissantes sur le marché hypothécaire. En particulier, les intérêts des prêts hypothécaires à taux fixe ont fortement baissé. Compte tenu des conditions de financement favorables et de la hausse modérée des prix de la construction, la BNS table sur une reprise dans la construction de logements. Par ailleurs, les mesures budgétaires devraient donner un nouvel élan principalement au génie civil. La BNS s'attend à ce que ces effets positifs soutiennent l'ensemble des investissements en constructions en 2009 et fassent plus que compenser le recul dans le secteur très sensible à l'évolution de la conjoncture qu'est la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services.

Graphique 2.8
Intérêts hypothécaires et Libor à 3 mois

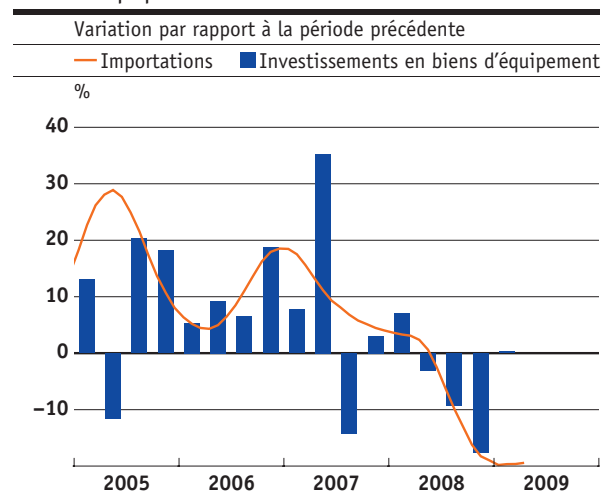


Source: BNS.

Recul de la demande d'investissements en biens d'équipement

Selon les estimations du SECO, la baisse des investissements en biens d'équipement ne s'est pas poursuivie au premier trimestre. La tendance de fonds reflétée par les indicateurs annonce toutefois un nouveau ralentissement notable de la demande d'investissement. Hormis les importations d'avions, plus élevées, les importations nettes de biens d'équipement sont largement en recul. En outre, la production indigène de biens d'équipement a nettement faibli au premier trimestre, ce qui indique une grande retenue de la part des entreprises en matière d'investissements. C'est ce que confirme le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie: selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, il n'était plus que de 78% au premier trimestre, niveau sensiblement inférieur à sa moyenne à long terme. Au demeurant, les entreprises restent pessimistes quant aux plans de production futurs.

Graphique 2.9
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO.

Gonflement artificiel des importations

En raison d'effets spéciaux inhérents aux échanges de biens (importations exceptionnellement élevées de bijoux en or en provenance du Vietnam et fortes importations d'avions), la contraction des importations au premier trimestre, qui se chiffre à $-2,9\%$ sans les objets de valeur, est restée limitée par rapport à la période précédente. Abstraction faite de ces effets spéciaux, les importations ont toutefois évolué faiblement dans la plupart des catégories de biens. En raison de la persistance de la crise dans le secteur industriel, les importations de biens intermédiaires industriels ont de nouveau diminué de façon notable; la baisse des importations de machines industrielles et électriques s'est même accentuée. En outre, les importations de biens d'équipement ont également baissé dans les secteurs de la construction et des services. Dans le secteur des biens de consommation, les importations d'automobiles, d'électronique de divertissement, d'articles ménagers et d'articles de confection ont en particulier essuyé de lourdes pertes. Les importations de produits pharmaceutiques et de montres ont elles aussi nettement reculé. En ce qui concerne les importations de services, les dépenses pour les services financiers ont été plus élevées en valeur nominale, tandis que les dépenses pour les services touristiques et les transports se sont avérées plus faibles.

En avril, les chiffres des échanges de biens ont entamé le deuxième trimestre à un faible niveau suite à la disparition de l'effet spécial inhérent aux

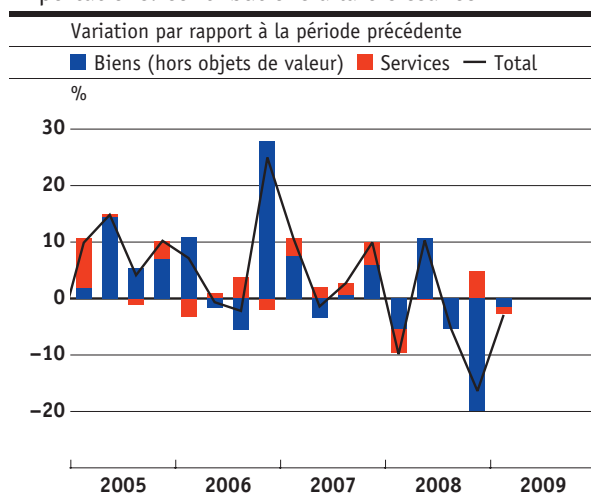
importations de bijoux en or. Le repli des importations de machines industrielles et électriques s'est ainsi poursuivi au même rythme. Cependant, les importations de biens d'équipement dans leur ensemble ainsi que les importations de produits semi-finis ont montré des signes de stabilisation. Ceux-ci ont aussi été perceptibles dans les importations de biens de consommation caractéristiques (automobiles, électronique de divertissement), tandis que les importations de montres et de composants pour montres ont poursuivi leur mouvement baissier.

2.3 Emploi et marché du travail

Evolution contrastée de l'emploi

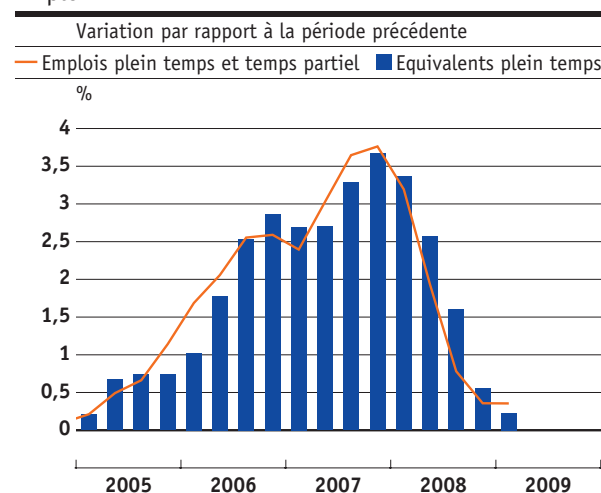
Contrairement aux attentes, la statistique de l'emploi n'a révélé aucun recul de l'emploi au premier trimestre 2009. Le nombre d'équivalents plein temps a progressé de $0,2\%$, après avoir augmenté de $0,6\%$ au quatrième trimestre 2008. Des différences considérables ont toutefois été constatées selon les branches. Ainsi, l'emploi a poursuivi son repli dans l'industrie manufacturière et dans la construction. A l'intérieur du secteur des services, il a également évolué à la baisse dans le commerce de détail ainsi que dans la restauration et l'hébergement. En revanche, des emplois ont été créés dans le commerce de gros, dans la gestion d'immeubles, dans le secteur informatique et dans le domaine de la santé.

Graphique 2.10
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.11
Emploi



Source: OFS.

Comme au trimestre précédent, la plupart des entreprises ont signalé une diminution des difficultés pour embaucher de la main-d'œuvre qualifiée. Le secteur de la santé et l'administration publique, qui ont continué de rencontrer de tels problèmes, ont été les seules exceptions à cet égard.

Perspectives moroses

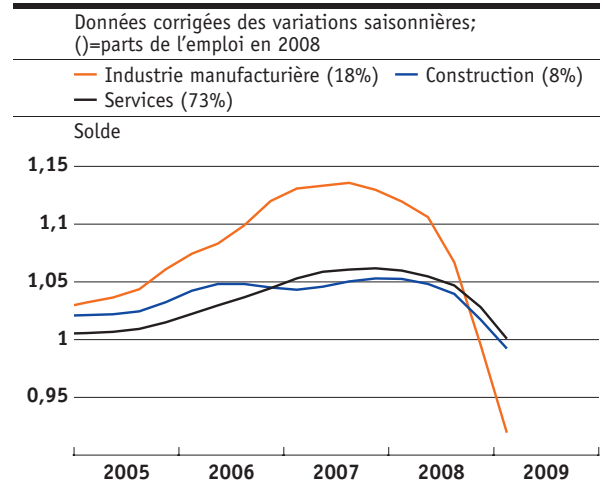
L'indice des places vacantes établi par l'OFS a fortement reculé au premier trimestre. La demande de main-d'œuvre s'affaiblira encore au cours des prochains mois. Les perspectives en matière d'emploi sont en effet jugées beaucoup plus défavorables par les entreprises, l'industrie manufacturière restant le secteur le plus touché. Elles se sont également fortement assombries dans le secteur des services.

Rapide hausse du chômage

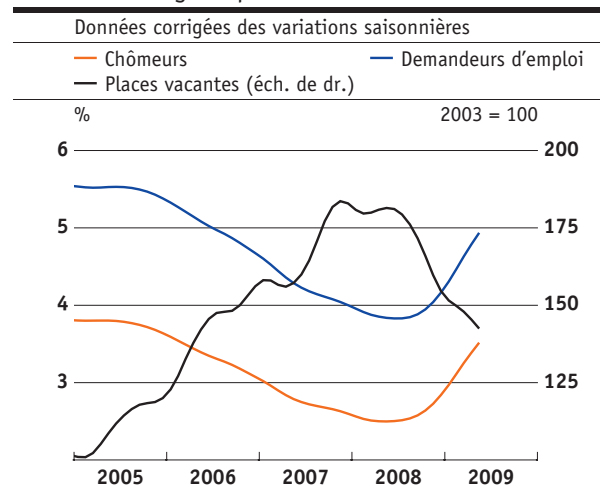
La nette détérioration de la situation sur le marché du travail se révèle surtout dans l'évolution du chômage et du chômage partiel. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est passé de 3,1% en février à 3,5% en mai. La proportion de demandeurs d'emploi, qui comprend les chômeurs inscrits et les personnes prenant part à des programmes de formation et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, s'est accrue pour passer de 4,5% à 4,9%.

Parallèlement à la forte hausse du chômage, une brusque augmentation du chômage partiel a été observée au premier trimestre. Entre décembre et mars, le nombre d'entreprises ayant recouru au chômage partiel a plus que triplé. Le nombre d'employés concernés est passé de 8400 à 22 000, ce qui représente environ 0,5% des personnes actives.

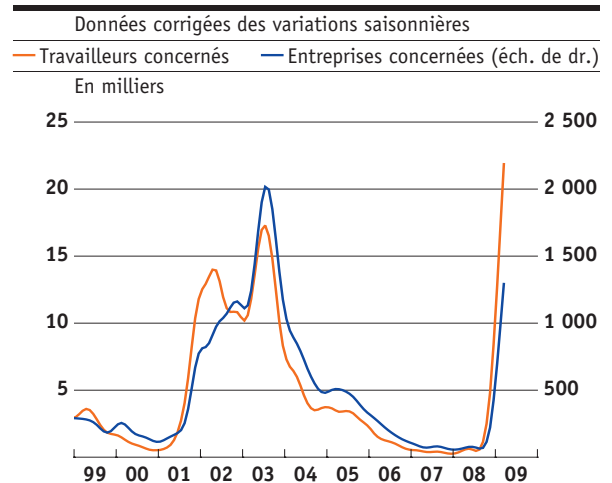
Graphique 2.12
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.13
Taux de chômage et places vacantes



Graphique 2.14
Chômage partiel



Graphique 2.12
Source: OFS.

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

Graphique 2.14
Source: SECO.

2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à éviter une situation inflationniste ou déflationniste. L'offre, qui est déterminée par la disponibilité du capital et de la main-d'œuvre ainsi que par le progrès technique, est en général relativement rigide sur le court terme. Les fluctuations de la demande se traduisent donc par une modification du taux d'utilisation des capacités techniques et des effectifs. Si ce taux dépasse son niveau normal pendant une période prolongée, la demande est excédentaire et, partant, les pressions inflationnistes s'accroissent. Inversement, une offre excédentaire indique une tendance à la déflation.

Diminution du taux d'utilisation des capacités

Le taux d'utilisation des capacités techniques a de nouveau baissé au premier trimestre 2009. Selon les indicateurs disponibles, calculés par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur la base de résultats d'enquêtes, le taux d'utilisation des capacités de production se situe, en particulier dans l'industrie, à un niveau largement inférieur à sa moyenne historique (voir graphique 2.16). Dans le secteur de la construction, les capacités de production continuent d'être mieux utilisées que

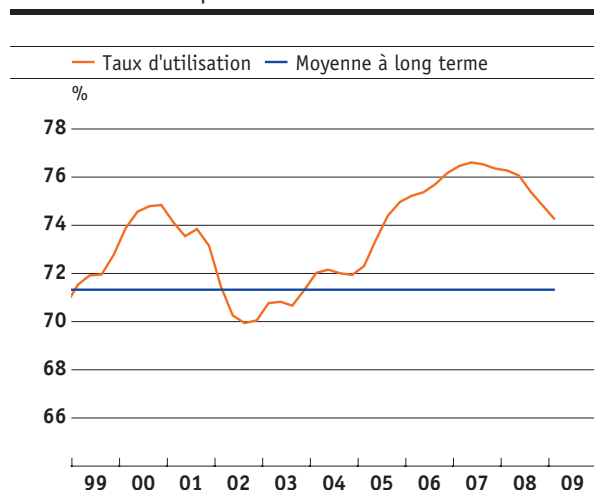
dans l'industrie, le taux correspondant étant même légèrement supérieur à sa moyenne historique. Toutefois, la part d'entreprises qui signalent une limitation de leurs activités en raison des capacités techniques existantes ou de l'offre de main-d'œuvre est déjà passée en dessous de la moyenne.

Ecart de production négatif

L'écart de production, qui représente la différence exprimée en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle estimée, est un instrument de mesure des capacités de tous les secteurs de l'économie et, en corollaire, des pressions inflationnistes. Contrairement à l'analyse de l'utilisation des capacités techniques, le calcul de l'écart de production économique tient compte de la situation sur le marché du travail et de la productivité.

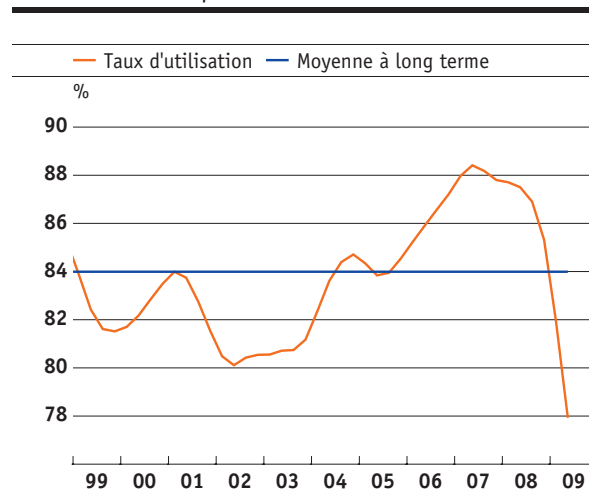
Au premier trimestre 2009, l'écart de production s'est creusé en zone négative, la production effective tombant encore plus en dessous de la production potentielle. D'après la fonction de production (FP) calculée par la BNS, l'écart de production au premier trimestre correspondait à $-1,5\%$ de la production potentielle (voir graphique 2.17). D'autres méthodes statistiques, basées sur des filtres tels que le filtre Hodrick et Prescott (HP) ou le filtre multivarié (MV), font encore apparaître un écart de production légèrement positif ($0,5\%$ de la production potentielle).

Graphique 2.15
Utilisation des capacités dans la construction



Source: KOF/EPFZ.

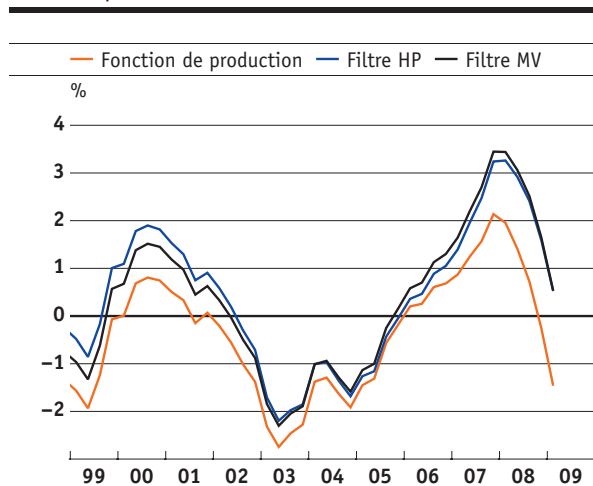
Graphique 2.16
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: KOF/EPFZ.

Etant donné que le taux d'utilisation des capacités et les heures travaillées vont probablement continuer à décroître au cours des prochains trimestres, il faut s'attendre à ce que l'écart de production négatif se creuse davantage. La croissance de la production potentielle devrait elle-même faiblir dans les années à venir, comme le révèlent le recul attendu des investissements en biens d'équipement ainsi que la croissance plus modérée de l'offre de travail.

Graphique 2.17
Ecart de production



Source: BNS.

2.5 Prix

Recul persistant de l'indice des prix de l'offre totale

La pression à la baisse exercée par les prix de l'offre totale sur les prix à la consommation est restée forte au cours des derniers mois. Depuis l'été 2008, tant les prix à la production que les prix à l'importation se sont inscrits en recul par rapport aux mois précédents. Au cours des derniers mois, la baisse de ces deux indices s'est toutefois quelque peu ralentie. En mai 2009, les prix à la production et à l'importation étaient inférieurs de respectivement 2,9% et 8,9% au niveau enregistré un an auparavant. Du côté des prix à l'importation, toutes les composantes – énergie et biens intermédiaires en tête – ont contribué au recul de l'indice, ce qui s'explique en partie par l'appréciation temporaire du franc suisse. S'agissant des prix à la production, seuls l'énergie, les biens intermédiaires et les produits agricoles ont vu leurs prix décroître au cours des douze derniers mois, tandis que les prix des biens de consommation et d'équipement se sont maintenus à un niveau légèrement supérieur à celui de la période correspondante de 2008.

Anticipations inflationnistes clairement orientées à la baisse

Au niveau des prix à la consommation, la pression à la baisse exercée sur les prix persistera au cours des prochains mois. Comme le montrent les graphiques 2.19 et 2.20, aussi bien le commerce de gros que l'industrie manufacturière tablent sur une diminution des prix d'achat et de vente. Les indicateurs des attentes correspondantes se situent actuellement à leur plus bas niveau depuis les années septante.

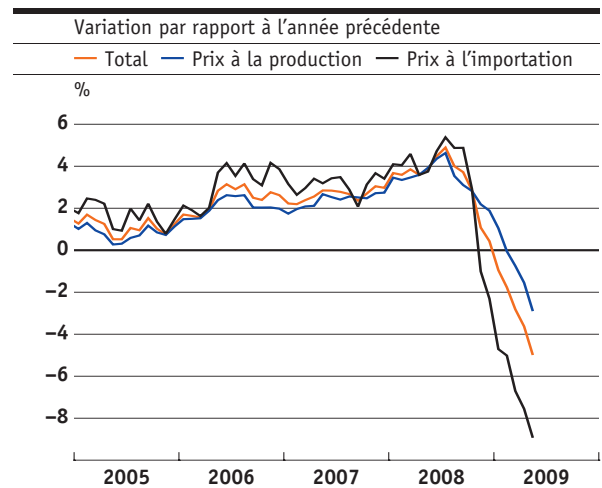
Repli de l'indice des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a reculé entre février et mai, passant de 0,2% à -1,0%. Ce repli est essentiellement dû à des effets de base afférents aux produits pétroliers. Hors effets de base, le renchérissement s'élevait encore à 0,9% au mois de mai (contre 1,5% en février).

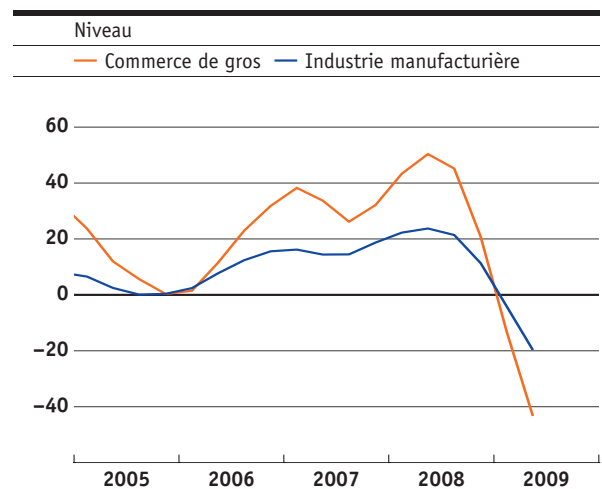
Recul continu du renchérissement intérieur

Le renchérissement des biens et des services d'origine suisse est passé de 1,7% en février à 1,3% en mai. Cette baisse s'explique au premier chef par la diminution du taux de renchérissement des

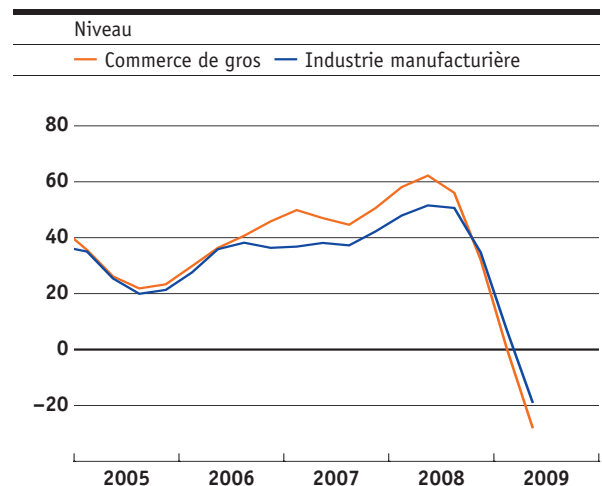
Graphique 2.18
Prix de l'offre totale



Graphique 2.19
Prix de vente attendus



Graphique 2.20
Prix d'achat attendus



Graphique 2.18
Source: OFS.

Graphiques 2.19 et 2.20
Source: KOF/EPFZ.

loyers, des repas servis dans les restaurants, des forfaits de voyage et du trafic aérien. En mai, les loyers avaient renchéri de 2,8% en comparaison annuelle, contre 3,5% en février. Hors loyers, le renchérissement des services privés s'est réduit, passant de 1,4% en février à 0,8% en mai. En mai, le renchérissement annuel des biens d'origine suisse était en revanche supérieur de 0,1 point au niveau de février (1,2%), ce qui est en partie imputable à la hausse des prix de l'électricité.

Renchérissement négatif des prix à l'importation

Après avoir atteint en février 2009 son plus bas niveau depuis décembre 2004, soit en moyenne 43 dollars des Etats-Unis pour un baril, le prix du pétrole a augmenté pour s'établir en mai à 57 dollars le baril. En raison de la faiblesse de la demande, cette hausse ne s'est que partiellement répercutée sur les prix à la consommation des produits pétroliers. Les taux de renchérissement annuel de cette catégorie

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

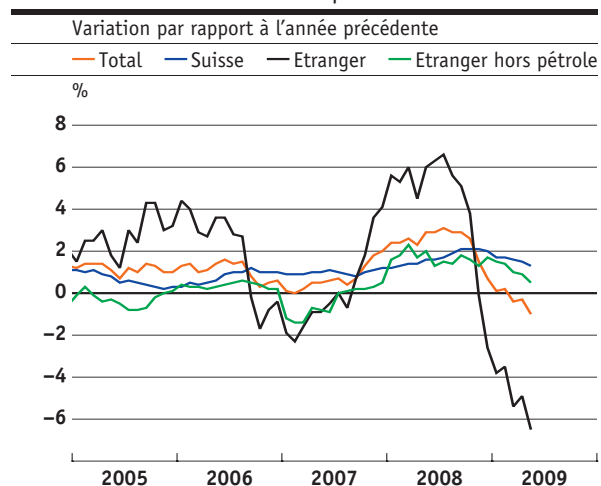
Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2008	2008	2009	2009	Mars	Avril	Mai	
		3 ^e trim.		4 ^e trim.				1 ^{er} trim.
IPC, indice général	2,4	3,0	1,6	-0,0	0,2	-0,4	-0,3	-1,0
Biens et services du pays	1,7	1,9	2,1	1,7	1,7	1,6	1,5	1,3
Biens	1,7	1,6	1,9	1,2	1,2	1,2	0,9	1,3
Services	1,7	2,0	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,3
Services privés (hors loyers)	1,4	1,8	1,9	1,3	1,4	1,1	1,0	0,8
Loyers	2,4	2,7	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	2,6
Services publics	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8
Biens et services de l'étranger	4,3	5,8	0,3	-4,2	-3,5	-5,4	-4,9	-6,5
Hors produits pétroliers	1,7	1,6	1,6	1,3	1,4	1,0	0,9	0,5
Produits pétroliers	17,8	27,8	-5,0	-27,2	-23,9	-31,5	-29,1	-34,2

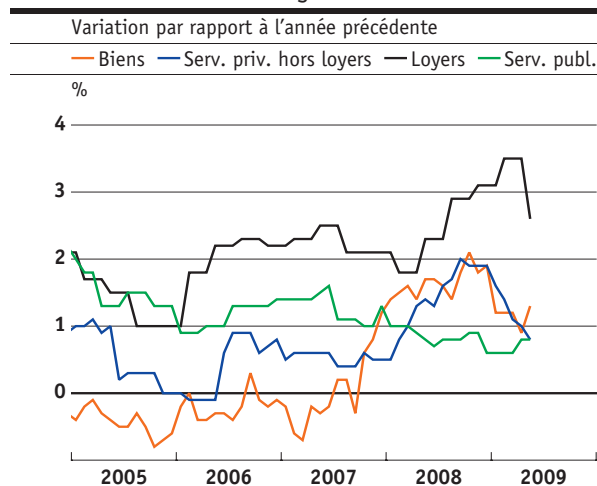
Sources: OFS et BNS.

Graphique 2.21
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: OFS et BNS.

Graphique 2.22
IPC: biens et services d'origine suisse



Sources: OFS et BNS.

sont donc toujours dominés par des effets de base, qui ne disparaîtront progressivement qu'à partir du milieu de l'année. L'évolution du renchérissement annuel des produits pétroliers s'est ainsi accentuée en dépit de la récente hausse des prix; après avoir atteint -23,9% en février, il s'est établi à -34,2% en mai. Le renchérissement des autres biens et services importés s'est lui aussi affaibli dans la même période, passant de 1,4% à 0,5%.

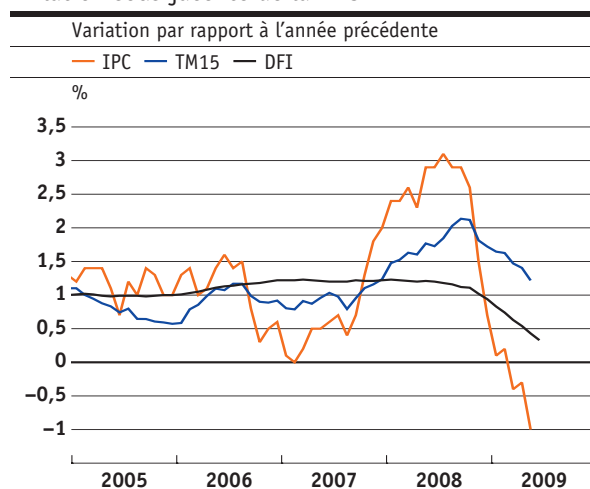
Persistance d'un léger repli de l'inflation sous-jacente

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'inflation. On calcule donc des taux d'inflation sous-jacente, dont l'objectif est de refléter la tendance fondamentale de l'évolution des prix. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente, tous deux illustrés dans le graphique 2.23. 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% des biens) et à la baisse (également 15% des biens). La *dynamic factor inflation* (DFI) permet quant à elle de calculer la tendance générale de

l'inflation au moyen d'un grand nombre de données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux taux d'inflation sous-jacente établis par l'OFS, représentés dans le graphique 2.24, excluent du panier-type de l'indice les mêmes biens volatils pour chaque période. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, alors que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

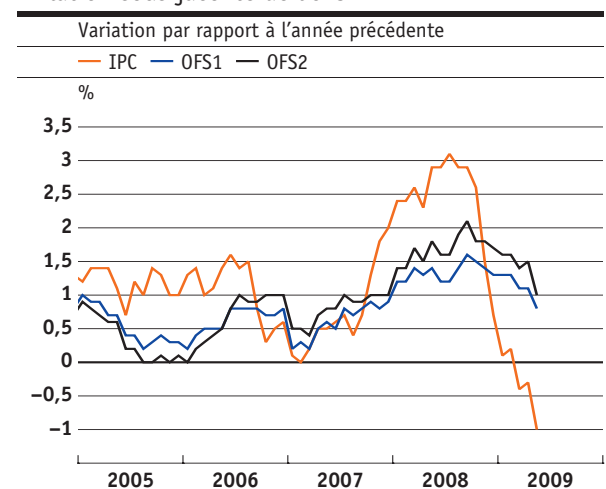
Le taux d'inflation sous-jacente calculé par la BNS à l'aide de la moyenne tronquée a reculé entre février et mai, passant de 1,6% à 1,2%. Parallèlement, les deux taux d'inflation sous-jacente de l'OFS ont fléchi respectivement de 0,5 et de 0,6 point, pour s'inscrire à 0,8% et à 1,0%. Malgré les taux de renchérissement encore nettement positifs de ces inflations sous-jacentes traditionnelles, on peut supposer que la tendance générale de l'inflation a marqué un repli plus sensible en raison, d'une part, de la pression à la baisse exercée par les prix en amont de la chaîne de valeur et, d'autre part, de la faiblesse de la demande finale. C'est aussi ce qu'indique la DFI, qui est passée de 0,7% à 0,4% entre février et mai.

Graphique 2.23
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS.

Graphique 2.24
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS.

2.6 Perspectives économiques

Ralentissement du rythme de contraction à l'étranger

La BNS table sur la poursuite de l'amélioration observée à l'étranger. Alors que les Etats-Unis et le Japon devraient connaître des taux de croissance positifs au second semestre, la production devrait se stabiliser durant cette même période dans la zone euro. Etant donné que les taux de croissance seront sans doute largement inférieurs au potentiel de croissance, l'écart de production négatif va encore se creuser dans ces zones économiques.

Contraction de la demande intérieure

Dans ces conditions, on peut compter en Suisse sur une stabilisation progressive des exportations de biens. Les investissements en constructions devraient même connaître une légère reprise. En ce qui concerne les autres composantes de la demande intérieure finale, il faut en revanche s'attendre à une nouvelle baisse. La chute du taux d'utilisation des capacités de production entraînera vraisemblablement un nouveau recul des investissements en biens d'équipement. En outre, la détérioration du marché du travail et l'augmentation des prélèvements obligatoires pourraient freiner la consommation privée.

Il est possible que l'évolution des stocks influence à court terme de façon décisive le profil de croissance du PIB. La réduction des stocks devrait ainsi peser sur la croissance au deuxième trimestre. A moyen terme, la Suisse devrait toutefois elle aussi connaître une amélioration progressive.

Pour l'ensemble de l'année 2009, la BNS continue d'escompter un recul du PIB en Suisse compris entre 2,5 et 3%.

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes

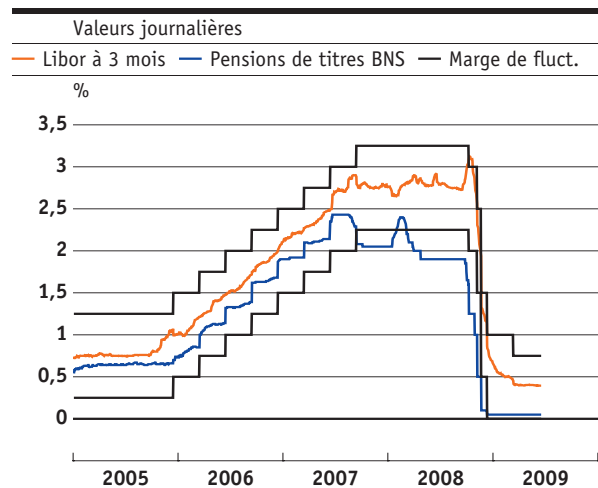
La très forte détérioration de la situation économique au semestre d'hiver 2008/2009, les risques nettement accrus de basculer dans une déflation, le durcissement des conditions de financement des entreprises sur le marché des capitaux et le danger d'une poursuite de la revalorisation du franc sur les marchés des changes ont amené la BNS à renforcer encore, de façon substantielle, la dotation de l'économie suisse en liquidités. Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars, elle a réduit de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a ainsi ramenée à 0%–0,75%. En outre, elle a annoncé son intention de conclure davantage de pensions de titres à plus long terme avec les banques, d'acquérir des obligations en francs de débiteurs suisses du secteur privé et d'acheter des devises afin d'éviter une nouvelle revalorisation du franc face à l'euro sur les marchés des changes.

Ce paquet de mesures a contribué au net repli des taux d'intérêt et à la sensible diminution des primes de risque sur le marché interbancaire. Le Libor pour dépôts à trois mois en francs s'est stabilisé autour de 0,40%, et la prime de risque – écart entre ce Libor et le taux rémunérant les swaps au jour le jour indiciels (*overnight index swap*, OIS) – s'est établie à 0,34 point au cours du deuxième trimestre, alors qu'elle était encore d'environ 0,46 point au trimestre précédent. Simultanément, la tendance à la revalorisation du franc face à l'euro a pu être efficacement enrayée, et la volatilité de la relation de change entre ces deux monnaies a nettement diminué.

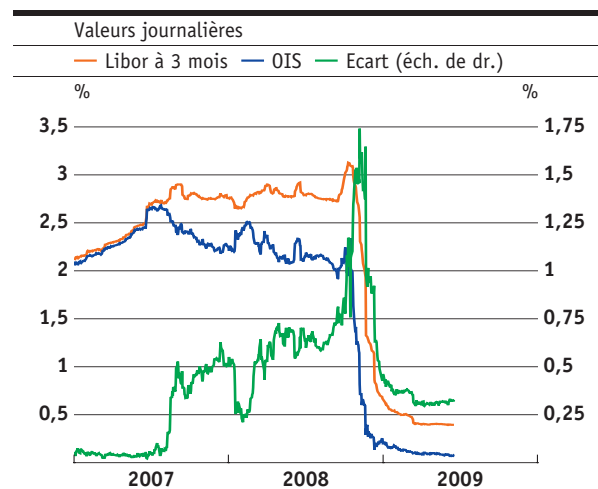
Les mesures prises par les banques centrales d'autres pays ont contribué elles aussi à une détente sur les marchés financiers. Les primes de risque ont par conséquent fléchi sensiblement sur presque tous les marchés monétaires.

Les banques centrales ont continué à agir en étroite collaboration afin de donner une plus grande stabilité aux marchés financiers sur le plan mondial. Le 6 avril 2009, la Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la BNS ont annoncé la conclusion d'accords de swap devant permettre à la Réserve fédérale d'approvisionner en monnaies étrangères des établissements financiers

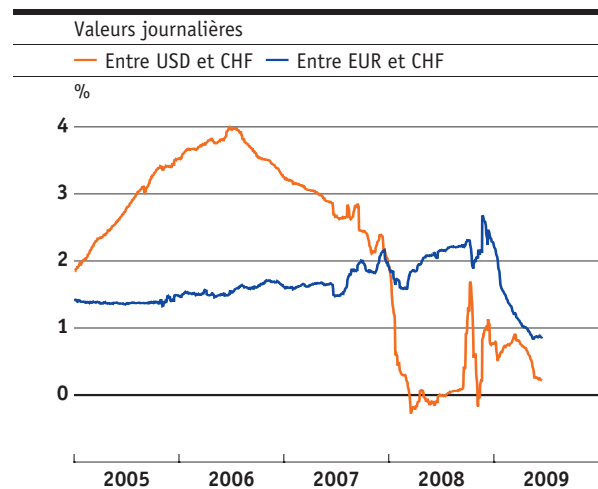
Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Graphique 3.3
Ecart entre des Libor à 3 mois



Graphiques 3.1 et 3.3
Sources: Reuters et BNS.

Graphique 3.2
Sources: Bloomberg et Reuters.

américains. Grâce à l'accord qui a ainsi été conclu avec la BNS pour une durée déterminée, la Réserve fédérale pourra en cas de besoin se procurer jusqu'à 40 milliards de francs contre des dollars.

La Banque nationale a émis chaque semaine des Bons de la BNS en francs suisses pour résorber, de manière ciblée, des liquidités en francs. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire du 12 mars 2009, la durée de ces Bons n'est plus que de 7 jours. En avril et en mai 2009, les Bons de la BNS ont permis de retirer des liquidités du marché à hauteur de respectivement 16 milliards et 25 milliards de francs en moyenne, selon le système d'appels d'offres. Les rendements moyens pondérés par les volumes ont varié entre 0,007% et 0,016%.

Dans le cadre du financement du prêt octroyé à SNB StabFund, la BNS a continué d'émettre le lundi toutes les deux semaines ses propres titres de créance libellés en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS – USD). Ces Bons portaient sur des durées de 28, 84 et 168 jours. Ils ont bénéficié de l'intérêt croissant de la part des souscripteurs, notamment ceux assortis de durées plus longues. Depuis mars 2009, l'écart de rendement entre les Bons de la BNS – USD et les bons du Trésor en dollars des Etats-Unis correspondants a fluctué entre 25 et 40 points de base en fonction de la durée. Le 10 juin 2009, l'encours des Bons de la BNS – USD atteignait un nouveau record, soit environ 15 milliards de dollars.

Hausse des taux d'intérêt à long terme

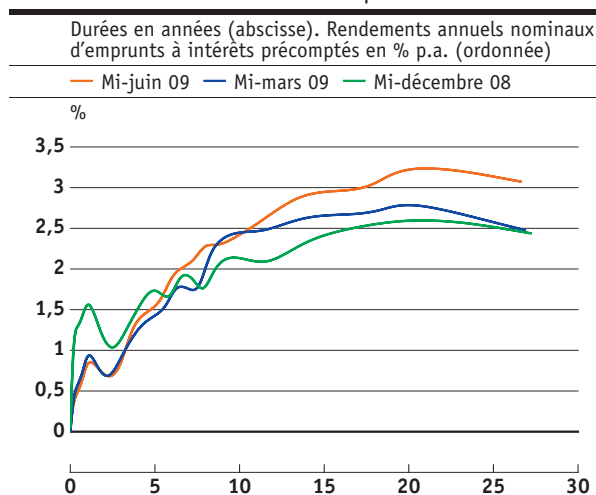
Les taux d'intérêt sur les placements à court terme se sont repliés tant en Suisse que sur le plan mondial. En revanche, les taux d'intérêt à long terme des emprunts d'Etat ont marqué une tendance à la hausse. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse a augmenté, passant de 2,26% à la mi-mars à 2,49% à la mi-juin. Cette évolution peut être interprétée comme le premier signe d'un redressement de la conjoncture et d'anticipations inflationnistes plus élevées. Du fait des mouvements opposés que les taux d'intérêt à court terme et à long terme ont enregistrés, la courbe des rendements est devenue plus raide.

Amélioration des conditions de financement pour les entreprises

Les conditions de financement se sont améliorées pour les entreprises. Après la faillite de la banque Lehman Brothers, les rendements des emprunts d'entreprises à risques plus élevés avaient tout particulièrement augmenté. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars, les

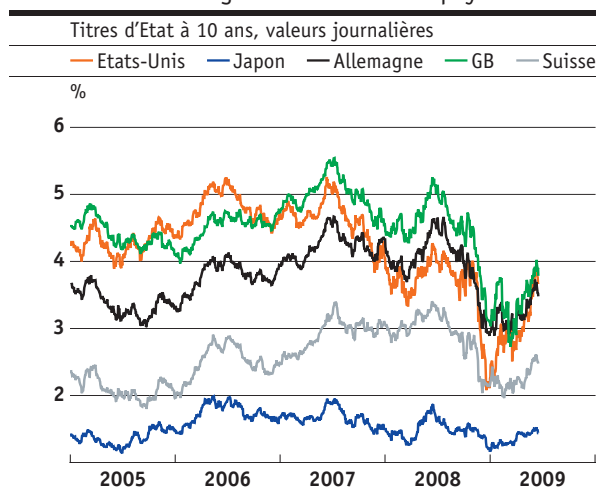
Graphique 3.4

Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



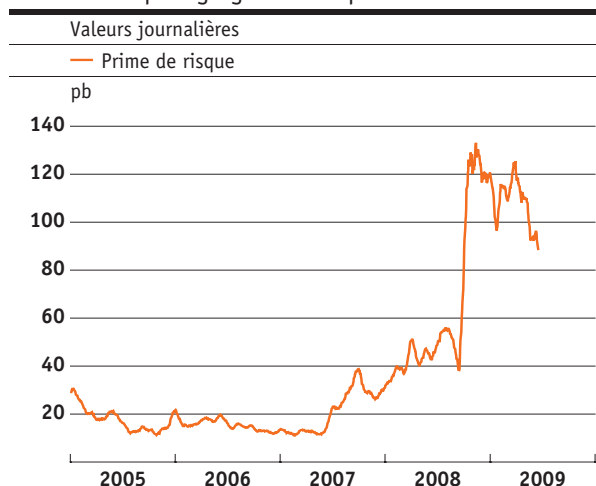
Graphique 3.5

Taux d'intérêt à long terme dans divers pays



Graphique 3.6

Prime de risque agrégée sur emprunts à 5 ans



Graphiques 3.4 et 3.6
Source: BNS.

Graphique 3.5
Sources: BNS et Thomson Datastream.

rendements des emprunts émis par des entreprises suisses ont diminué. Ils sont toutefois encore au-dessus de leur niveau des dernières années. La baisse a été observée en particulier pour les emprunts ayant des notations relativement basses. Les achats d'obligations en francs suisses par la BNS ont contribué à réduire la prime de risque sur les emprunts à long terme émis par des débiteurs du secteur privé.

Léger redressement du taux d'intérêt réel à court terme

Le taux d'intérêt réel est une variable importante du fait qu'il influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc crucial pour l'évolution future de la conjoncture. Le graphique 3.7 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel à trois mois. Celui-ci correspond à la différence entre le Libor à trois mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, les anticipations inflationnistes étant estimées en prenant la moyenne des prévisions tirées de divers modèles. Ainsi mesuré, le taux d'intérêt réel s'établissait à 0,15% au premier trimestre de 2009 et était par conséquent légèrement au-dessus de son niveau du trimestre précédent. Sa stabilisation à un bas niveau est due au fait que le repli du Libor à trois mois a été compensé par une baisse des anticipations inflationnistes.

L'enquête sur le climat de consommation, qui a été menée en mai par le SECO auprès des ménages, indique elle aussi un fléchissement des anticipations inflationnistes à court terme. Une baisse des prix au cours des douze prochains mois était attendue par environ 30% des ménages interrogés, soit par une proportion approximativement inchangée par rapport au trimestre précédent. En outre, la part des ménages tablant sur une stabilisation des prix s'est accrue, passant de 35% à 40%.

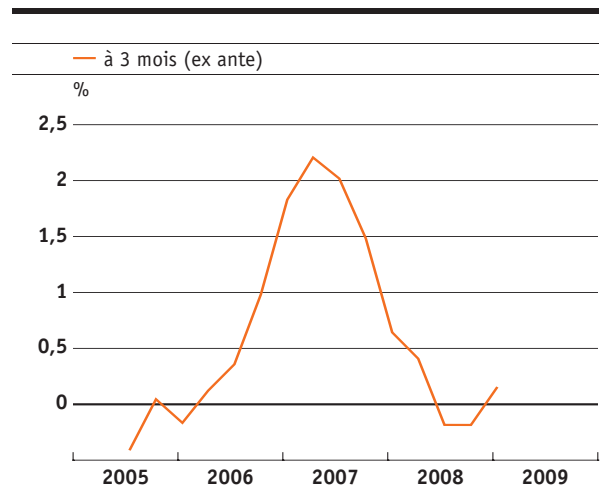
A moyen terme, les anticipations inflationnistes ont légèrement augmenté, ce qui a entraîné une baisse des taux d'intérêt réels pour les durées moyennes. Au premier trimestre de 2009, le taux d'intérêt réel à trois ans s'inscrivait à 0,7%. Les taux réels sont à des niveaux historiquement bas, même pour les durées moyennes; des effets stimulants sur l'économie devraient donc en découler.

3.2 Cours de change

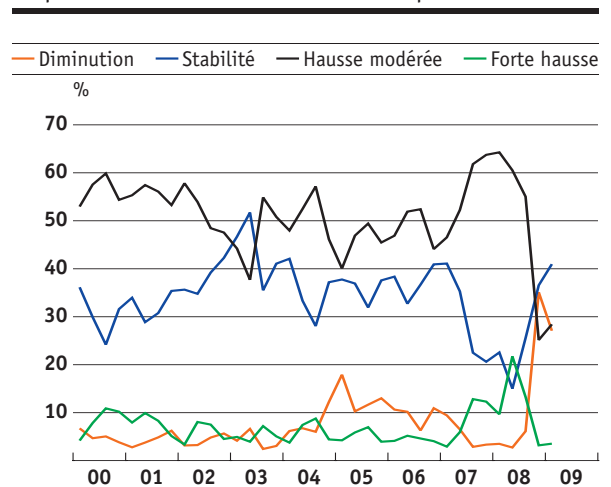
Dollar plus faible et volatilité persistante

Les marchés des changes sont restés volatils. Depuis l'examen de mars, le dollar a faibli de 9% vis-à-vis de l'euro, dans le sillage de l'amélioration de la situation sur les marchés financiers. Toutefois, il est toujours 6% environ au-dessus de son cours moyen de l'année 2008 (voir graphique 3.9).

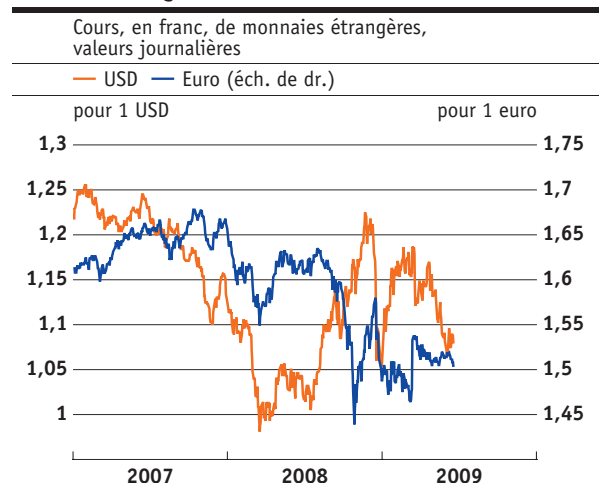
Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Graphique 3.9
Cours de change



Graphiques 3.7 et 3.9
Source: BNS.

Graphique 3.8
Sources: SECO et BNS.

Affaiblissement du franc à la suite d'interventions

Le franc a subitement faibli face à l'euro le 12 mars, soit le jour de l'examen de la situation économique et monétaire, puis s'est quelque peu redressé (voir graphique 3.9). Les interventions que la BNS a effectuées en vue d'éviter une nouvelle revalorisation de sa monnaie ont influé sur l'évolution de la relation de change entre l'euro et le franc. Depuis la mi-mars, le franc a cédé 2% vis-à-vis de l'euro. A la mi-juin, il était toutefois encore 5% au-dessus de son niveau enregistré un auparavant.

L'affaiblissement face à l'euro depuis le mois de mars a été en partie compensé par la revalorisation persistante du franc vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. En données pondérées par le commerce extérieur, le cours nominal du franc était à peu près semblable à celui qui avait été observé lors de l'examen de mars (voir graphique 3.10). Mais, depuis août 2007, soit depuis l'éclatement de la crise financière, il a encore enregistré un gain d'environ 10%.

Valeur extérieure stable, en termes réels, à long terme

En données pondérées par le commerce extérieur, l'évolution relativement stable de la valeur extérieure du franc en termes réels (voir graphique 3.10) incite à déduire que les fluctuations du cours nominal ont tendance à compenser, sur une longue période, les écarts entre les taux d'inflation (parité relative des pouvoirs d'achat).

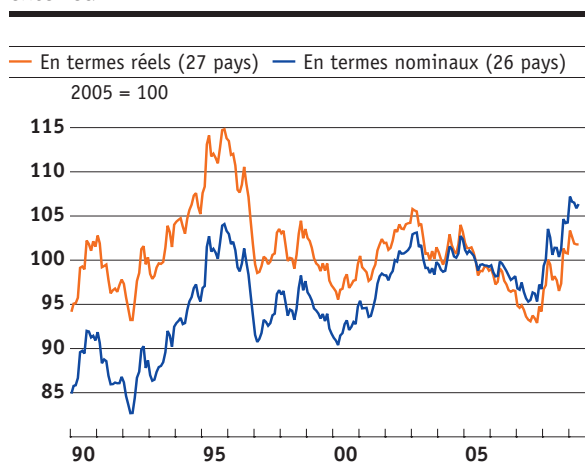
Conditions monétaires plus expansionnistes

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

Depuis la mi-mars, le franc a faibli sur les marchés des changes et le Libor à trois mois a peu fluctué. Dans l'ensemble, ces mouvements ont entraîné un léger repli de l'ICM, ce qui indique un assouplissement de la politique monétaire.

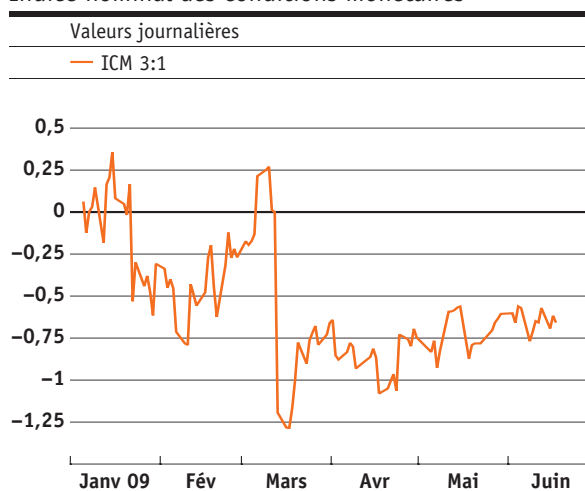
Graphique 3.10

Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Graphique 3.11

Indice nominal des conditions monétaires



Graphique 3.10
Source: BRI.

Graphique 3.11
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 dont les prix jouent, pour deux raisons principalement, un rôle important dans l'analyse de la situation économique. Les fluctuations de ces prix entraînent des modifications dans la valeur du patrimoine des ménages et des entreprises. Il en découle des effets sur la qualité de signature des ménages et des entreprises, mais aussi sur leur comportement en matière de consommation et d'investissement. En outre, une modification des anticipations inflationnistes engendre une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les variations des prix de ces actifs permettent ainsi de tirer des conclusions en matière d'anticipations inflationnistes et de perspectives conjoncturelles. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième raison. Elles représentent des facteurs de coûts, étant donné qu'elles entrent dans la production de nombreux biens. Elles peuvent ainsi exercer des pressions sur le niveau général des prix.

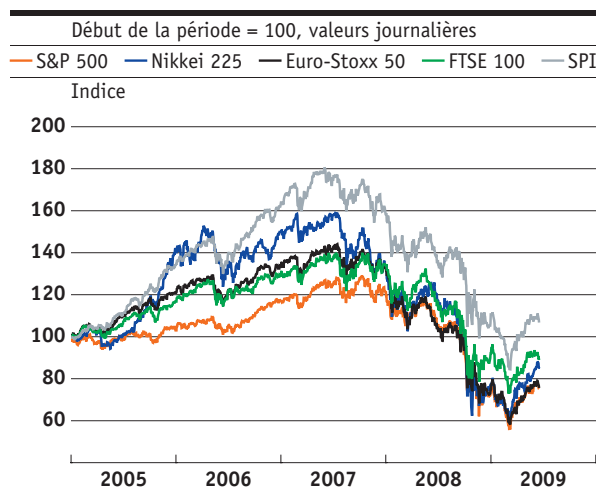
Redressement des marchés des actions

Les marchés des actions ont évolué très favorablement au deuxième trimestre de 2009. De la mi-mars à la mi-juin, le Swiss Performance Index (SPI) a augmenté de 18% et le Standard & Poor's 500 (S&P) ainsi que le Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro), d'environ 20% chacun. Ces hausses ont compensé les pertes enregistrées en début d'année.

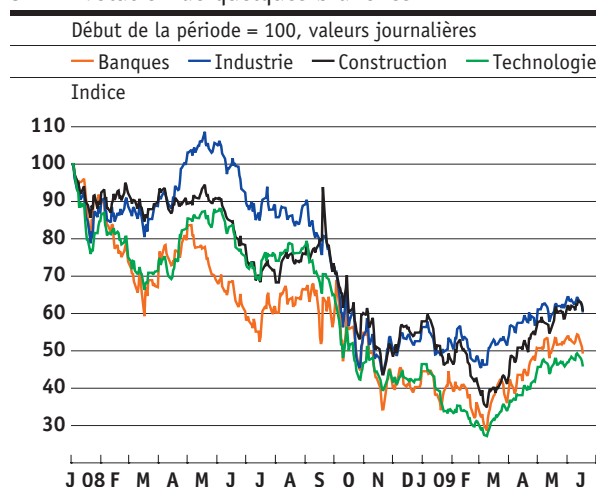
Mesurée à l'indice VIX, l'incertitude a diminué sur les marchés des actions. Depuis l'examen de mars, l'indice a fléchi, son niveau passant de 41% à 31%. On peut y voir le signe d'une aversion moindre pour les risques et d'un passage à un comportement plus enclin à en prendre. Même après son récent repli, l'indice VIX est toujours à un niveau historiquement très élevé.

Quelle que soit leur taille, les entreprises suisses ont profité de la tendance à la hausse des bourses. Les cours des actions des grandes entreprises ont augmenté de 15%. La progression a été de 24% pour les valeurs des entreprises moyennes. Quant aux valeurs des petites entreprises, elles ont regagné 21%. Si l'on considère les divers secteurs, on observe toutefois que le redressement du marché

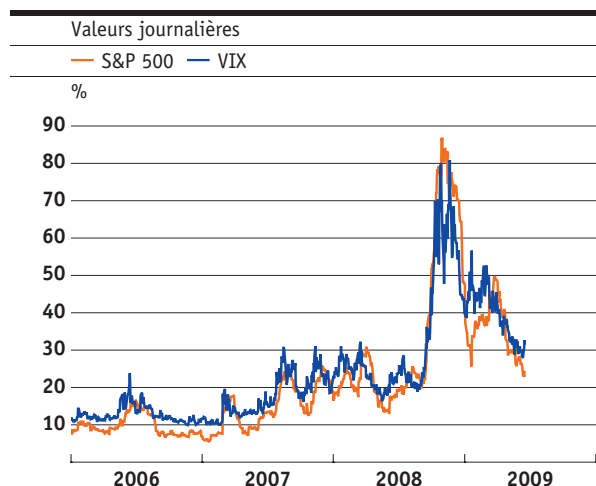
Graphique 3.12
Cours des actions



Graphique 3.13
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.14
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.12
Sources: Bloomberg et Thomson Datastream.

Graphique 3.13
Source: Thomson Datastream.

Graphique 3.14
Sources: BNS et Thomson Datastream.

suisse des actions n'a pas reposé sur une large assise. Les actions des banques et des entreprises de haute technologie ont en effet progressé beaucoup plus vigoureusement que celles des autres secteurs.

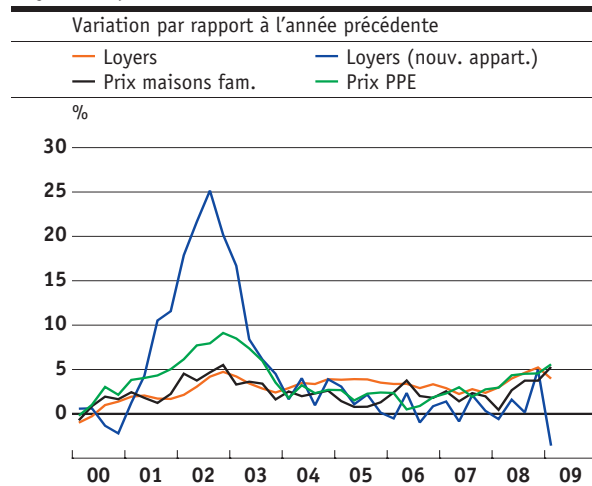
Fortes hausses des prix sur les marchés des matières premières

Les matières premières ont suivi une tendance semblable à celle des actions. Les prix de plusieurs d'entre elles ont ainsi atteint leur niveau le plus élevé de l'année. Depuis l'examen de la situation de mars, l'évolution des prix des agents énergétiques a tout particulièrement retenu l'attention. En dollars, le prix du pétrole s'est accru de 52%. En francs, sa hausse a été moins vive grâce à la revalorisation du franc face à la monnaie américaine. Elle s'est néanmoins inscrite à 46%.

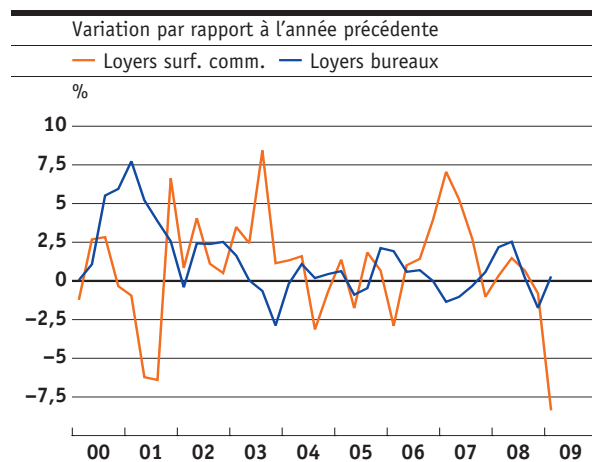
Tendances diverses sur le marché de l'immobilier

Les prix de l'immobilier n'ont pas évolué de manière homogène au premier trimestre. Dans l'ensemble, ils ont augmenté sensiblement par rapport à leur niveau de la période correspondante de 2008. Les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 5,4%, et ceux des maisons familiales, de 5,1%. Les loyers ont quant à eux enregistré une hausse de 3,9%. Les loyers des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont en revanche diminué de 3,6%. En outre, les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont même fléchi de 8,7%. Enfin, les loyers des bureaux sont restés approximativement inchangés.

Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Graphique 3.16
Loyers en termes nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Graphiques 3.15 et 3.16
Source: Wüest & Partner.

3.4 Agrégats monétaires

Croissance des agrégats monétaires

La BNS a continué à approvisionner généreusement le marché en liquidités afin de répondre à la demande exceptionnellement élevée des banques commerciales. Dans cette phase d'incertitude généralisée, la demande de billets de banque, en particulier de grosses coupures, a elle aussi augmenté sensiblement. Il ne faut par conséquent pas voir dans la vive expansion de la monnaie centrale – en mai, le taux annuel de croissance de cet agrégat atteignait 132% – le signe d'un approvisionnement excessif de l'économie en monnaie et d'une résurgence des risques d'inflation.

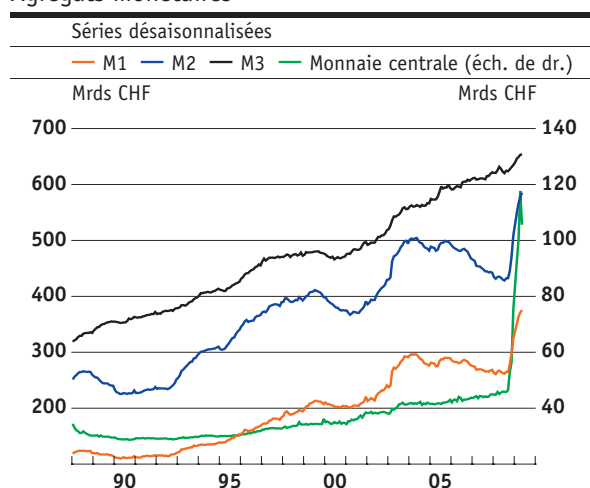
Une confirmation de ce qui précède réside également dans l'évolution des autres agrégats monétaires, qui ne se sont inscrits que légèrement au-dessus de leur niveau tendanciel (voir graphique 3.17). Tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont fortement augmenté dans les années 2003 à 2005, puis diminué à partir du début de 2006 du fait de la hausse des taux d'intérêt. A partir de l'automne 2007, ces deux agrégats ont peu fluctué, et ce en concordance avec la phase de stabilité dans laquelle sont entrés les taux d'intérêt à court terme. Après les récentes baisses de taux d'intérêt, M1 et M2 se sont remis à croître vigoureusement. En mai, M1 dépassait de 41,7% le niveau observé un an auparavant. Dans la même période,

M2 a augmenté de 35,1%. Quant à l'agrégat M3 (M2 et dépôts à terme), il fluctue en général moins fortement que les autres agrégats. En mai, son taux annuel de croissance s'établissait à 4,2% (voir tableau 3.1).

Taux d'inflation en hausse à moyen terme

Pour porter un jugement sur de possibles risques d'inflation ou de déflation qui pourraient résulter d'une dotation excessive ou insuffisante de l'économie en liquidités, on cherche à déterminer s'il y a un excédent ou un déficit dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*). L'écart entre le niveau effectivement observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat indique un excédent de liquidités s'il est positif ou un déficit s'il est négatif. Le niveau d'équilibre de M3 est estimé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie (voir «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33). Le graphique 3.18 indique les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Le graphique montre que la marge se trouvait toujours au-dessous de zéro au premier trimestre de 2009. L'évolution des masses monétaires d'avril à mai fait toutefois apparaître un excédent de liquidités qui laisse présager un taux d'inflation en hausse à moyen terme.

Graphique 3.17
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2007	2008	2008				2009	2009		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	44,2	49,6	45,8	45,4	45,3	61,7	92,9	100,3	118,0	105,4
Variation ³	2,5	12,1	2,6	3,3	4,4	37,8	102,9	117,9	160,5	132,0
M1²	268,9	273,1	266,4	265,3	258,5	302,3	355,4	365,8	375,9	375,9
Variation ³	-4,8	1,6	-3,4	-1,7	-1,1	12,5	33,4	37,0	39,0	41,7
M2²	450,5	443,1	438,7	434,3	423,7	475,7	554,8	570,1	584,5	587,9
Variation ³	-6,4	-1,7	-5,8	-4,3	-3,5	7,3	26,5	30,2	32,8	35,1
M3²	612,8	625,9	625,2	629,3	617,9	631,1	648,1	650,7	658,4	656,7
Variation ³	2,1	2,1	1,9	2,8	1,8	2,0	3,7	3,8	3,4	4,2

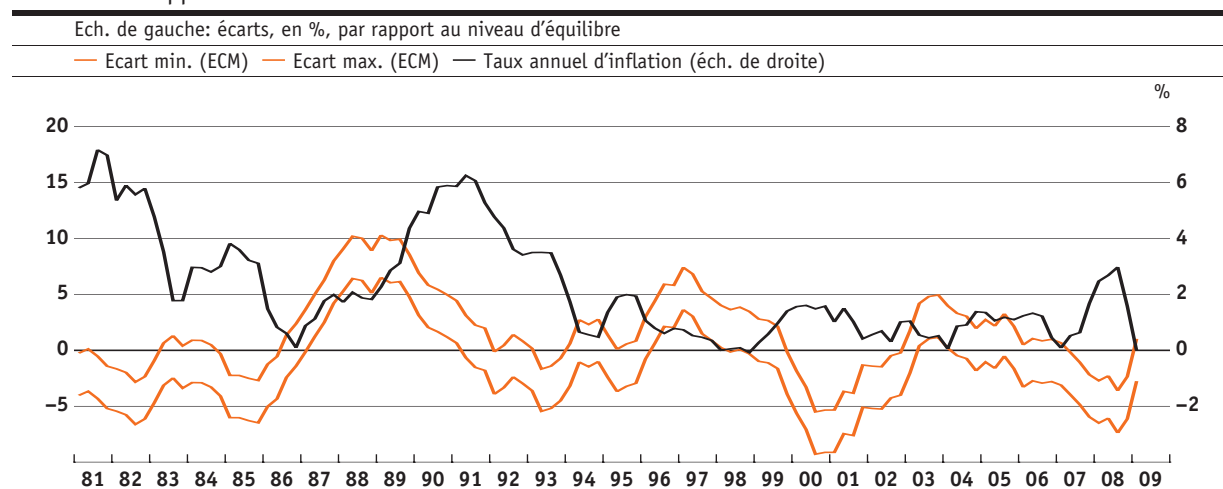
1 Définition 1995.

2 Niveau en milliards de francs.

3 En % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS.

Graphique 3.18
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS.

Très vif accroissement de la demande de monnaie centrale

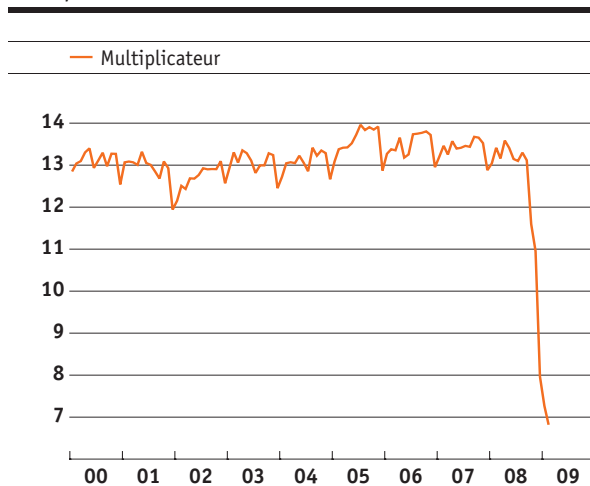
La base monétaire, soit les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS et les billets de banque en circulation, est un indicateur des liquidités sur le marché interbancaire. Depuis septembre 2008, la demande de monnaie centrale a plus que doublé, parce que les banques, depuis l'éclatement de la crise financière, ne s'accordent plus entre elles autant de crédits qu'auparavant. Les instituts d'émission, y compris la BNS, ont été amenés à reprendre ce rôle qui, en temps normal, est joué par les banques commerciales. Pour mesurer l'accroissement de la demande de monnaie centrale par les banques, on peut recourir à la relation entre les avoirs en comptes de virement et les dépôts (à vue, à terme et d'épargne) du public, dépôts qui entrent dans la composition de l'agrégat M3.

Une relation en général stable – le multiplicateur monétaire – existe entre les avoirs en comptes de virement – les liquidités sur le marché interbancaire – et l'agrégat M3 (voir graphique 3.19). Sur la base des liquidités dont elles disposent, les banques peuvent en effet multiplier, par des crédits, la quantité de monnaie dans le public. Pour

M3, le multiplicateur monétaire correspond au quotient obtenu en divisant l'agrégat M3 par la base monétaire. Depuis l'automne 2008, les avoirs en comptes de virement ont sensiblement augmenté, ce qui s'est traduit par un fort recul du multiplicateur. L'évolution du multiplicateur indique que les liquidités créées par la BNS après l'éclatement de la crise financière sont jusqu'ici restées dans le système bancaire. C'est pour cette raison que l'agrégat M3 n'a progressé que modérément jusque-là.

Tôt ou tard, le multiplicateur va se rapprocher de son niveau habituel. Fondamentalement, ce rapprochement peut se faire selon deux scénarios. Dans le premier, un cas de politique monétaire à éviter, le multiplicateur augmente, tandis que la base monétaire reste inchangée. Les fortes liquidités que détiennent les banques sont alors mises à la disposition du reste de l'économie par des octrois de crédits. D'où une expansion de M3 qui pourrait avec le temps engendrer de l'inflation. Si, en revanche, le multiplicateur augmente parce que la BNS absorbe des liquidités sur le marché interbancaire et réduit ainsi les avoirs en comptes de virement, alors la croissance de M3 et l'inflation restent toutes deux sous contrôle.

Graphique 3.19
Multiplicateur de la masse monétaire M3



Source: BNS.

3.5 Crédits

Croissance plus vive des créances hypothécaires

Les créances hypothécaires augmentent à un rythme vigoureux du fait du bas niveau des taux d'intérêt. Les autres crédits marquent par contre un tassement; ceux qui ont été accordés aux ménages diminuent rapidement. Les créances hypothécaires des banques cantonales dépassent celles des grandes banques, comme on l'a déjà observé dans de précédentes phases de récession. En outre, des grandes entreprises signalent une réduction de leur limite de crédit, et, selon le *Bank Lending Survey*, les conditions appliquées aux crédits se sont légèrement durcies.

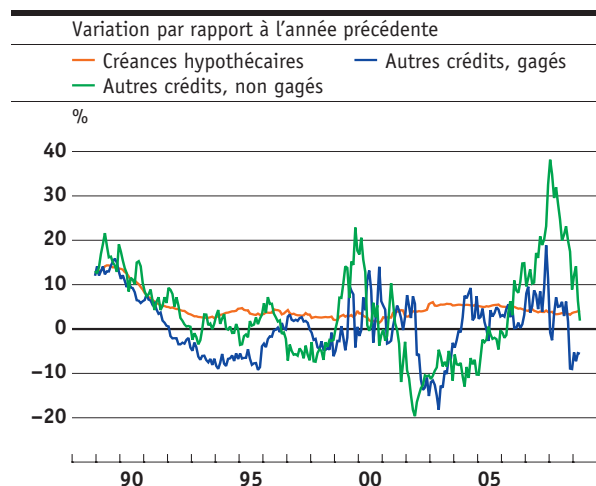
Le taux annuel de croissance de l'ensemble des crédits a diminué légèrement, passant de 4,2% au quatrième trimestre de 2008 à 4,1% au premier trimestre de 2009. La progression des créances hypothécaires s'est accélérée (+3,9% au premier trimestre de 2009, contre +3,4% au trimestre précédent), alors que celle des autres crédits s'est ralentie (+4,7%, contre +7,1%). Ce ralentissement est dû principalement au fait que les autres crédits assortis de gages ont reculé de 6% (-5,6% au quatrième trimestre de 2008). Les autres crédits en blanc ont quant à eux augmenté de 10,9% au premier trimestre, contre 15,3% au trimestre précédent.

Les tendances observées au premier trimestre se sont maintenues en avril. Ainsi, le taux annuel de croissance de l'ensemble des crédits a encore diminué, passant à 3,1%. Les créances hypothécaires ont augmenté de 4,2%, soit à un rythme plus

élevé qu'au premier trimestre, alors que les autres crédits ont diminué de 0,8%. Une telle expansion des créances hypothécaires, grâce au bas niveau des taux d'intérêt, n'avait plus été observée depuis avril 2007. Les autres crédits assortis de gages ont continué à reculer (-5,6%), tandis que ceux qui sont en blanc ont encore progressé légèrement (+1,9%). L'évolution des autres crédits reflète la situation économique actuelle. Depuis 1988, on observe une corrélation de 0,58 entre le taux de croissance des autres crédits assortis de gages et celui du PIB réel et de 0,30 entre le taux de croissance des autres crédits en blanc et celui du PIB réel.

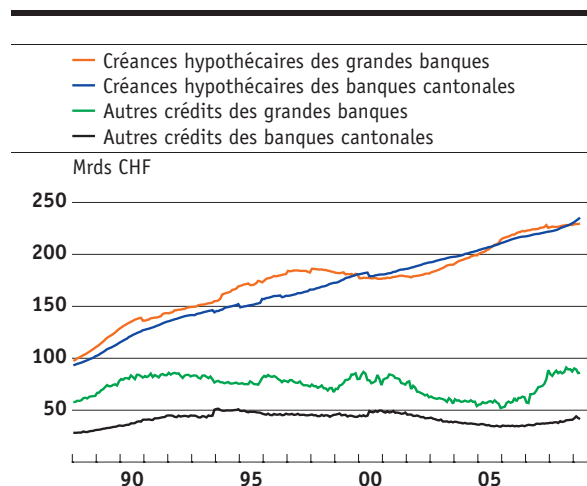
Depuis mars 2009, la statistique sur l'encours des crédits repose sur une enquête modifiée. Une des principales modifications a trait aux entreprises qui, dans la nouvelle enquête, font l'objet d'une répartition entre le secteur privé et le secteur public. La répartition des crédits entre entreprises privées et ménages montre que le taux annuel de croissance des créances hypothécaires sur les entreprises s'établissait à 6,6% au premier trimestre et était ainsi plus élevé qu'au trimestre précédent; celui des autres crédits aux entreprises atteignait 15%. Les créances hypothécaires sur les ménages dépassaient, au premier trimestre, de 3,5% le niveau observé un an auparavant; leur rythme de croissance s'est légèrement accéléré. Par contre, les autres crédits aux ménages ont reculé de 17,9% entre le premier trimestre de 2008 et la période correspondante de 2009. En règle générale, ils évoluent en fonction de la consommation privée (corrélation de 0,51).

Graphique 3.20
Evolution des crédits bancaires



Source: BNS.

Graphique 3.21
Crédits bancaires

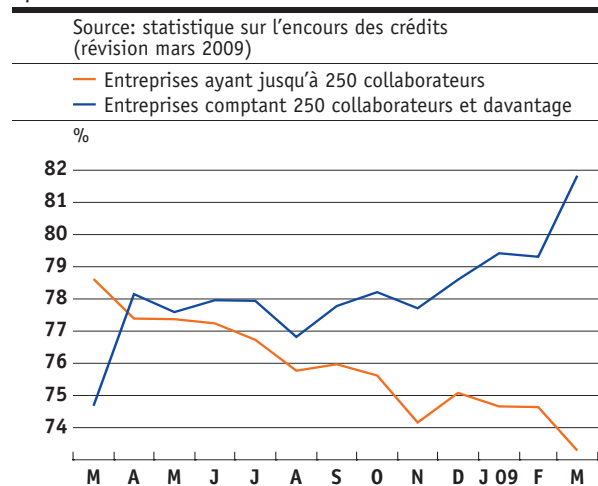


Source: BNS.

Le graphique 3.21 illustre l'évolution des créances hypothécaires et des autres crédits dans les grandes banques et les banques cantonales. Fin 2008, le volume des créances hypothécaires des banques cantonales a passé au-dessus de celui des grandes banques. La même situation avait été observée pendant la récession du début de la décennie. Il ressort également de ce graphique que la croissance des autres crédits a fléchi, en particulier dans les grandes banques.

Le graphique 3.22 montre l'utilisation des limites de crédit par les entreprises privées moyennes et petites (PME) ainsi que par les grandes entreprises. Dans les grandes entreprises, le taux d'utilisation de ces limites était de 82% en mars, contre 79% en février, ce qui s'explique par une diminution des lignes de crédit. Dans les PME, ce taux a passé de 75% à 73% durant le même laps de temps. La diminution des limites de crédit en faveur des grandes entreprises est en ligne avec ce qui ressort du *Bank Lending Survey*. Selon cette enquête les conditions appliquées aux crédits ont été durcies non seulement pour les grandes entreprises, mais aussi, et c'est nouveau, pour les PME. Si cette enquête qui est menée depuis relativement peu de temps joue, comme à l'étranger, un rôle d'indicateur avancé, une diminution des octrois de crédits aux PME pourrait être observée ces prochains mois.

Graphique 3.22
Epuisement des limites



Source: BNS.

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2007	2008	2008				2009	2009		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.		1 ^{er} trim.	Février	Mars
Total¹	5,8	5,7	6,6	6,4	5,8	4,2	4,1	4,4	3,6	3,1
Créances hypothécaires ¹	4,0	3,5	3,7	3,4	3,5	3,4	3,9	3,9	4,0	4,2
dont ménages ²	4,3	3,3	3,6	3,0	3,5	3,3	3,5	3,3	3,7	-
dont entreprises										
privées ²	2,8	3,9	3,4	4,5	3,8	4,1	6,6	6,0	7,7	-
Autres crédits ¹	13,4	14,8	19,3	19,0	15,0	7,1	4,7	6,4	2,1	-0,8
dont gagés ¹	8,2	1,2	0,0	5,7	5,1	-5,6	-6,0	-7,3	-5,4	-5,6
dont non gagés ¹	17,2	24,2	34,1	28,2	21,4	15,3	10,9	14,1	6,4	1,9
dont en										
francs suisses ¹	5,7	20,3	22,4	23,6	19,3	16,3	6,2	8,2	3,4	1,2
dont en autres monnaies ¹	44,3	-1,8	8,8	5,2	2,3	-18,5	-3,2	-3,7	-4,9	-9,6

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. Publiée chaque trimestre, 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. La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution des prix qui est attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu inchangé pendant toute la période sur laquelle elle porte.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, d'in-

fluences exogènes. Plusieurs modèles servant à établir la prédiction d'inflation de la BNS prennent ces éléments en considération et intègrent par conséquent l'évolution à attendre en Suisse dans un environnement international. Le scénario ainsi envisagé pour la conjoncture internationale correspond à l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 présente les principales hypothèses de ce scénario qui ont été retenues pour les prévisions de mars et de juin 2009.

Chute, plus forte que prévu, de la croissance à court terme

La chute de la croissance au dernier semestre d'hiver, qui a surpris par son ampleur, a entraîné une nouvelle révision à la baisse des hypothèses sur la croissance en 2009. Ainsi, on table pour l'année en cours sur un recul du PIB de 2,8% aux Etats-Unis et de 4,6% en Europe. Pour 2010, on s'attend à une reprise, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, mais celle-ci devrait être légèrement inférieure à ce qui avait été retenu pour la prédiction de mars.

Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 60 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 54 dollars. En outre, des taux d'inflation nettement inférieurs, sur le plan mondial, à ceux qui étaient entrés dans la prédiction de mars ont été escomptés pour les années 2009 et 2010. Enfin, le cours de l'euro a été fixé à 1,34 dollar pour toute la période sur laquelle porte la prédiction.

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

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

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

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

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

Juin 2009	2009	2010	2011
PIB USA ¹	-2,8	1,7	2,9
PIB UE (à 15) ¹	-4,6	0,2	2,1
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1.34	1.34
Prix du baril de pétrole en dollars ²		60	54
Prix du baril de pétrole en francs suisses ³		65	58

Mars 2009	2009	2010	2011
PIB USA ¹	-1,8	1,9	2,9
PIB UE (à 15) ¹	-2,8	0,5	2,2
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1.30	1.30
Prix du baril de pétrole en dollars ²		42	45
Prix du baril de pétrole en francs suisses ⁴		49	52

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 18 juin 2009.

4 Niveau, cours du 12 mars 2009.

Source: BNS.

4.2 Prédiction d'inflation et décision de politique monétaire

La politique monétaire de la BNS a traversé trois phases depuis l'éclatement de la crise financière en août 2007. Confrontée à une paralysie croissante du marché interbancaire, la BNS a cherché tout d'abord à mettre l'économie suisse à l'abri d'une dégradation des conditions sur le marché du crédit. Dès le déclenchement de la crise, elle s'est opposée aux forces ascendantes exercées sur le Libor à trois mois en francs en procédant à des baisses appropriées du taux appliqué aux pensions de titres. De septembre 2007 à septembre 2008, le Libor a pu être stabilisé à hauteur de 2,75%. La Banque nationale a ainsi protégé l'économie d'une augmentation des taux d'intérêt résultant de la croissance des primes de risque sur le marché monétaire. Sachant que le repli conjoncturel n'allait manquer d'avoir un effet modérateur sur les prix, la BNS s'est abstenue d'adopter une politique plus restrictive, bien que l'envolée du prix du pétrole ait exercé une pression haussière sur le renchérissement et risqué de déstabiliser les anticipations d'inflation.

La deuxième phase a commencé à l'automne 2008 alors qu'apparaissaient les premiers signes d'une dégradation rapide de la conjoncture et que la crise financière s'aggravait fortement à la suite de la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers. La Banque nationale a rapidement relâché les rênes monétaires en abaissant l'objectif pour le Libor de 225 points de base en l'espace de trois mois pour l'amener à un niveau d'environ 0,5%. Parallèlement, elle a été amenée à stabiliser le secteur financier en s'engageant à reprendre un important portefeuille d'actifs illiquides d'UBS. De plus, la BNS a conclu des accords de swap euros contre francs suisses avec la Banque centrale européenne, la Banque nationale de Pologne et celle de Hongrie, afin de faciliter le refinancement des banques ayant accordé des crédits hypothécaires en francs suisses dans ces deux pays. Ces swaps ont permis de contrecarrer la hausse du Libor générée par une demande additionnelle de francs suisses hors du champ d'opération habituel de la BNS.

La troisième phase a débuté en mars 2009. La stabilité des prix était désormais menacée, non pas par le dérapage inflationniste temporaire de 2008 mais, au contraire, par le risque d'une baisse des prix au cours des trois prochaines années. Comme

sa marge de manœuvre en matière de taux d'intérêt était désormais limitée, la BNS a décidé de recourir à des instruments non conventionnels afin d'assouplir encore davantage les conditions monétaires.

Comment la situation économique et financière a-t-elle évolué depuis l'examen de la situation en mars dernier?

Perspectives économiques internationales

L'activité économique mondiale s'est repliée plus fortement que prévu au cours du premier trimestre de cette année, en particulier en Europe et au Japon. Les indicateurs financiers et macroéconomiques récents révèlent cependant quelques signes positifs. Les indices boursiers sont de nouveau orientés à la hausse. Le prix du pétrole, qui avait dévissé à partir de juillet 2008, progresse à nouveau depuis mars. Les primes de risque sur les marchés monétaires et sur les marchés des capitaux ont baissé. De plus, les indices de marche des affaires des entreprises et de confiance des ménages ont clairement repris une tendance haussière, même s'ils se situent encore à des niveaux historiquement bas. L'effet conjugué de ces évolutions modifie l'appréciation des risques par la BNS mais n'affecte pas notablement son scénario de développement de l'économie mondiale. La Banque nationale continue de penser que des taux de croissance positifs pourraient apparaître dans la deuxième partie de 2009 aux Etats-Unis et au début de 2010 en Europe. Elle table toujours sur une reprise globale modeste, qui ne permettra pas de résorber le degré élevé de sous-utilisation des capacités de production au cours des prochains trimestres. En conséquence, le chômage devrait continuer à progresser dans l'ensemble des pays avancés.

Perspectives économiques en Suisse

Comme attendu, la conjoncture suisse a continué de se détériorer en début d'année. Au premier trimestre de 2009, le PIB s'est contracté de 3,2% en termes annualisés. Ce chiffre masque toutefois une baisse bien plus marquée de la demande finale. Comme au trimestre précédent déjà, une partie de la production a en effet été absorbée par une augmentation des stocks. La demande étrangère a connu une nouvelle chute et le taux d'utilisation des capacités de production s'est nettement replié dans le secteur manufacturier. De son côté, la demande domestique finale du secteur privé a stagné. Elle va selon toute probabilité faiblir dans les mois à venir:

les entreprises vont réduire les investissements en équipements et les dépenses des ménages vont être freinées par l'incertitude croissante sur le marché du travail. Le nombre de personnes touchées par le chômage partiel était en forte progression en début d'année et le chômage complet augmente régulièrement. Cette tendance devrait se maintenir dans les prochains mois, car les indicateurs avancés de la demande de travail sont en net repli.

On peut toutefois espérer que les signes d'amélioration perçus à l'étranger se transmettent progressivement à l'économie suisse. A partir du deuxième trimestre, le rythme de contraction des exportations devrait diminuer. En raison de l'affaiblissement de la demande domestique, d'une part, et du processus de déstockage, d'autre part, la croissance économique devrait toutefois demeurer négative au cours des prochains trimestres. Sur l'ensemble de l'année 2009, la Banque nationale continue de tabler sur un recul du PIB compris entre 2,5% et 3%. Ces chiffres restent encore relativement modérés en comparaison internationale, car la Suisse profite de la bonne diversification et de la relative flexibilité de son économie. Il convient toutefois de souligner que les risques liés à la prévision de la BNS sont clairement orientés vers le bas.

Evolution du cadre monétaire et financier

Comment les conditions monétaires et financières ont-elles évolué depuis l'examen de la situation de mars? L'évolution des taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux et celle des cours des devises sur le marché des changes seront analysées dans un premier volet.

Sur le marché monétaire, le Libor à trois mois a baissé, mais pas autant que la BNS le souhaitait. Il se situe autour de 40 points de base, freiné dans sa chute par le niveau des primes de risque. L'objectif reste, comme annoncé en mars, «d'amener progressivement le Libor dans la zone inférieure de la nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25%». Les progrès seront lents, car la politique monétaire ne peut agir sur les primes de risque que d'une manière indirecte, par exemple en promouvant un climat de plus grande confiance dans le secteur bancaire.

Le marché des capitaux a été soumis, lui, à deux forces contraires. D'une part, les taux d'intérêt à long terme, influencés par l'évolution internationale, ont légèrement augmenté. Dans ce

mouvement se reflètent un regain d'optimisme conjoncturel, des craintes inflationnistes et les besoins accrus en capitaux du secteur public. D'autre part, les primes de risque ont légèrement diminué. Elles demeurent cependant élevées et les baisses intervenues ont en outre été disparates, touchant sélectivement les entreprises selon leur branche, les débiteurs selon leur qualité, et les obligations selon leur maturité.

De novembre 2007 à mars 2009, le franc s'était apprécié de manière importante, à savoir de 10% en termes pondérés par les flux commerciaux et de 11% face à l'euro. Malgré les baisses des taux d'intérêt intervenues entre octobre et décembre de l'an dernier, le raffermissement du franc avait entraîné un resserrement malvenu des conditions monétaires. Au vu de cette évolution, la BNS a décidé, lors de son examen de la situation en mars, d'empêcher une nouvelle revalorisation du franc face à l'euro en achetant des devises sur le marché des changes. Son objectif a été atteint: le franc a depuis lors cessé de s'apprécier par rapport à l'euro et sa volatilité par rapport à la monnaie européenne a nettement diminué.

Qu'en est-il des conditions monétaires en termes de volumes, c'est-à-dire de l'analyse des crédits et des agrégats monétaires? Les crédits dans leur totalité continuent de croître à un taux annuel de plus de 3%. Ce chiffre recouvre cependant des évolutions contraires. D'une part, les crédits hypothécaires progressent de plus en plus rapidement depuis novembre; leur taux de croissance était de 3,6% en décembre et de 4,2% en avril, une accélération que l'on peut attribuer à la baisse du Libor. D'autre part, les autres crédits, toutes monnaies confondues, ont commencé à reculer en avril (-0,8%), comme on pouvait s'y attendre dans cette phase du cycle économique. Cependant, les autres crédits accordés en francs ont continué de progresser à un rythme de 1,2% alors même que leur niveau était déjà relativement élevé. Pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises privées, ils ont augmenté de 10,2% au premier trimestre de 2009 par rapport au premier trimestre de 2008. La BNS ne discerne donc aucune indication d'un rationnement du crédit bancaire (*credit crunch*) en Suisse. Evidemment, comme la qualité de certains débiteurs diminue en période de récession, un resserrement cyclique des conditions d'octroi des crédits est inévitable, mais on ne saurait l'assimiler à un *credit crunch*.

Ces informations statistiques sont confirmées par l'enquête trimestrielle concernant les conditions d'octroi des crédits auprès des 20 banques les plus importantes de Suisse, que la Banque nationale effectue depuis le début de 2008. Il ressort de cette étude qu'un tiers des banques interrogées ont resserré légèrement leurs conditions d'octroi de crédits. Cette proportion est un peu plus élevée pour les crédits accordés aux grandes entreprises que pour ceux accordés aux petites et moyennes entreprises.

En résumé, la situation sur le marché des crédits bancaires continue de rester relativement détendue et clairement meilleure qu'aux Etats-Unis et dans la zone euro. Une détérioration ne peut cependant pas être exclue à l'avenir.

L'analyse monétaire révèle les points suivants: la demande de liquidités sur le marché interbancaire a augmenté substantiellement depuis maintenant plus de 18 mois et, comme indiqué précédemment, la perte de confiance entre banques a paralysé le fonctionnement du marché. La Banque nationale a dû se substituer aux banques créancières réticentes et alimenter généreusement le marché en liquidités par une expansion considérable de ses pensions de titres. De plus, l'achat de devises sur les marchés des changes, d'obligations de débiteurs privés ainsi que la mise à disposition de francs suisses par les accords de swap passés avec la Banque centrale européenne et les banques centrales de Pologne et de Hongrie ont créé des liquidités supplémentaires. La monnaie centrale a ainsi crû de 132% entre mai 2008 et mai 2009. Elle atteint désormais 105 milliards de francs. Le danger inflationniste à moyen et long terme d'une telle création de monnaie centrale reste limité, car la BNS sera en mesure de la résorber rapidement, par un ralentissement de ses crédits ou par une émission de Bons de la BNS, dès que la confiance sera revenue sur les marchés.

Les liquidités thésaurisées par les banques pourraient cependant donner lieu à une création monétaire excessive au travers d'une dilatation massive du crédit bancaire. La croissance des agrégats monétaires étroits M1 et M2, qui sont très sensibles aux variations de taux d'intérêt, a dépassé respectivement 40% et 30% en mai. Cette forte croissance reflète essentiellement la préférence du public pour les actifs monétaires les plus liquides au détriment des dépôts à terme, en raison des incertitudes financières et de la baisse des taux

d'intérêt. L'agrégat monétaire M3, qui contient ces effets de substitution, a continué de croître à un taux plus mesuré de 4,2% en mai, ce qui montre que la création de monnaie centrale est restée thésaurisée au niveau interbancaire et qu'elle ne s'est pas encore transmise au reste de l'économie. La politique monétaire doit veiller à ce que le niveau des agrégats monétaires ne devienne pas excessif de manière durable. Les indicateurs suivis par la BNS montrent que tel n'est pas le cas pour le moment.

Inflation et risques inflationnistes

Le renchérissement a évolué conformément aux attentes. L'inflation a été nulle au premier trimestre alors que la BNS attendait 0,1%. Ses prévisions restent dans l'ensemble inchangées pour l'année en cours: l'inflation restera négative pour le reste de 2009. Cela est dû essentiellement aux prix des biens importés qui sont en baisse par rapport à leur niveau élevé de l'an passé. Le renchérissement des biens et services domestiques, tout en s'affaiblissant au cours de l'année, restera toutefois supérieur à 1%. Les perspectives pour les années suivantes ont été quelque peu révisées à la hausse.

La décision de politique monétaire

Lors de son examen de la situation en mars dernier, la BNS a identifié certains éléments qui lui laissaient entrevoir un renchérissement négatif pour 2009 et un risque de déflation pour les années 2010 et 2011. Face à ce danger, elle a relâché les conditions monétaires en engageant des moyens supplémentaires. Elle a diminué la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 25 points de base à 0%-0,75% en visant un niveau de 0,25%. Pour cela, la Banque nationale a accordé des pensions de titres à plus long terme et conclu des swaps de change. Pour empêcher une nouvelle revalorisation du franc par rapport à la monnaie européenne, elle a acheté des devises sur les marchés des changes et elle a acquis des obligations de débiteurs privés afin d'influer à la baisse sur les primes de risque sur le marché des capitaux. Ces opérations ont, dans l'ensemble, atteint leur objectif; la situation se normalise progressivement mais reste encore très fragile. Les risques sont toujours importants et clairement orientés à la baisse. Dans ces conditions, et au vu de la prévision d'inflation, la BNS estime que le temps d'une correction n'est pas encore venu mais qu'un relâchement supplémen-

taire des conditions monétaires n'est pas nécessaire non plus. Aussi a-t-elle décidé le 18 juin de poursuivre sa politique monétaire expansionniste en laissant en vigueur l'ensemble des mesures mises en place le 12 mars dernier.

Graphique présentant la prévision d'inflation

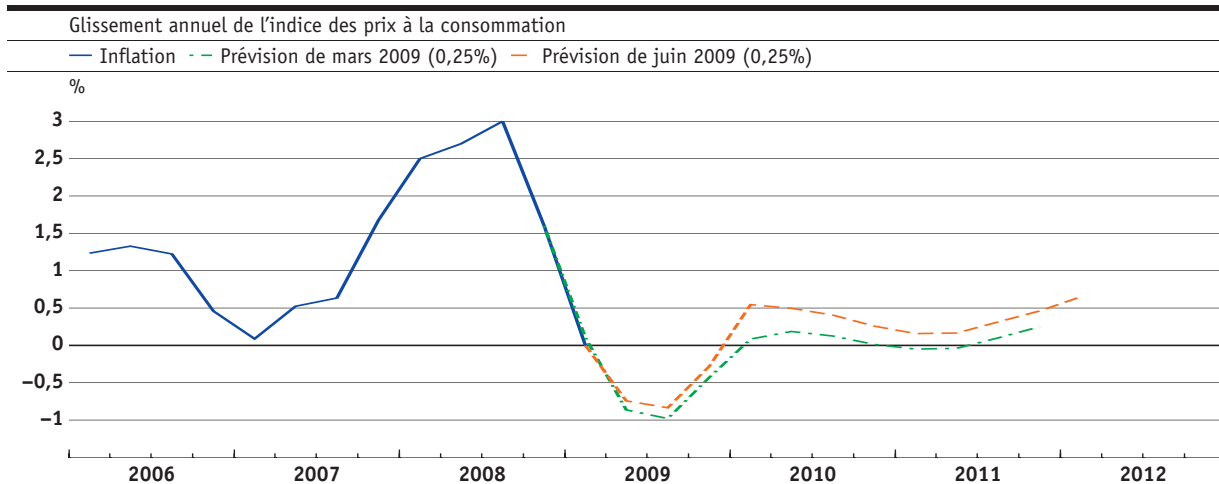
Comment la prévision d'inflation a-t-elle été révisée? La nouvelle prévision est représentée sur le graphique par la courbe en tirets rouges. Celle-ci porte sur la période allant du deuxième trimestre de 2009 au premier trimestre de 2012. Elle présente les perspectives en matière d'inflation en supposant que le Libor à trois mois reste inchangé à un niveau de 0,25% durant toute la période de prévision. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de la situation de mars, qui avait également été établie avec un Libor à trois mois de 0,25%. La nouvelle prévision indique toujours une inflation négative pour 2009 mais avec une très légère correction à la hausse. Cette dernière s'explique par la reprise récente des prix des énergies fossiles et des matières premières en général. En moyenne sur l'année, le renchérisse-

ment restera cependant négatif au taux annuel inchangé de -0,5%. Pour 2010, la hausse des prix devrait redevenir légèrement positive et pourrait être un peu supérieure à celle prévue en mars dernier. Cette évolution s'explique par une inflation domestique qui, quoique décroissante, avoisinera 1% au tournant de l'année et par une déflation importée qui s'estompera un peu plus rapidement. Enfin, pour 2011, la nouvelle prévision montre que le renchérissement s'accélère quelque peu en fin d'horizon de prévision si le taux Libor devait rester au niveau aussi bas que celui qui est visé aujourd'hui. On voit ainsi que le Libor ne pourra pas rester fixé indéfiniment à 0,25%. Mais, comme le montre aussi la prévision, il serait tout autant contre-indiqué de le relever maintenant, car les très faibles taux d'inflation attendus pour 2010 et 2011 (0,4% et 0,3% respectivement) signalent que le risque de déflation n'a pas complètement disparu.

En continuant d'orienter ses décisions à l'aide d'une prévision d'inflation, la Banque nationale s'assure que les mesures exceptionnelles actuellement en vigueur ne compromettent pas la stabilité des prix à moyen et long terme.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation de mars 2009, avec Libor à 0,25%, et de juin 2009, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Inflation observée (juin 2009)

Tableau 4.2

	2006				2007				2008				2009				2006	2007	2008	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Inflation	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00	1,60	0,00					1,1	0,7	2,5

Prévisions d'inflation de mars 2009, avec Libor à 0,25%, et de juin 2009, avec Libor à 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Prévision de mars 2009, Libor à 0,25%	0,10	-0,86	-0,98	-0,43	0,09	0,19	0,13	0,01	-0,05	-0,04	0,10	0,25						-0,5	0,1	0,1
Prévision de juin 2009, Libor à 0,25%		-0,74	-0,83	-0,28	0,55	0,50	0,40	0,26	0,16	0,17	0,31	0,46	0,65					-0,5	0,4	0,3

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 juin 2009

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 d'avril et de mai 2009, sont résumés ci-après.

Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés en avril et en mai 2009 avec quelque 180 représentants de divers secteurs et branches de l'économie ont donné l'image d'une nouvelle détérioration de la situation économique. Plusieurs signes indiquent, certes, un ralentissement de la tendance baissière dans l'industrie d'exportation, mais seules quelques rares entreprises ont fait état d'une stabilisation, voire d'une amélioration de la marche des affaires.

La crise, qui dans un premier temps avait principalement touché les exportations et le secteur financier, a manifestement affecté l'économie intérieure ces derniers mois. Les différences restent toutefois importantes: la marche des affaires des sociétés exportatrices est indéniablement plus mauvaise que celle des entreprises axées sur le marché intérieur. Au niveau des branches, l'industrie des biens d'équipement a enregistré le plus fort

recul, tandis que, dans l'ensemble, la construction et le commerce de détail se portent plutôt bien, même si ces branches ont nettement perdu de leur vigueur.

En raison de la crise, la majorité des entreprises ont pris de vastes mesures de réduction des coûts. De nombreux projets d'investissement ont été gelés et beaucoup de sociétés, notamment dans l'industrie, ont eu recours au chômage partiel. Cette situation reflète également des perspectives qui, de l'avis de la plupart des interlocuteurs, sont plutôt sombres. Seuls quelques-uns tablent sur une amélioration au second semestre et les attentes pour 2010 sont encore très incertaines. Compte tenu de la récession sur le plan mondial, l'évolution des cours de change ces derniers trimestres a inquiété nombre d'interlocuteurs. C'est pourquoi les représentants de l'industrie d'exportation, en particulier, ont salué le fait que la Banque nationale annonce vouloir empêcher une nouvelle revalorisation du franc face à l'euro.

1 Production

Industrie

Si le taux d'utilisation des capacités de production était à son maximum dans les entreprises industrielles il y a encore un an, ce n'est de loin plus le cas aujourd'hui. Les entrées et les carnets de commandes ont enregistré un net recul et la production a été réduite. De plus, la faiblesse de la demande s'est encore propagée au cours des derniers mois, entraînant dans la crise des entreprises qui semblaient moins exposées de par leur position sur le marché et la structure de leur production et qui, jusqu'à présent, avaient pu échapper aux turbulences.

Les entreprises exportatrices ont été les plus durement frappées par la récession. Leurs carnets de commandes sont parfois à un niveau nettement inférieur à celui du trimestre correspondant de 2008. Ce repli est très net dans l'industrie des biens d'équipement. L'alimentation et l'industrie pharmaceutique ont été les plus stables, ce qui est peu surprenant. Seules quelques niches ont connu une évolution positive, notamment les entreprises opérant dans le secteur des énergies renouvelables.

La récession a touché de plein fouet de nombreux fournisseurs. Lors de la phase de haute conjoncture, ils avaient bénéficié de l'externalisation d'une partie de la chaîne de création de valeur par les grandes entreprises. La crise a cependant provoqué un renversement partiel de la situation, ces entreprises réalisant désormais de nouvelles elles-mêmes ces travaux afin d'occuper leurs salariés. Beaucoup de fournisseurs ont enregistré un nouveau recul des entrées de commandes ces derniers mois, car nombre de leurs principaux clients à l'étranger ont fortement réduit leurs stocks.

Plusieurs interlocuteurs de l'industrie ont indiqué que le fléchissement des commandes s'était récemment stabilisé, mais ils doutent encore pour la plupart qu'un retournement de tendance soit imminent.

Services

Les interlocuteurs des branches axées sur les services aux consommateurs ont exprimé des avis partagés sur la marche des affaires. Dans le commerce de détail, les ventes de denrées alimentaires et d'autres biens d'usage quotidien étaient jusqu'ici

majoritairement supérieures à leur niveau du trimestre correspondant de 2008. L'habillement, l'électronique de divertissement et les biens de consommation durables ont en revanche affiché des résultats plus faibles. Les articles de luxe ont subi un net repli: d'une manière générale, les consommateurs semblent remplacer les articles chers par des produits meilleur marché. Depuis Pâques, d'autres signes indiquent aussi que la demande a nettement perdu de sa vigueur. Les détaillants avaient depuis longtemps prévu que la montée du chômage pèserait sur le climat de consommation.

Dans l'hôtellerie, le nombre de nuitées a baissé ces derniers mois, le recul étant plus marqué chez les hôtes étrangers que chez les touristes suisses. Cette diminution a été particulièrement sensible au niveau de la clientèle commerciale et des hôtes venant de nouveaux marchés comme la Russie. Les dépenses par hôte semblent également en recul. La plupart des interlocuteurs s'attendent à une nouvelle diminution du nombre de touristes pour la saison estivale, mais pas à un véritable effondrement. Il est toutefois difficile d'évaluer la situation, car en période de récession, les réservations tendent à être effectuées moins longtemps à l'avance qu'en temps normal.

Les interlocuteurs des sociétés de services aux entreprises sont nettement plus affectés par la crise que les détaillants et la majorité des restaurateurs et hôteliers. Dans le secteur des transports et de la logistique, la demande a reculé de manière significative et demeure faible. La publicité et les activités de conseil sont elles aussi durement touchées. Le niveau des commandes dans le domaine des technologies de l'information semble en revanche relativement soutenu. La branche souffre certes de la crise, mais plusieurs interlocuteurs ont indiqué qu'ils n'avaient senti aucun fléchissement.

La plupart des représentants des banques se sont montrés satisfaits du volume des opérations d'intérêts, mais déplorent une érosion des marges. Les opérations de commission sont toujours à un niveau inférieur à celui du trimestre correspondant de 2008. Bien que le redressement persistant observé depuis la mi-mars sur les places boursières s'accompagne d'un retour à l'optimisme, la confiance des investisseurs reste faible, selon plusieurs gérants de fortune.

Construction et immobilier

Le secteur de la construction continue de se montrer étonnamment robuste. Certes, l'activité s'est révélée inférieure aux attentes au premier trimestre en raison des intempéries et la demande de surfaces commerciales est en net recul, mais la majorité des interlocuteurs ont évoqué une marche des affaires toujours bonne dans le génie civil. Par ailleurs, la demande reste élevée dans la construction de logements grâce aux projets de nouvelles constructions et aux mandats de rénovation de maisons individuelles.

Les interlocuteurs du secteur de la construction s'attendent à un fléchissement de la demande dans les trimestres à venir, mais pas à un effondrement. La demande dans la construction de logements est soutenue non seulement par les faibles taux hypothécaires, mais également par la croissance démographique. De plus, en raison des grandes incertitudes qui règnent sur les marchés des actions, les biens immobiliers sont devenus des placements plus intéressants pour les caisses de pensions et les investisseurs privés. Les programmes conjoncturels décidés par la Confédération et par plusieurs cantons dopent aussi la demande dans la construction. Encouragés par les bons exercices des dernières années, même les cantons qui n'ont pas adopté de plan de relance augmentent leurs dépenses de construction par rapport à l'année dernière.

2 Marché du travail

De nombreuses entreprises, en particulier dans le secteur industriel, ont réagi à la faiblesse de la demande en introduisant le chômage partiel. De l'avis des interlocuteurs, cette solution a pour principal avantage de permettre une baisse des coûts sans perte de main-d'œuvre. De plus, il est moins démotivant pour les collaborateurs que des licenciements.

La plupart des interlocuteurs s'attendent à une hausse du chômage ces prochains mois. De nombreuses entreprises essaieront encore de réduire leurs effectifs en profitant des fluctuations naturelles, et le chômage partiel devrait déboucher de plus en plus sur des licenciements si les perspectives de reprise économique ne se confirment pas.

3 Conditions de crédit

Pour la plupart des interlocuteurs, la baisse du volume des crédits tient principalement à la demande: on investit moins et les investissements réalisés sont autofinancés dans de nombreux cas.

Presque tous les interlocuteurs précisent que les conditions de financement sont restées inchangées. Beaucoup s'attendent néanmoins à un prochain durcissement en raison de la nette dégradation des chiffres repères. On évoque également ici et là une situation plus difficile pour les gros crédits.

De nombreux représentants d'entreprise déclarent être plus attentifs à la gestion des liquidités et s'efforcer de conserver un niveau de liquidités suffisant. Les banques et les conseillers d'entreprise affirment pour leur part qu'un nombre croissant de sociétés connaissent des difficultés et ils s'attendent à une hausse des défaillances de crédit.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

La majorité des interlocuteurs ont évoqué l'intensification de la concurrence et une sous-utilisation croissante des capacités. Nombreuses sont les entreprises qui subissent une forte pression sur les prix. Pour contrecarrer la pression exercée sur les marges, les sociétés ont décidé de réduire leurs charges en adoptant des mesures d'économie et en élaborant d'autres programmes ad hoc. Selon la structure des coûts, la diminution du prix des matières premières et des transports ainsi que les intérêts plus faibles sur le capital peuvent amener une certaine détente.

Compte tenu de la détérioration de la situation bénéficiaire, l'évolution des cours de change fait l'objet d'une attention accrue. Les interlocuteurs de l'industrie d'exportation, qui suivaient avec inquiétude le raffermissement du franc, ont donc salué le fait que la Banque nationale annonce vouloir empêcher une nouvelle revalorisation du franc face à l'euro.

Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque
Berne, le 17 avril 2009

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Mesdames, Messieurs,
Chers invités,

L'an passé, l'Assemblée générale s'était déroulée sous le signe du centenaire de la Banque nationale. J'avais alors constaté que l'institut d'émission suisse s'était trouvé confronté à des défis particuliers tant l'année de sa fondation que lors de ses anniversaires suivants. J'avais cité, au nombre des défis à relever lors du centenaire, les turbulences qui ont agité les marchés financiers dès août 2007. Depuis, ces turbulences se sont muées en une crise financière, la plus profonde et la plus complexe que le monde ait connue depuis la Grande Dépression. En outre, cette crise financière s'est transformée en crise économique mondiale qui, aujourd'hui, frappe aussi la Suisse de plein fouet.

L'aggravation de la crise financière et les mesures visant à renforcer le système financier suisse

En 2008, la crise financière a focalisé l'attention de la Banque nationale. Dès le début, la vulnérabilité de la Suisse était clairement apparue, en raison du poids de son secteur financier et, avant tout, des activités internationales de ses deux grandes banques. Aucun autre pays ne possède un secteur bancaire dans lequel des établissements bancaires revêtent une telle importance économique, comme c'est le cas, en Suisse, des deux grandes banques. De par leur seule taille, UBS et CS jouent un rôle central pour la stabilité de l'ensemble du système financier. Mettre en péril une grande banque équivaut donc à mettre en danger le système financier suisse.

Conformément à l'art. 5 de la loi sur la Banque nationale (LBN), cette dernière doit contribuer à la stabilité du système financier. Pleinement consciente de sa part de responsabilité en matière de stabilité du système financier, la Banque nationale avait largement anticipé l'élaboration de mesures d'urgence, en espérant ne jamais avoir à y recourir. A cet effet, elle était en contact permanent avec le Département fédéral des finances (DFF) et la Commission fédérale des banques (CFB), aujourd'hui l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ou FINMA). Lorsque la crise sur les marchés financiers s'est de nouveau aggravée après l'effondrement de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre dernier, l'éventualité d'une situation d'urgence au sein du système financier suisse s'est profilée de plus en plus nettement. Le 16 octobre 2008, le Conseil fédéral, la Banque nationale et la Commission fédérale des banques ont donc annoncé

un train de mesures visant à soutenir le système financier suisse. Ce train de mesures comprenait le renforcement de la protection des déposants, une révision fondamentale du système de garanties des dépôts et des mesures ciblées visant à consolider le bilan de la plus grande banque suisse, à savoir UBS. A cette fin, UBS devait sortir de son bilan des actifs illiquides pour un montant maximal de 60 milliards de dollars des Etats-Unis et les transférer à une société à but spécial de la Banque nationale. UBS dotait la société à but spécial d'un capital correspondant à 10% du montant des actifs à transférer. Parallèlement, la Confédération s'engageait à relever la base de fonds propres d'UBS en souscrivant un emprunt à conversion obligatoire de 6 milliards de francs. De son côté, la Banque nationale octroyait un prêt à long terme d'un montant maximal de 54 milliards de dollars des Etats-Unis à la société à but spécial, ce prêt étant couvert par les actifs détenus dans le fonds de stabilisation.

Lors de l'annonce du train de mesures en octobre dernier, on parlait du principe que le montant maximal d'actifs à transférer s'élevait à 60 milliards de dollars des Etats-Unis. Un examen approfondi de ces actifs et les négociations menées à ce sujet entre UBS et la BNS se sont conclues par une réduction du portefeuille à reprendre, qui s'établissait désormais à 39,1 milliards de dollars. Aussi le montant maximum du prêt octroyé par la Banque nationale au fonds de stabilisation a-t-il passé de 54 milliards à 35,2 milliards de dollars, et le montant maximal de la participation de 10%, à charge d'UBS, dans le fonds de stabilisation, de 6 milliards de dollars à 3,9 milliards de dollars.

Le mandat légal et les compétences de la Banque nationale

La compétence de la BNS l'habilitant à créer et à financer la société à but spécial découle de la Constitution qui lui assigne la tâche de conduire la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. La Banque nationale a également pour tâche de contribuer à la stabilité du système financier. Conformément à l'art. 46 LBN, la conduite de la politique monétaire incombe exclusivement à la Direction générale. Aussi la décision de créer et de financer la société à but spécial relevait-elle entièrement de la compétence et de la responsabilité de la Direction générale. La LBN stipule que la Direction générale doit rendre compte de l'accomplissement de ses tâches à l'Assemblée fédérale. Ces exigences valent aussi pour ce qui est de la société à but spécial. Dans son Compte rendu d'activité à l'Assemblée fédérale, qui constitue la première partie du Rapport

de gestion 2008, la Banque nationale a donc informé en détail de la création de la société à but spécial, de la reprise d'actifs illiquides et de l'octroi du prêt. A l'occasion de diverses consultations, le président de la Direction générale a en outre apporté des précisions sur la société à but spécial aux commissions compétentes de l'Assemblée fédérale.

Le Conseil de banque de la BNS n'a pas la compétence de décider en matière de politique monétaire. Il joue plutôt le rôle d'organe suprême de surveillance et de contrôle de la Banque nationale. Toutefois, cette fonction de surveillance et de contrôle ne porte pas sur la conduite de la politique monétaire, mais sur la gestion des affaires de la Banque nationale. Cette répartition des compétences repose sur le modèle de gouvernement d'entreprise spécifique à la BNS. Celui-ci distingue clairement la conduite de la politique monétaire de l'exploitation opérationnelle. La conduite de la politique monétaire est du ressort exclusif de la Direction générale. Par contre, dans le cadre de l'exploitation opérationnelle, la LBN, à l'instar de la loi sur les banques, prescrit le principe de séparation des fonctions de surveillance et de direction. La Direction générale est l'organe exécutif suprême de la Banque nationale, tandis que de son côté, le Conseil de banque surveille et contrôle la gestion des affaires. Les compétences du Conseil de banque figurent dans le Règlement d'organisation. Le Conseil de banque définit notamment les grandes lignes de l'organisation interne de la Banque nationale, règle l'organisation de la comptabilité, du contrôle financier et de la planification financière, surveille et évalue la gestion des risques ainsi que le processus de placement; il veille également à ce que les stratégies de la BNS en matière de gestion des ressources fassent l'objet d'un contrôle régulier. Par ailleurs, le Conseil de banque adopte le Rapport annuel et les comptes annuels à l'intention du Conseil fédéral et de l'Assemblée générale et prépare l'Assemblée générale.

Les tâches du Conseil de banque en rapport avec la société à but spécial

Mais que signifie la séparation des compétences entre la Direction générale et le Conseil de banque eu égard à la société à but spécial? Tout d'abord, la Direction générale a pris seule la décision de créer et de financer cette société. Le Conseil de banque ne dispose pas de droit de codécision dans ce domaine. Deuxièmement, il n'incombait pas au Conseil de banque d'examiner a posteriori cette décision qui relève entièrement de la politique monétaire. Cependant, le Conseil de banque doit

assumer des tâches importantes en rapport avec la société à but spécial, dans le cadre de ses fonctions de surveillance et de contrôle. Ces tâches découlent de sa responsabilité, d'une part, en matière de surveillance et de contrôle de la comptabilité et, d'autre part, sur le plan de la surveillance et de l'évaluation de la gestion des risques et du processus de placement.

Pour assumer cette fonction de surveillance et de contrôle de façon optimale, le Conseil de banque a créé dès 2004 un Comité d'audit et un Comité des risques. Ces deux comités se composent chacun de trois membres du Conseil de banque, qui réunissent les connaissances et l'expérience nécessaires dans les domaines concernés. Le Comité d'audit contrôle la comptabilité et l'établissement des rapports financiers; le Comité des risques évalue l'adéquation et l'efficacité du processus de placement et surveille la gestion des risques. Les comités exercent une fonction de préparation et de soutien pour les décisions du Conseil de banque. La véritable compétence de surveillance incombe néanmoins au Conseil de banque.

Ces deux comités ont été particulièrement sollicités par la constitution de la société à but spécial et la reprise d'actifs illiquides. Le Comité d'audit traite de questions complexes concernant l'établissement des comptes, liées notamment au bilan, à l'évaluation et à la comptabilisation ainsi qu'à la présentation des comptes dans le Rapport annuel. A cet effet, il travaille en étroite collaboration avec les responsables de la révision interne et l'organe de révision externe. Le Comité des risques s'occupe des questions portant sur les risques financiers et sur la gestion des actifs repris. Il surveille le processus de contrôle des risques et est régulièrement informé de l'appréciation de ces derniers. Dans ce cadre, il entretient des contacts étroits avec la direction de l'unité d'organisation Gestion des risques. Les deux comités veillent en outre à ce que les ressources, le savoir-faire et les structures de la Banque nationale soient en adéquation avec les nouvelles tâches qui lui incombent. Le Comité d'audit et le Comité des risques reçoivent chaque trimestre des rapports circonstanciés sur l'évolution du fonds de stabilisation.

L'établissement des comptes et la gestion des actifs illiquides

Comme le mentionne le Rapport de gestion, la reprise d'actifs illiquides et la stratégie de placement à long terme qui en découle ont eu des répercussions considérables sur les comptes annuels. Cette année, nous vous présentons des comptes

consolidés constitués des comptes annuels de la BNS en tant que société mère, et des comptes intermédiaires de la société à but spécial en tant que société filiale. Tous les comptes sont révisés par PricewaterhouseCoopers (PwC), l'organe de révision externe de la Banque nationale.

Les comptes du fonds de stabilisation sont établis selon les normes comptables internationales (*International Financial Reporting Standards* ou *IFRS*). Du fait de leur horizon de placement à long terme, les actifs illiquides ne sont pas évalués aux prix du marché, mais – dans la mesure où les normes comptables l'autorisent – à leurs coûts d'acquisition amortis. En raison de l'illiquidité des actifs, les prix du marché n'existent quasiment pas ou ne sont guère représentatifs. En d'autres termes, les justes valeurs (*fair values*) ont nettement perdu de leur pertinence pour ce qui est de l'évaluation des actifs concernés. L'actualité de la valeur des actifs fait toutefois l'objet de tests de dépréciation (*impairment tests*) sur une base trimestrielle. Cela permet de s'assurer que les actifs sont portés au bilan à moyen terme à leur valeur réalisable et non à une valeur supérieure, et que les pertes de valeur durables sont prises en compte en conséquence. Un premier test de dépréciation a eu lieu fin 2008 et, là où ce fut nécessaire, un correctif de valeur a été effectué. Les pertes enregistrées sur les actifs du fonds de stabilisation sont tout d'abord compensées par l'apport en capital d'UBS s'élevant à 10% des actifs transférés. Si cet apport est insuffisant, une seconde garantie est prévue. En effet, la BNS dispose d'un droit conditionnel sur 100 millions d'actions UBS, au cas où la liquidation des actifs entraînerait une perte sur le prêt.

La Banque nationale ne se charge pas elle-même de l'évaluation des actifs. Elle a délégué cette tâche à des tiers dont elle accompagne et supervise étroitement l'activité. Cette procédure avait déjà été adoptée au moment de la fixation du prix de reprise des actifs. La valeur comptable des actifs inscrite au bilan intermédiaire d'UBS au 30 septembre 2008 a servi de base pour déterminer le prix de reprise. Parallèlement, la Banque nationale a fait évaluer ces actifs à la même date par des experts indépendants. Des sociétés spécialisées ont réalisé ces expertises en utilisant différentes approches d'évaluation. Ainsi, il a été possible de comparer deux valeurs: la valeur comptable déterminée par UBS et l'évaluation des experts mandatés par la BNS. Les actifs ont été repris à la valeur la plus basse.

La gestion des actifs est confiée à des tiers sur la base des Directives générales de la Banque nationale sur la politique de placement. La BNS accom-

pagne et surveille intensément les travaux externalisés. Elle entend conserver les actifs repris jusqu'à leur échéance ou au moins jusqu'au redressement des marchés concernés. En cas de vente ultérieure des actifs, la stratégie suivie sera décisive, le fonds de stabilisation étant en concurrence avec d'autres acteurs sur le marché, qui détiennent des actifs semblables.

Conclusion

La Banque nationale a pleinement conscience de sa part de responsabilité en matière de stabilité du système financier suisse et envers l'économie du pays dans son ensemble. En créant et en finançant la société à but spécial, elle n'a pas hésité à recourir à des mesures exceptionnelles. Ce faisant, elle a pris un risque considérable. A ce risque s'opposait toutefois celui d'une déstabilisation du système financier. La Banque nationale a estimé que les risques encourus par le système financier étaient plus grands et, partant, s'est décidée à réaliser la transaction en faveur d'UBS.

Une fois cette décision prise, le principe de la séparation des fonctions de surveillance et de direction s'appliquait également à la société à but spécial au même titre qu'aux autres activités opérationnelles de la BNS. Le Conseil de banque prend très au sérieux son rôle d'organe de surveillance et de contrôle en rapport avec la société à but spécial. Il porte notamment la responsabilité de la supervision et du contrôle de la comptabilité, de la surveillance et de l'évaluation de la gestion des risques ainsi que du processus de placement. Pour mener à bien cette tâche, le Conseil de banque reçoit régulièrement des informations circonstanciées sur l'évolution du fonds de stabilisation; il entretient en outre des contacts permanents avec les personnes responsables au sein de la Banque nationale par l'intermédiaire de ses deux comités.

Dans le cadre du mandat que lui assigne la Constitution et dans les limites de ses possibilités concrètes, la Banque nationale persévérera dans sa lutte contre la crise et en vue d'aplanir le chemin menant à la reprise. Mesdames et Messieurs les actionnaires, je tiens particulièrement à vous remercier du soutien et de la confiance que vous continuez de témoigner à «votre» Banque nationale en ces temps difficiles.

Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale
Berne, le 17 avril 2009

Monsieur le président du Conseil de banque,
Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Mesdames et Messieurs les invités,

La crise financière, survenue en août 2007, s'est propagée durant l'année 2008 et s'est fortement aggravée dès la mi-septembre. L'incertitude croissante au sujet de la stabilité du système financier a entraîné une paralysie progressive du marché monétaire. Dans la plupart des pays industrialisés, des plans de soutien ont été mis en place, qui visaient soit à améliorer les conditions de refinancement des banques, soit à assainir leur bilan ou à renforcer leur capital. L'intervention des pouvoirs publics a été sans précédent: des garanties très étendues ont été accordées, des établissements d'importance sont passés sous le contrôle de l'Etat, des risques considérables ont été transférés du secteur privé au secteur public.

Les difficultés de mise en œuvre de notre politique monétaire

La détérioration des conditions de fonctionnement des marchés financiers a posé un certain nombre de problèmes pour la mise en œuvre de notre politique monétaire. D'une part, l'incertitude ambiante a fortement stimulé la préférence pour les liquidités; d'autre part, le dysfonctionnement du marché interbancaire a entravé l'approvisionnement de liquidités en francs. A ces deux égards, la Banque nationale a dû prendre des mesures exceptionnelles.

Dès le début, les incertitudes engendrées par la crise financière ont conduit, en Suisse, à une demande massive de liquidités de la part des banques et du public. La méfiance qui a caractérisé les relations interbancaires a incité certains établissements à la thésaurisation. Ce mouvement a encore été encouragé par le fait que nombre de banques étaient dans l'incapacité d'apprécier de manière fiable leur propre besoin en liquidités, compte tenu notamment de la préférence marquée du public pour le numéraire. A la fin de l'année dernière, le montant total des billets en circulation avait ainsi augmenté de 11%, et les banques maintenaient dans leurs comptes de virement à la BNS des montants trois fois supérieurs à ceux qu'elles détenaient un an auparavant.

Pour satisfaire cette demande exceptionnelle, la Banque nationale a dû étendre la durée et le volume de ses pensions de titres (repos) et injecter

des liquidités au travers d'un nouveau canal: celui des opérations de swaps.

Ces dernières années, les pensions de titres sont devenues l'instrument usuel de mise en œuvre de notre politique monétaire. Il s'agit de crédits en francs, accordés aux banques et garantis par des titres. Ces crédits sont généralement consentis pour des échéances d'une semaine. Toutefois, pour répondre aux besoins particuliers du marché en 2008, nous avons dû allonger la durée de nos crédits à plusieurs reprises, la portant jusqu'à douze mois. Contrairement à d'autres banques centrales, nous n'avons pas eu besoin d'élargir la palette des titres éligibles, car nous appliquions déjà une politique très libérale, en acceptant des titres de première qualité libellés non seulement en francs suisses, mais aussi, entre autres, en euros, en livres sterling et en dollars des Etats-Unis. En 2008, le montant moyen de nos pensions de titres a augmenté de 53% par rapport à 2007.

Malgré l'intensification de nos opérations de pensions de titres, les tensions du marché monétaire se sont accentuées tout au long de l'année, en raison de la détérioration continue de l'environnement économique et financier. Elles ont atteint leur paroxysme à l'automne. Une source de difficulté particulière a résidé dans la très forte demande de francs en provenance des pays d'Europe de l'Est, où certaines banques ont accordé massivement des crédits en francs en se refinançant sur le marché monétaire. Comme ces banques n'ont pas accès à notre crédit, elles se sont retrouvées dans une situation délicate lorsque le marché monétaire en francs s'est asséché. Cette demande accrue de francs a contribué à faire monter nos taux d'intérêt, ce que nous jugions indésirable du point de vue de notre politique monétaire.

Pour satisfaire la demande des banques d'Europe de l'Est, nous avons recherché l'appui de la Banque centrale européenne (BCE). Nous lui avons remis des francs dans le cadre d'un accord de swap euros contre francs. La BCE a ensuite alloué ces francs à ses contreparties. Des accords semblables – euros contre francs – ont été conclus ultérieurement avec la Banque nationale de Pologne et la Banque nationale de Hongrie, afin qu'elles puissent opérer de manière analogue dans leurs pays respectifs. De plus, dans l'intérêt d'une meilleure distribution de francs sur le marché, la Banque nationale a mené elle-même des opérations de swaps avec ses contreparties. A la fin de l'année 2008, l'approvi-

sionnement en francs résultant de swaps de change – en faveur de trois banques centrales et d'un certain nombre d'établissements bancaires – s'élevait à 50 milliards de francs.

Dans l'ensemble, donc, la demande de liquidités a été considérable. Le niveau de nos crédits a plus que triplé, passant de 31 milliards de francs à la fin de 2007 à 101 milliards de francs à la fin de 2008. Parallèlement, pour permettre aux banques de placer leurs liquidités sous une autre forme que sur leurs comptes de virement auprès de la BNS et pour mettre en place un instrument nous permettant, si nécessaire, de résorber une quantité importante de liquidités, nous avons émis pour la première fois le 20 octobre 2008 des Bons de la BNS. A la fin de l'année, le montant des bons émis par nos soins s'élevait à 24,4 milliards de francs.

La gestion active des liquidités sur le marché du franc nous a permis de maintenir le Libor pour les dépôts à trois mois en francs au niveau visé par notre politique monétaire. J'y reviendrai dans quelques instants.

L'opération de consolidation d'UBS

Dès l'automne de 2007, la Banque nationale s'était rendu compte que les deux grandes banques suisses allaient être particulièrement menacées par les turbulences des marchés financiers. Aussi avons-nous, d'entrée, intensifié nos contacts avec la Commission fédérale des banques (CFB, aujourd'hui la FINMA, soit l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers), afin d'assurer un suivi continu de la situation de ces établissements. Au vu de la fragilisation croissante d'UBS, nous avons planifié dès le printemps 2008 un certain nombre de solutions susceptibles de protéger cette banque des conséquences de la présence, dans son bilan, d'un portefeuille important d'actifs illiquides. A l'automne, alors que la faillite de la banque américaine Lehman Brothers avait conduit à un assèchement complet de la liquidité sur le marché interbancaire, UBS a rencontré des difficultés croissantes de refinancement et dû faire face à des pertes substantielles. De l'avis de la CFB, une consolidation urgente s'avérait nécessaire pour empêcher la détérioration rapide d'une situation dont les conséquences auraient pu être très dommageables pour la stabilité de l'ensemble du système bancaire et pour l'économie suisse en général.

C'est dans cet environnement que nous avons préparé, en étroite collaboration avec la CFB et la

Confédération, l'opération qui a été rendue publique le 16 octobre dernier.

Il n'y a pas lieu ici de reprendre les éléments d'une transaction qui a été largement commentée par la presse et qui est présentée dans notre rapport de gestion. En mettant sur pied cette opération, nous étions parfaitement conscients des risques financiers liés au portefeuille d'actifs que nous reprenions. Nous avons toutefois estimé que ces risques étaient équitablement compensés par les conditions de participation d'UBS à d'éventuelles pertes et, surtout, par le gain collectif que représentait la stabilisation de la plus grande banque suisse. C'est donc uniquement sur des considérations relatives à la stabilité du système financier que nous avons fondé notre décision.

C'est seulement dans quelques années qu'il sera possible de porter un jugement définitif sur notre action. Si, à son terme, l'opération devait faire apparaître un bénéfice, nous nous interrogerons peut-être sur la nécessité de l'avoir effectuée. Si, au contraire, des pertes sont enregistrées, nous en concluons que l'opération aura permis d'éviter le pire. Mais quel que soit le résultat financier, il faudra garder à l'esprit l'unique motivation de notre intervention: éviter que l'incertitude pesant sur la valeur des actifs illiquides d'UBS n'entraîne une déstabilisation de la banque et, partant, de notre système financier et de notre économie.

Lorsque l'argent public est engagé pour consolider la stabilité financière, les règles de fonctionnement des marchés doivent être adaptées afin que des circonstances semblables ne se reproduisent plus. Aussi avons-nous soutenu énergiquement la position de la CFB en faveur du renforcement progressif de la dotation en fonds propres de nos grandes banques, de la limitation de leur niveau d'endettement et de la réforme de leur système de rémunération. En outre, la Banque nationale travaille actuellement avec la FINMA à un renforcement des exigences en matière de liquidités. Comme je vous l'indiquais l'an dernier, notre petit pays est en droit de définir des conditions particulières, afin de limiter les risques systémiques liés à la présence de deux grandes banques internationales sur son territoire. Le Conseil fédéral et la CFB ont clairement reconnu cette situation et pris les mesures qui s'imposent dans le domaine de la prévention. A l'avenir, il conviendra également d'examiner l'opportunité de mettre en place un cadre légal et des mesures organisationnelles permettant

une liquidation ordonnée d'établissements bancaires d'importance systémique.

La propagation de la crise au secteur réel

La crise des marchés financiers ne pouvait manquer d'affecter le secteur réel de notre économie. Pourtant, l'année 2008 avait bien commencé. Notre pays connaissait une croissance économique élevée et une forte immigration. Au cours des trois premiers trimestres, la croissance avait augmenté de 2,4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, et toutes les composantes de la demande globale la soutenaient, à l'exception du secteur de la construction.

Un retournement complet de situation est intervenu à la fin de l'été. Les difficultés de fonctionnement du marché international du crédit et la montée des incertitudes ont entraîné un effondrement du commerce mondial et un recul généralisé de la croissance sur nos marchés d'exportation, la plupart de nos partenaires entrant même en récession. Au quatrième trimestre, notre produit intérieur brut a diminué de 1,2% et le chômage, qui avait atteint son plus bas niveau avec 2,5%, a recommencé à croître. Lors de notre examen de situation de décembre, nous avons annoncé une contraction probable du PIB de 0,5%–1% en 2009. En mars dernier, sur la base des informations les plus récentes, nous avons corrigé cette prévision pour la porter à –2,5%/–3%.

La réaction de la Banque nationale

Nous avons donc assisté, à l'automne 2008, à un renversement brutal du cycle économique et, en raison de la forte correction du prix des matières premières, à une modification spectaculaire des perspectives inflationnistes. Alors que l'inflation atteignait encore 3,1% en juillet, la stabilité des prix a été rétablie dès le mois de novembre.

Ce revirement a poussé la Banque nationale à assouplir rapidement et dans une large mesure le cours de sa politique monétaire. Ainsi, nous avons abaissé à cinq reprises, entre octobre 2008 et mars 2009, la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs et ramené le taux du marché de 3% à 0,25%. Par ce relâchement important des rênes monétaires, nous avons voulu provoquer un allègement des conditions de crédit et décourager les placements en francs. Le volume des crédits en Suisse a continué de croître, quoiqu'à un rythme moins soutenu, mais l'utilisation des lignes

de crédit accordées à des débiteurs suisses a reculé. Jusqu'ici, le fonctionnement du marché du crédit bancaire signale plutôt un recul de la demande et un léger resserrement des conditions de crédit liés à la détérioration de la conjoncture qu'un *credit crunch*. En revanche, nous avons noté une nette détérioration des conditions de financement des entreprises sur le marché des capitaux en raison de l'incertitude générale et du manque de liquidités. C'est pourquoi nous avons décidé, le 12 mars dernier, d'intervenir dans les segments du marché où les déséquilibres étaient les plus manifestes.

Dans cette phase délicate de dégradation des conditions du marché du crédit, notre stratégie de politique monétaire s'est avérée particulièrement judicieuse. En effet, contrairement à la plupart des autres banques centrales, la Banque nationale se fixe pour objectif de stabiliser un taux d'intérêt du marché – soit le Libor pour les dépôts à trois mois en francs, qui sert de référence à la fixation de nombreux taux commerciaux – et non pas un taux représentatif des conditions de refinancement à court terme des banques commerciales auprès de la banque centrale. En gardant le Libor fermement sous contrôle, nous avons pu mettre le marché suisse à l'abri de la dégradation des conditions de crédit, telle qu'elle s'est manifestée sur les marchés étrangers. Ainsi, le Libor pour les dépôts à trois mois en euros, qui était généralement supérieur de 1,5% au Libor pour les dépôts à trois mois en francs, a vu ce différentiel s'inscrire à 2,2% en 2007 et à 2,7% en 2008. Notre politique de stabilisation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs nous a donc permis de préserver en partie l'économie suisse des répercussions de la crise financière internationale.

Malheureusement, le relâchement des conditions monétaires que devait provoquer la baisse du Libor depuis l'automne dernier a été largement contrebalancé par la revalorisation du franc face à l'euro. Entre octobre 2008 et mars 2009, notre monnaie s'est appréciée de près de 10% par rapport à la monnaie européenne, ce qui était particulièrement malvenu dans une phase de recul rapide du taux d'inflation et d'effondrement de la demande mondiale. Pour éviter qu'une appréciation continue du franc ne neutralise les effets de notre politique de diminution des taux d'intérêt, nous avons décidé, le 12 mars dernier, parallèlement à une nouvelle baisse du Libor, d'acheter des devises sur le marché des changes dans le but d'empêcher toute nouvelle

revalorisation du franc face à l'euro et d'injecter des liquidités supplémentaires dans l'économie. Face aux risques de déflation, une action résolue était nécessaire. Nous maintiendrons cette stratégie tant que de tels risques persisteront.

Après 15 ans d'absence des marchés des changes, nous avons donc dû procéder à de nouvelles interventions. Il ne s'agit pas pour autant d'un renversement de notre stratégie traditionnelle qui consiste à mener une politique monétaire indépendante visant la stabilité des prix. Il s'agit simplement d'une adaptation de la mise en œuvre de cette stratégie dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt proches de zéro et un franc jouant de nouveau le rôle de monnaie refuge. Contrairement à ce que certains commentateurs ont pu laisser entendre, la lutte contre la revalorisation du franc face à l'euro n'est pas l'application d'une politique de dévaluation compétitive qui ne pourrait être que contraire aux intérêts de notre pays sur la durée. C'est un élément opérationnel essentiel qui, dans les circonstances présentes, doit nous permettre de remplir notre mandat relatif à la stabilité des prix, c'est-à-dire préserver notre économie de l'inflation comme de la déflation.

Les perspectives pour 2009

L'année 2009 sera marquée par le recul le plus important du produit intérieur brut depuis 1975. Le moteur des exportations ne tournera qu'à faible régime et le manque de confiance des entrepreneurs pèsera sur la demande d'investissements. Nous avons également tout lieu de croire que la consommation fléchira progressivement en raison des incertitudes croissantes quant à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages. C'est donc une situation bien morose qui nous attend.

La Suisse ne constitue pas un cas particulier: tous les pays industrialisés sont confrontés à une dégradation analogue de leur situation conjoncturelle, surtout s'ils sont très ouverts aux échanges extérieurs.

Nous avons toutefois de bonnes raisons de penser que nous sommes relativement bien armés pour affronter cette situation. Et cela, pour plusieurs raisons:

- notre pays dispose d'un secteur d'exportation compétitif, tant au niveau des prix que de la technologie.
- Les résultats de nos entreprises au cours de ces dernières années étaient bons, leur situation financière est saine.
- Contrairement à d'autres pays, nous n'avons pas connu de bulle immobilière ces dernières années.
- Notre tissu économique constitué de petites et moyennes entreprises nous procure des avantages sur le plan de la flexibilité.
- Nos finances publiques ont été assainies et la situation de notre balance des paiements courants est solide.

Tous ces facteurs nous incitent à penser que notre économie pourra rebondir lorsque la conjoncture internationale aura franchi le creux de la vague. Les prévisions du Fonds monétaire international font état d'une reprise conjoncturelle en Europe à partir de 2010, dans le sillage d'un redressement attendu, d'abord, aux Etats-Unis. Chez nous, des signes de stabilisation apparaissent de-ci de-là, et le mouvement de recul du PIB devrait perdre progressivement de son intensité dans un avenir proche. Mais il faudra vraisemblablement attendre l'année prochaine pour pouvoir observer un véritable retournement de tendance. Le redressement sera lent car les difficultés actuelles ne sont pas simplement de nature cyclique. Elles sont aussi le résultat d'une profonde crise de confiance dans la solidité du secteur financier et dans le potentiel de croissance futur de l'économie mondiale.

Face à l'effondrement de la demande, tous les pays ont adopté des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes. Les baisses de taux ont été massives et certains programmes de relance ont porté sur des sommes considérables, grevant la dette publique. Ces stratégies sont appropriées dans l'urgence. Toutefois, nous ne devons pas oublier que les difficultés que nous connaissons aujourd'hui sont vraisemblablement la conséquence d'un endet-

tement excessif et de politiques monétaires trop accommodantes, soit deux facteurs qui ont «dopé» à l'excès l'économie mondiale au cours des années 2000. Paradoxalement donc, la lutte contre la récession fait appel aujourd'hui aux mêmes stimulants que ceux dont on avait abusé par le passé.

Aussi, une fois la machine économique remise en route, le grand défi politique et économique consistera-t-il à prendre les mesures correctrices nécessaires afin que l'économie mondiale se développe de manière plus équilibrée. Son chemin de croissance sera peut-être moins ambitieux que par le passé, mais il n'en sera que plus durable. Pour notre part, nous savons que la préservation de la stabilité des prix à moyen terme dans notre pays nécessitera que nous rétablissions des conditions monétaires saines en retirant à temps les liquidités excédentaires. Nous en avons la volonté et les moyens.

L'économie mondiale est entrée dans une phase douloureuse de remise en ordre, marquée par une faible croissance et un chômage élevé. Profondément intégrée dans le commerce international, l'économie suisse ne pourra échapper à ces difficultés. La Banque nationale a réagi rapidement à la dégradation de la situation économique. Nombreux sont ceux qui espèrent que la politique monétaire puisse mettre notre pays à l'abri des tourmentes extérieures. Nous ne pourrions pas répondre à ces attentes. Nous avons fait notre possible dans le cadre de notre mandat légal. L'année 2009 sera difficile pour notre économie, et tout porte à croire que 2010 le sera également car, même si le creux conjoncturel aura été franchi, la sous-utilisation de nos ressources productives sera encore importante.

Mesdames et Messieurs les actionnaires,
Mesdames et Messieurs les invités,

dans cet environnement exigeant, nous aurons une fois de plus besoin du soutien de chacune et de chacun, en particulier de nos actionnaires. Nous vous remercions de votre appui indéfectible et de l'intérêt que vous avez manifesté pour l'action de la Banque nationale au cours de l'année écoulée.

Measurement of labour quality growth caused by unobservable characteristics

**Thomas Bolli et
Mathias Zurlinden
Working Paper 2009-1**

Les indices économiques courants afférents à la qualité du travail (ou au capital humain) ne tiennent souvent pas compte du rôle que jouent les caractéristiques inobservables des travailleurs, telles que leurs aptitudes individuelles. Cette étude développe une méthodologie permettant d'établir la contribution des caractéristiques observables et des caractéristiques inobservables des travailleurs, en contournant le problème d'estimation désigné par le terme *d'incidental parameter problem*. A partir de données concernant la Suisse et portant sur une période allant de 1991 à 2006, l'étude montre que l'augmentation de la qualité du travail s'explique en grande partie par des modifications de la répartition des caractéristiques inobservables. Les contributions à l'augmentation de la qualité du travail qui sont attribuées à l'éducation et à l'âge diminuent une fois que les caractéristiques inobservables des travailleurs sont prises en considération. Pourtant, l'inclusion des caractéristiques inobservables semble n'avoir qu'une faible incidence sur l'indice dans son ensemble. Cette constatation est réjouissante pour ce qui est du calcul de la croissance de la productivité, qui se base sur les méthodes courantes servant à déterminer les indices de la qualité du travail.

Foreign currency borrowing by small firms

**Martin Brown, Steven Ongena
et Pinar Yeşin
Working Paper 2009-2**

Cet article examine les raisons pour lesquelles de nombreuses petites entreprises d'Europe de l'Est et de l'ex-Union soviétique choisissent de contracter des emprunts libellés en monnaies étrangères plutôt qu'en monnaie locale. Il commence par modéliser les éléments qui entrent dans ce choix: différentiels de taux d'intérêt, volatilité des cours de change, structure des revenus de l'entreprise et coûts en cas de cessation de paiement. Lorsque les taux d'intérêt sont plus bas pour les fonds en monnaies étrangères, les entreprises ayant des revenus en monnaies étrangères et celles qui ont des revenus élevés dans la monnaie locale associés à des coûts modestes en cas de cessation de paiement optent pour des emprunts en monnaies étrangères. Lorsque les banques ne disposent que d'informations incomplètes sur les revenus des entreprises, un nombre encore plus important d'entreprises dont les revenus sont en monnaie locale recourent aux emprunts en monnaies étrangères, du fait qu'elles ne supportent pas la totalité des coûts du risque de crédit correspondant.

Les prévisions du modèle sont testées à l'aide des données d'une enquête effectuée en 2005 auprès de 3 105 petites entreprises de 26 pays en transition. Ces données confirment que les entreprises ayant des revenus en monnaies étrangères ont davantage tendance à contracter des emprunts libellés en monnaies étrangères. Par contre, les différentiels de taux d'intérêt, la volatilité des cours de change, les coûts au niveau de l'entreprise en cas de cessation de paiement et la transparence financière n'influencent que très peu le choix de la monnaie. En conclusion, les résultats de l'étude empirique suggèrent que les opérations de portage (*carry trade*) ne sont pas le principal moteur poussant les petites entreprises des pays en transition à contracter des emprunts libellés en monnaies étrangères.

Forecasting realised (co)variances with a block structure Wishart autoregressive model

**Matteo Bonato, Massimiliano Caporin
et Angelo Ranaldo
Working Paper 2009-3**

Les tentatives de modéliser et de prévoir la volatilité font apparaître deux principaux conflits: d'une part entre maîtrise de la complexité mathématique et «interprétabilité» économique, et d'autre part entre précision et rapidité. Les auteurs de cette étude ont pour ambition de résoudre, du moins en partie, ces deux conflits. Le premier d'entre eux est crucial pour nombre d'applications financières, y compris la gestion de portefeuilles et la gestion des risques. Quant au conflit rapidité-précision, son importance augmente avec la taille des portefeuilles, l'étendue des périodes de forte volatilité (comme dans la crise financière actuelle) et l'engouement pour la négociation algorithmique (implémentation automatique de règles de négociation informatisées). La disponibilité croissante de données à haute fréquence offre de nouveaux outils pour prévoir les variances et les covariances entre actifs. Pourtant, la littérature portant sur la prévision de plus d'une volatilité historique est peu abondante.

Se basant sur Gourieroux, Jasiak et Sufana (*Journal of Econometrics*, à paraître), les auteurs proposent une méthode destinée à modéliser et à prévoir des covariances historiques sans aucune restriction en matière de paramètres tout en garantissant que le modèle reste interprétable sur le plan économique. Ils présentent une application empirique reposant sur les prévisions de variance et l'évaluation des risques pour un portefeuille comprenant deux bons du Trésor américain et deux taux de change. Ils comparent enfin leur modèle avec plusieurs autres spécifications proposées dans la littérature. Les résultats empiriques suggèrent que ce modèle peut être utilisé efficacement pour de grands portefeuilles.

Maintien de la politique monétaire

A l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 18 juin 2009, la Banque nationale suisse a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant d'amener progressivement le Libor à un niveau proche de 0,25%. Elle a également annoncé qu'elle continuerait d'alimenter généreusement l'économie en liquidités et d'acquérir des obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme des débiteurs privés. De plus, la Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation du franc face à l'euro.

Editeur

Banque nationale
suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Droits d'auteur/copyright®

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

Si les publications de la BNS sont munies du copyright (© Banque nationale suisse / BNS, Zurich / année, etc.), il y a lieu d'indiquer la source lors de leur utilisation, relevant du droit d'auteur, à des fins non commerciales (photocopie, utilisation par Internet, etc.). Leur utilisation, relevant du droit d'auteur, à des fins commerciales n'est autorisée qu'avec l'approbation expresse de la BNS.

La BNS met en outre à disposition des informations et des données qui proviennent de ses propres sources et quelques données qu'elle tire de sources tierces et traite ultérieurement. Ces informations et données peuvent être non seulement utilisées, mais aussi, avec indication de la source, traduites, retransmises ou employées d'une autre manière conforme aux dispositions, tant que cela reste à des fins non commerciales.

Limitation de la responsabilité

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

La BNS ne garantit pas non plus que l'utilisation de données provenant de sources tierces et mises à disposition par elle soit autorisée. Dans la mesure où les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue d'une utilisation.

© Banque nationale suisse, Zurich 2009

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zürich

Prix

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

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

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

Langues

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

Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en
allemand:

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

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

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

Internet

www.snb.ch