

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Septembre 3/2009 27<sup>e</sup> année



# Contenu

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



## Aperçu

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

Après le fort repli enregistré les derniers trimestres, la conjoncture mondiale a connu une embellie au second trimestre de 2009. Les signes de reprise ont été les plus sensibles dans les économies émergentes d'Asie et au Japon, où l'effondrement conjoncturel avait été particulièrement marqué.

La Banque nationale suisse (BNS) a revu à la hausse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale à court terme depuis la dernière appréciation. A moyen terme, la BNS ne table cependant pas sur une reprise durable, telle qu'on peut l'observer habituellement après une récession profonde à l'échelle mondiale. Aussi la croissance de l'économie mondiale devrait-elle à nouveau fléchir en 2010, après une accélération passagère.

En Suisse, le PIB a encore reculé au deuxième trimestre, mais dans une moindre mesure puisque la baisse a été de 1%. Le taux d'utilisation des facteurs de production a marqué un fort repli, notamment dans l'industrie manufacturière, qui a connu un net fléchissement non seulement pour ce qui est de l'utilisation des capacités techniques, mais aussi en ce qui concerne la demande de main-d'œuvre. Le secteur des services affiche lui aussi un taux d'utilisation insuffisant, mais la situation est beaucoup moins grave que dans l'industrie. Dans la construction en revanche, l'utilisation des capacités de production demeure relativement élevée. Dans ce contexte, le nombre de chômeurs et le chômage partiel n'ont cessé d'augmenter rapidement.

Pour 2009, la BNS table dorénavant sur un recul du PIB compris entre 1,5% et 2%, alors qu'elle prévoyait une contraction de l'ordre de 2,5% à 3% lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin. Fondamentalement, deux éléments expliquent cette adaptation: les estimations du SECO concernant l'évolution du PIB dans la première moitié de l'année sont dans l'ensemble nettement supérieures aux attentes, et les hypothèses plus favorables quant à l'évolution de la conjoncture mondiale influenceront positivement sur le second semestre.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre, la Banque nationale a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste mise en place en mars dernier et de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de

fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle continuera d'alimenter généreusement l'économie en liquidités et, si nécessaire, 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 encore 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 44)

Quelque 160 représentants de divers secteurs économiques, interrogés en juillet et en août par les délégués aux relations avec l'économie régionale, ont pour la plupart évoqué un ralentissement de la tendance au repli, qui est particulièrement perceptible dans les branches touchées les premières par le cycle économique. Si, dans le même temps, l'appréciation des perspectives s'est améliorée, la situation reste fragile aux dires des représentants des différents secteurs économiques. Les carnets de commandes et la production sont parfois demeurés très en-deçà du niveau enregistré à la période correspondante de 2008.

Il ressort également de ces entretiens que l'industrie d'exportation est plus affectée par la crise que les entreprises axées sur le marché intérieur, mais les interlocuteurs sont toujours plus nombreux à évoquer une stabilisation de la demande des pays étrangers et des signes positifs venant notamment d'Asie. A l'inverse, l'économie intérieure, longtemps robuste, a ressenti plus fortement les effets de la crise. La construction s'est montrée relativement solide, tandis que le climat s'est amélioré dans le secteur bancaire.

Les plaintes concernant les conditions de financement des banques et les cours de change sont restées rares. Plusieurs interlocuteurs s'inquiètent toutefois d'un possible relèvement des taux d'intérêt l'année prochaine et d'une éventuelle revalorisation du franc.

### SNB Working Papers (page 48)

Résumé: Paul Söderlind, *Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty*, SNB Working Paper 2009-4.

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse  
pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire  
de septembre 2009

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations  
disponibles avant la mi-septembre 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
21	2.4 Utilisation des capacités de production
23	2.5 Prix
25	2.6 Perspectives
26	3 Evolution monétaire
26	3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes
29	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
33	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
38	4 Prévision d'inflation de la BNS
38	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
40	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
38	<a href="#">La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire</a>

## 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 précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en septembre 2009. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation de la BNS» tiennent compte des décisions de politique monétaire que la Direction générale a prises jusqu'à la mi-septembre 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

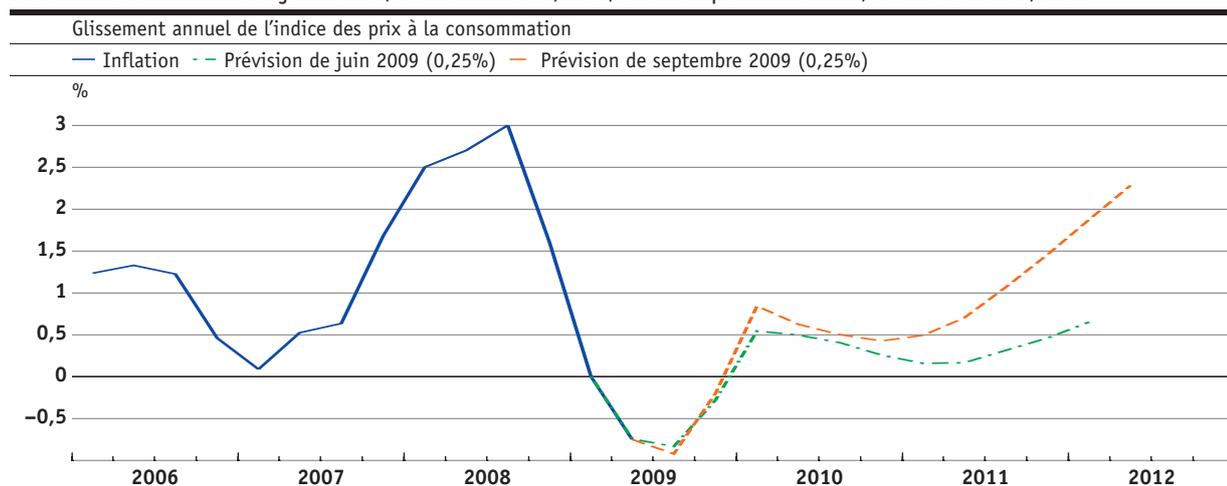
Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 17 septembre 2009, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle maintenait sa politique monétaire expansionniste mise en place en mars dernier. Même si l'environnement économique international s'est amélioré ces derniers mois et si le repli de l'économie suisse a été nettement moins important que prévu au deuxième trimestre, l'incertitude quant à l'évolution future reste grande. Dans ces conditions, la Banque nationale a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste.

La Banque nationale maintient donc la marge de fluctuation du Libor à 0%–0,75%. Son objectif reste de laisser ce dernier dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%, et de continuer

d'alimenter généreusement l'économie en liquidités. Si nécessaire, elle poursuivra ses achats d'obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme de débiteurs privés. En outre, elle continuera de s'opposer de manière résolue à une appréciation du franc face à l'euro.

Un resserrement des conditions monétaires n'est pas nécessaire dans l'immédiat. Cependant, la prévision d'inflation montre que la politique expansionniste ne pourra pas être maintenue indéfiniment sans remettre en cause la stabilité des prix à moyen et long terme. En continuant à s'orienter à l'aide d'une prévision d'inflation, la Banque nationale s'assure que les mesures exceptionnelles actuellement en vigueur ne compromettent pas cette stabilité.

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



Source: BNS.

### Prévisions d'inflation de juin 2009 et de septembre 2009

Inflation annuelle moyenne en %	2009	2010	2011
Prévision de juin 2009, Libor à 0,25%	-0,5	0,4	0,3
Prévision de septembre 2009, Libor à 0,25%	-0,5	0,6	0,9

Source: BNS.

# 1 Environnement international

Après le fort repli enregistré les derniers trimestres, la conjoncture mondiale a connu une embellie au second trimestre de 2009. Les signes de reprise ont été les plus sensibles dans les économies émergentes d'Asie et au Japon, où l'effondrement conjoncturel avait été particulièrement marqué. L'Allemagne et la France ont également enregistré une croissance positive supérieure aux attentes. Cette évolution s'explique par deux principaux facteurs. D'une part, le commerce extérieur s'est redressé après le fort recul provoqué par les turbulences exceptionnelles qui ont agité les marchés du financement à court terme l'hiver dernier. D'autre part, la demande a été soutenue par les mesures budgétaires de grande ampleur, dont ont profité aussi bien les investissements (surtout en Chine) que la consommation privée.

La situation a continué de se détendre sur les marchés monétaires et financiers. Les primes de risque ont ainsi encore diminué, quelle que soit la durée des opérations, et le volume des émissions a augmenté sur le marché des emprunts. Les actions ont poursuivi jusqu'en septembre le mouvement de hausse qu'elles avaient amorcé en mars.

Le climat s'est sensiblement amélioré du côté des entreprises, laissant augurer une nette croissance de la production macroéconomique pour le deuxième semestre de 2009. Le renversement de tendance dans le cycle des stocks devrait également donner une impulsion importante. Les entreprises avaient strictement réduit leurs stocks durant les derniers trimestres, et la production, en particu-

lier celle de biens durables (notamment dans le secteur automobile), avait chuté. Compte tenu des mesures budgétaires susmentionnées et de ces effets de stock, la BNS a revu à la hausse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale à court terme depuis la dernière appréciation.

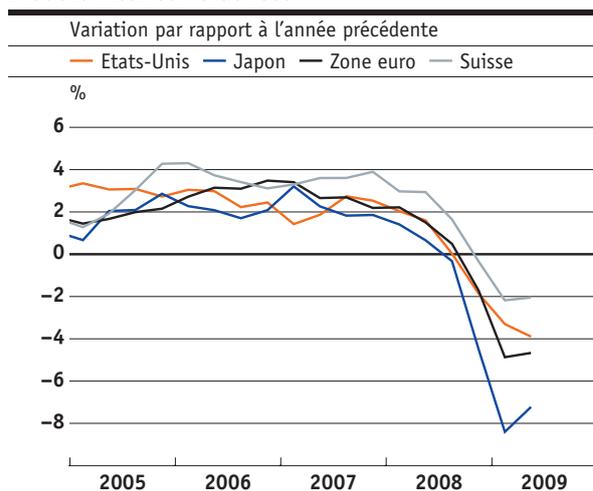
A moyen terme, la BNS ne table cependant pas sur une reprise durable, telle qu'on peut l'observer habituellement après une récession profonde à l'échelle mondiale. Du fait de l'ampleur des pertes patrimoniales, de l'accès plus restreint aux crédits bancaires et de la situation tendue sur le marché du travail, les dépenses des ménages ne devraient augmenter que de façon hésitante. De plus, l'impulsion cyclique provenant habituellement du marché immobilier fera défaut, du fait que quelques pays doivent résorber au préalable leur offre excédentaire. L'endettement croissant de différents Etats devrait également freiner la consommation. Aussi la croissance de l'économie mondiale devrait-elle à nouveau fléchir en 2010, après une accélération passagère. Les prévisions restent grevées d'incertitudes considérables, que la détente marquée sur les marchés financiers vient toutefois atténuer.

Bien que les prix des matières premières augmentent à nouveau depuis mars dernier, le taux de chômage élevé et la faible utilisation des capacités de production devraient contenir l'inflation à moyen terme.

## Redressement de la conjoncture au Japon ...

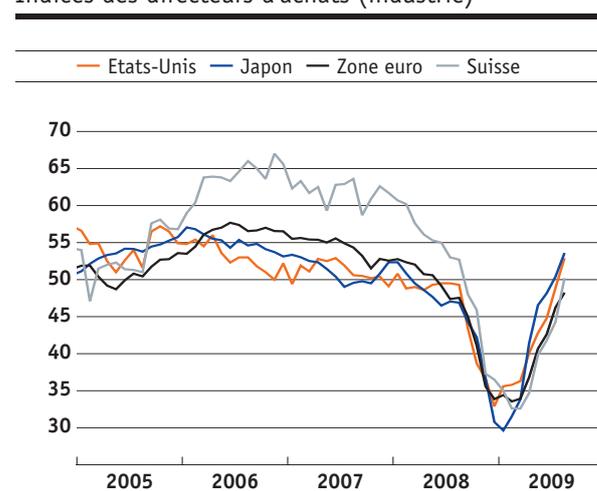
Le Japon fait partie des pays montrant de nets signes de reprise au deuxième trimestre de 2009. Sa performance économique s'est améliorée pour la

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Financial Datastream; © et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

première fois depuis un an. Après avoir atteint des taux de contraction à deux chiffres, son PIB a augmenté de 2,3%, restant toutefois inférieur de 7,2% à son niveau d'il y a un an. La consommation privée et les exportations se sont redressées, tandis que les investissements en biens d'équipement et en constructions ont continué de chuter. La consommation privée a probablement été stimulée par les subsides accordés par l'Etat aux ménages, à hauteur de 0,4% du PIB au total, alors que les exportations ont profité d'un certain effet de rattrapage après le recul exceptionnel enregistré précédemment.

L'évolution récente de la situation suggère que le PIB continuera de se redresser au second semestre. L'industrie manufacturière a le plus regagné en vigueur. La production industrielle, qui, dans les premiers mois de 2009, avait chuté à son niveau du début des années 1980, s'est accrue de 16% entre mars et juin; selon les enquêtes, les entreprises prévoient d'intensifier encore leur production les prochains mois. Déjà marquée dans l'électronique, la reprise s'étend peu à peu à d'autres secteurs. Durant le second semestre, les incitations de l'Etat devraient dynamiser en particulier le secteur automobile, fortement atteint. Les exportations ont nettement augmenté depuis le mois de mars et devraient continuer de profiter de la reprise enregistrée dans l'industrie manufacturière. Etant donné le faible taux d'utilisation des capacités de production et les bénéfices peu élevés des entreprises, il ne faut pas attendre d'impulsions à court terme des investissements privés. De nouvelles mesures d'économies seront ainsi nécessaires. Une reprise progressive de la demande mondiale devrait

compenser l'affaiblissement des effets découlant des plans de relance dans le courant de l'année prochaine.

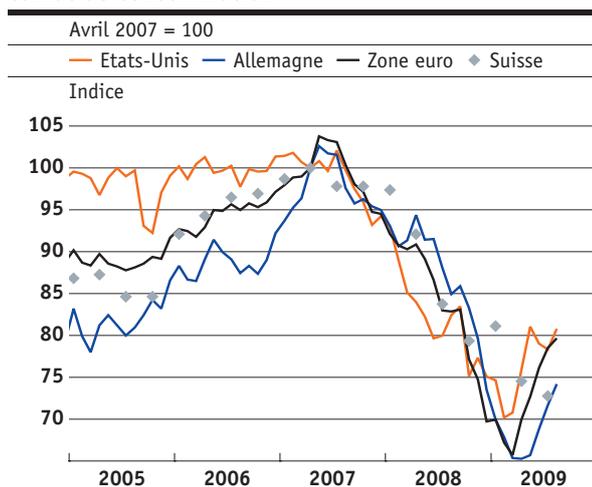
La BNS a révisé à la hausse ses prévisions de croissance de l'économie japonaise pour 2009. Elle table actuellement sur un recul du PIB de 4,9%, contre 6,8% en juin.

### ... et dans les économies émergentes d'Asie

En Chine, le vaste plan de relance mis en œuvre cette année et l'année prochaine produit toujours plus d'effets. Le PIB a continué de croître durant le deuxième trimestre, augmentant de 7,9% en comparaison annuelle. Les incitations de l'Etat se sont traduites non seulement par une forte progression des investissements, mais aussi par une stimulation de la consommation privée. Par contre, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative du fait que les importations ont augmenté, alors que les exportations ont stagné.

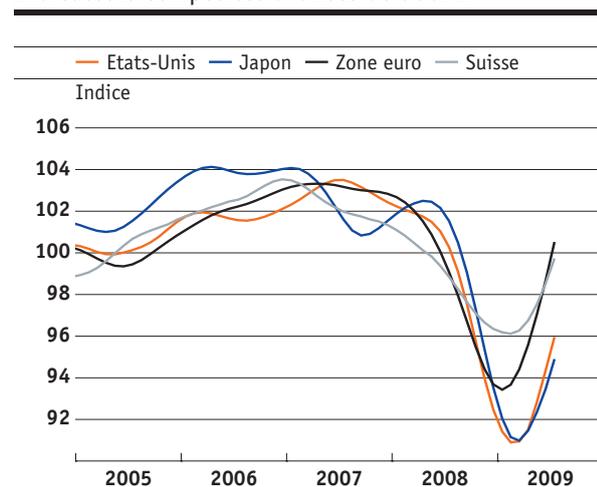
Divers indicateurs de l'industrie manufacturière incitent à l'optimisme pour la suite de l'année. Les exportations ont en effet recommencé à croître au milieu de l'année, tandis que les importations ont continué d'augmenter sous l'effet de la très forte demande de matières premières. Cette dernière tendance résulte de la hausse des dépenses d'infrastructure de l'Etat et des investissements dans la construction de logements, mais aussi de la nécessité de reconstituer les stocks. De plus, les mesures d'incitation à la consommation de biens durables, en vigueur depuis le milieu de l'année, et la reprise enregistrée par le marché chinois des actions ont clairement stimulé la consommation des ménages.

Graphique 1.3  
Climat de consommation



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.4  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE.

Dans l'ensemble, la demande intérieure devrait donc elle aussi être un moteur de croissance durant le second semestre.

La reprise s'est étendue aux « quatre dragons asiatiques », soit la Corée, Taiwan, Hong Kong et Singapour, dont le PIB s'est fortement accru. Contrairement à ce qui était le cas en Chine, la croissance a été soutenue avant tout par les exportations. La production industrielle a fortement augmenté, et les stocks ont été réduits pour faire face à la demande bien supérieure aux attentes. Dans certains pays, la production a presque atteint son niveau d'avant la crise, et l'a même dépassé dans le secteur de l'électronique. Dans son ensemble, l'économie continue cependant de présenter un besoin de rattrapage. La remontée amorcée par le cycle des stocks et une augmentation des commandes dans l'industrie d'exportation devraient contribuer de façon décisive à la croissance, tandis que la demande intérieure continuera de profiter de la politique monétaire expansionniste et des vastes plans de relance.

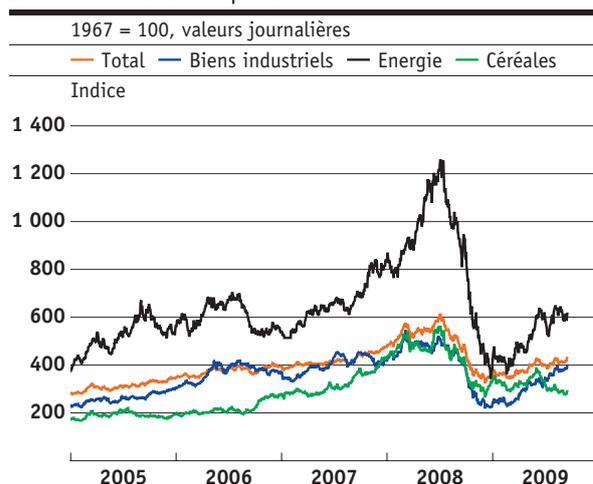
### Etats-Unis: retour à la croissance attendu pour le troisième trimestre

La récession qui persiste depuis fin 2007 aux Etats-Unis s'est fortement atténuée au cours du deuxième trimestre de 2009. Ainsi, la croissance s'est contractée de 1%, contre environ 6% les deux trimestres précédents. Le commerce extérieur et la consommation publique ont contribué à la croissance, alors qu'un nouveau recul des investissements dans la construction de logements et une réduction record des stocks ont pesé sur le PIB durant le deuxième trimestre. La consommation

privée, qui jouait encore un rôle de soutien de la conjoncture au trimestre précédent, a elle aussi accusé un recul. Cette évolution coïncide avec une nouvelle détérioration du marché du travail. L'emploi a en effet reculé d'un million de postes entre mai et août 2009, et le taux de chômage a atteint 9,7%.

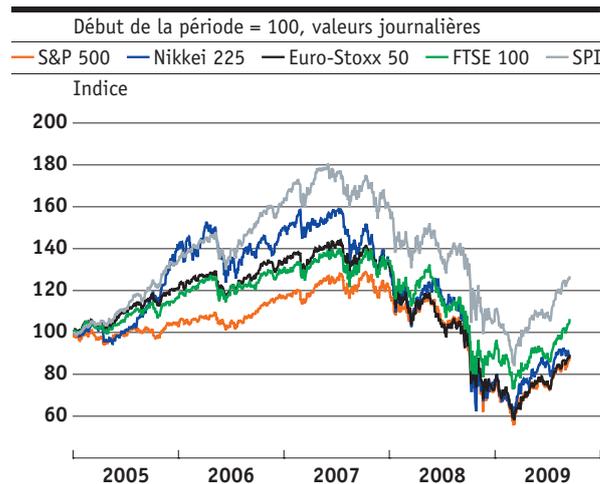
La plus grave récession de l'après-guerre devrait prendre fin durant le présent trimestre. Un renversement de tendance dans le cycle des stocks et le plan de relance devraient soutenir la croissance durant le second semestre. Des programmes gouvernementaux tels que la prime à la casse pour l'achat de véhicules plus écologiques ou les crédits destinés à l'achat d'un premier logement stimuleront la croissance à court terme. Une hausse marquée des ventes de biens immobiliers et du nombre de permis de construire annonce une stabilisation sur le marché de l'immobilier résidentiel. A moyen terme, la construction de logements ne devrait contribuer que faiblement à la croissance, car le nombre de maisons invendues reste élevé. Du côté de l'industrie, la situation s'est améliorée. La production s'est de nouveau accrue en juillet. Les enquêtes menées auprès des entreprises et les entrées de commandes incitent à l'optimisme également pour les prochains mois. En raison de la faible utilisation des capacités de production, il ne faut cependant pas s'attendre à une forte augmentation des investissements des entreprises. De même, la consommation privée ne devrait croître que modérément malgré les réductions d'impôts, car les pertes patrimoniales des trimestres précédents et le taux de chômage élevé pèsent sur les ménages.

Graphique 1.5  
Indice des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.6  
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Face à l'amélioration des perspectives pour le second semestre, la BNS prévoit actuellement pour 2009 une contraction du PIB de 2,4% aux Etats-Unis, contre 2,8% en juin. Elle continue de tabler sur une croissance modérée pour 2010.

### Zone euro en phase de reprise

Comme aux Etats-Unis, la dynamique baissière s'est sensiblement affaiblie dans la zone euro. Le produit intérieur brut a fléchi de 0,5% seulement, après avoir chuté de 9,5% au premier trimestre. Contre toute attente, il a même augmenté en Allemagne et en France. Il a cependant de nouveau accusé un net recul dans des économies de taille moyenne telles que l'Espagne ou les Pays-Bas. Les incitations étatiques à l'achat de biens de consommation durables (en particulier des automobiles) ont contribué à l'amélioration générale du climat en soutenant la consommation privée. Pour la première fois depuis trois trimestres, la contribution du commerce extérieur à la croissance est redevenue positive, les exportations ayant moins fléchi que les importations. Les ventes en direction de l'Asie ont recommencé de croître légèrement. Par ailleurs, les entreprises ont procédé à de nouvelles corrections de leurs stocks. La pression subie par les dépenses d'investissement des entreprises n'a pas diminué, car l'utilisation des capacités de production est restée faible.

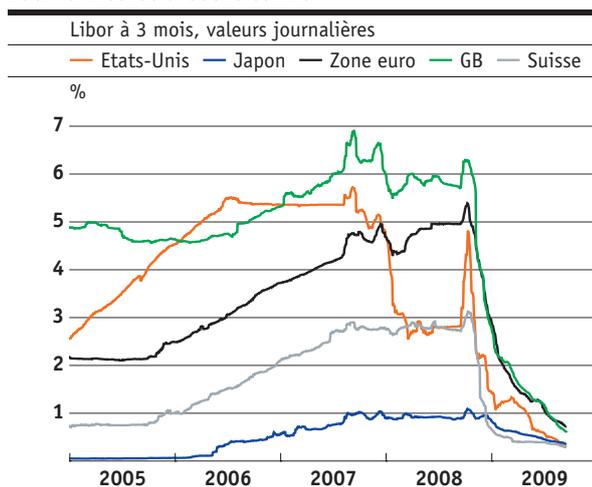
La nouvelle hausse des indices du climat des affaires annonce une poursuite de la reprise. Les indices européens des directeurs d'achats dans l'industrie ont continué de monter grâce à une évaluation plus optimiste des nouvelles commandes. Les

stocks, qui ont vraisemblablement passé le creux du cycle durant le deuxième trimestre, devraient apporter une contribution positive à la croissance durant le second semestre. Après avoir chuté de plus de 10% au cours des quatre derniers trimestres, les investissements devraient profiter d'un léger besoin de rattrapage. Les écarts de rendement se sont sensiblement réduits sur les marchés financiers, amenant une amélioration des conditions de financement. Les plans de relance devraient produire leurs effets et soutenir le secteur de la construction. A moyen terme, un octroi plus restrictif de crédits bancaires pourrait cependant freiner l'activité. De plus, il faut s'attendre à une nouvelle détérioration du marché du travail. La BNS prévoit pour 2009 une contraction du PIB de 3,6% dans la zone euro, alors qu'elle tablait encore sur un recul de 4,6% en juin. Ses prévisions de croissance pour 2010 sont également plus optimistes qu'en juin.

### Nouvelle baisse des prix à la consommation

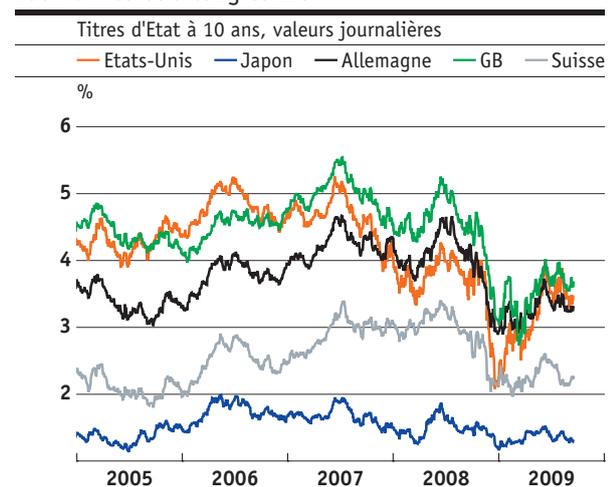
Le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation dans les pays industrialisés a poursuivi son repli entre avril et juillet, principalement sous l'influence des effets de base négatifs découlant des prix de l'énergie et de la faible augmentation des prix de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, n'a en revanche que peu fléchi. Les effets de base négatifs afférents aux prix de l'énergie s'affaibliront durant le second semestre. Pourtant, il ne devrait pas y avoir de poussée inflationniste, étant donné la faible utilisation des capacités de production et le taux de chômage élevé.

Graphique 1.7  
Taux d'intérêt à court terme



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.8  
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Aux Etats-Unis, l'inflation annuelle a fléchi, passant de -0,7% en avril à -2,1% en juillet. L'inflation sous-jacente a passé de 1,9% à 1,5% durant la même période. Dans la zone euro, l'inflation annuelle a également reculé entre avril (0,6%) et août (-0,2%), mais l'inflation sous-jacente est restée à un niveau relativement élevé (1,3% en juillet). Au Japon, l'inflation annuelle a continué de fléchir (2 points), pour s'établir à -2,2%. Le taux d'inflation sous-jacente a lui aussi baissé, s'inscrivant à -0,9%. L'inflation annuelle des « quatre dragons asiatiques » s'est également établie dans la zone négative pour atteindre -0,2% en moyenne. En Chine, elle a continué de reculer et s'est fixée à -1,8%.

### Poursuite de la politique monétaire expansionniste

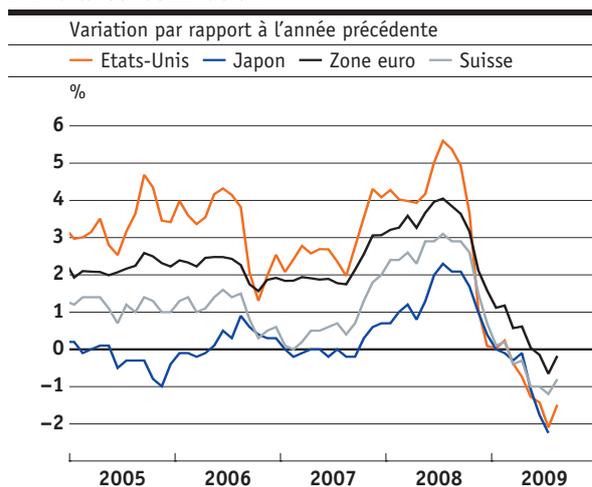
Dans la plupart des pays industrialisés, les banques centrales ont poursuivi leur politique monétaire expansionniste. Depuis le mois de mars, la Réserve fédérale des Etats-Unis n'a ni changé la marge de fluctuation de son taux directeur (0,0%-0,25%), ni relevé le plafond prévu pour les achats de titres. Afin de permettre un abandon progressif de cette stratégie, elle a fixé à octobre 2009 la fin de l'achat d'obligations d'Etat d'une valeur de 300 milliards de dollars. Par contre, elle a prolongé d'une demi-année, soit jusqu'à mi-2010, son plan TALF d'aide au crédit, destiné à soutenir le marché de l'immobilier commercial. Les prix des contrats à terme (*futures*) sur le marché monétaire indiquent

que le début d'un retour à la normale est attendu pour le premier semestre de 2010 en matière de politique de taux d'intérêt.

La BCE a maintenu ses conditions monétaires souples et laissé inchangé à 1% son principal taux de refinancement. L'achat d'obligations adossées à des prêts hypothécaires (*covered bonds*) et libellées en euros pour un montant atteignant jusqu'ici plus de 12 milliards d'euros a contribué à stabiliser la situation du système bancaire en matière de liquidités. La BCE a l'intention d'utiliser d'ici à mi-2010 l'ensemble des 60 milliards d'euros annoncés en mai. De plus, les taux d'intérêt à court terme ont pu être abaissés fin juin grâce à la première des trois opérations de refinancement à douze mois prévues. Les deux opérations suivantes seront menées fin septembre et mi-décembre.

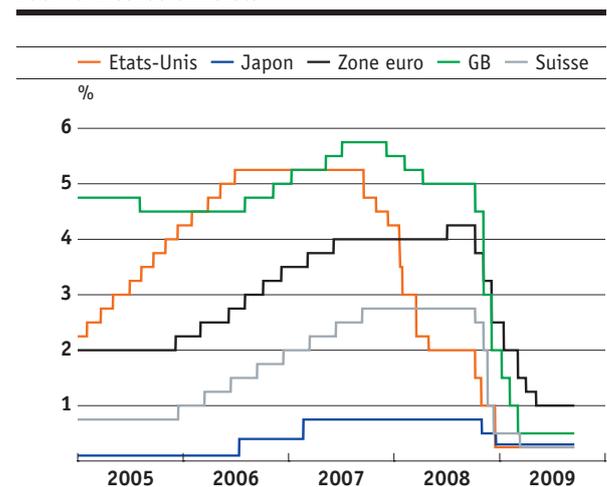
La banque centrale du Japon a laissé inchangé à 0,1% son taux de l'argent au jour le jour et pris de nouvelles mesures non conventionnelles pour faciliter l'approvisionnement en liquidités à court terme. Elle aide ainsi en particulier les petites entreprises, qui continuent de pâtir des conditions de crédit restrictives. Face aux fortes incertitudes qui continuent de peser sur la pérennité de la reprise actuelle, les banques centrales de nombreux pays asiatiques sont restées dans l'expectative.

Graphique 1.9  
Prix à la consommation



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

Graphique 1.10  
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

## 2 Evolution économique en Suisse

En Suisse, le PIB a encore reculé au deuxième trimestre, mais dans une moindre mesure puisque la baisse a été de 1%. Le taux d'utilisation des facteurs de production a marqué un fort repli, notamment dans l'industrie manufacturière, qui a connu un net fléchissement non seulement pour ce qui est de l'utilisation des capacités techniques, mais aussi en ce qui concerne la demande de main-d'œuvre. Cette évolution caractérise tout particulièrement l'industrie des machines, la métallurgie et l'horlogerie. Le secteur des services affiche lui aussi un degré d'utilisation insuffisant, mais la situation est nettement moins grave que dans l'industrie. Dans la construction en revanche, l'utilisation des capacités de production demeure relativement élevée.

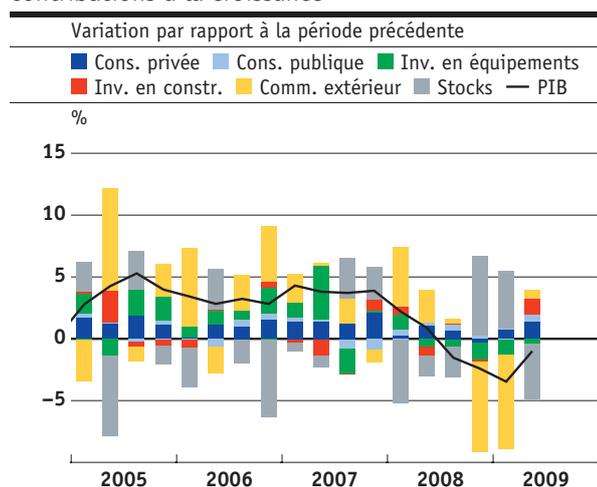
Dans ce contexte, le nombre de chômeurs et le chômage partiel n'ont cessé d'augmenter rapidement, ce qui se répercutera à moyen terme sur la consommation. Au deuxième trimestre, les dépenses de consommation privée ont certes encore progressé, mais elles vont probablement se tasser ces prochains temps.

Dans l'industrie manufacturière, les perspectives des entreprises axées sur l'exportation ont commencé à s'éclaircir après avoir été très sombres. Une reprise progressive des exportations est donc attendue dans le courant du troisième trimestre. De premiers signes de reprise ont été décelés en juillet déjà dans le domaine des exportations de matières premières et de produits semi-finis.

Quelque 160 représentants de divers secteurs économiques, interrogés en juillet et en août par les délégués aux relations avec l'économie régionale, ont pour la plupart évoqué un ralentissement de la tendance au repli. Ce ralentissement a été notamment constaté dans les branches d'ordinaire les premières touchées par le cycle économique. Si l'appréciation des perspectives s'est améliorée, le redémarrage reste difficile aux dires des représentants des divers secteurs.

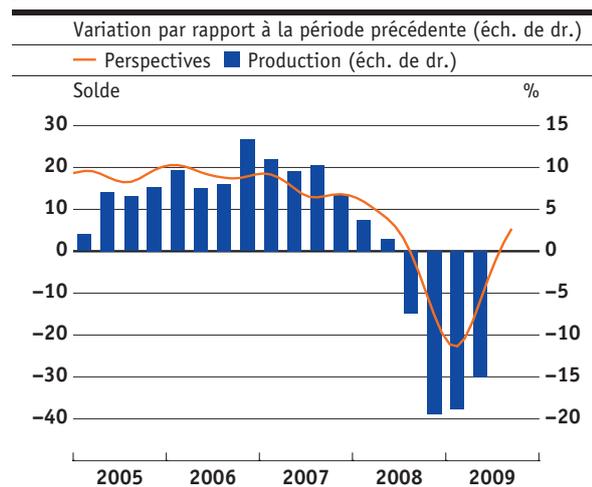
Les entretiens menés en juillet et en août révèlent en outre que les différences entre l'évolution des entreprises à vocation exportatrice et celle des entreprises axées sur le marché intérieur se sont quelque peu estompées ces derniers mois. Les entreprises du secteur exportateur restent certes plus touchées par la crise que les entreprises actives sur le marché intérieur, mais les interlocuteurs sont toujours plus nombreux à signaler une demande plus stable des pays étrangers et des signes positifs venant notamment d'Asie. L'économie intérieure, qui s'est montrée robuste pendant une longue période, ressent de plus en plus les effets de la crise. Les informations concernant la construction restent, elles, relativement positives.

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 la première estimation du SECO, le PIB de la Suisse a fléchi de 1% au deuxième trimestre, après avoir reculé de 3,5% le trimestre précédent. Par rapport au deuxième trimestre de 2008, le repli est de 2%. Il n'a donc de loin pas atteint l'ampleur attendue par la Banque nationale et par la majorité des observateurs.

Du côté de la demande, l'évolution du PIB a été influencée dans une large mesure par la contribution négative des stocks. Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi reculé. En revanche, la consommation privée et les investissements en constructions se sont accrus. Les exportations ont continué à diminuer fortement. Les impor-

tations ont toutefois enregistré un repli encore plus grand, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été positive.

En ce qui concerne la production, la création de valeur ajoutée a été freinée principalement par l'évolution négative dans l'industrie manufacturière et dans le domaine des prestations de services aux entreprises. Le commerce intérieur et le secteur de la restauration et de l'hébergement ont également subi une baisse. Cependant, le secteur bancaire s'est caractérisé par une croissance positive, et ce, pour la première fois depuis 2007. Cette évolution résulte de la reprise observée sur les marchés financiers. D'autres impulsions positives sont venues de la construction et du secteur public.

### 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	
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	1,7	1,6	2,4	1,7	2,1	3,6	0,4	1,8	1,2	-0,4	1,2	2,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,2	0,3	0,5	-0,1	-6,9	-7,8	4,7	2,4	4,2	2,1	0,9	5,1
Formation de capital fixe	3,8	4,7	5,2	0,4	-9,7	4,9	8,7	-6,1	-2,5	-7,7	-5,9	4,4
Construction	3,5	-1,4	-2,3	0,9	-1,0	10,2	7,4	-8,1	0,6	-1,6	-0,1	14,7
Biens d'équipement	4,0	10,1	11,1	0,1	-15,2	1,4	9,7	-4,7	-4,7	-11,9	-10,3	-3,2
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>8,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,3</b>	<b>-4,3</b>
Exportations totales	7,8	10,3	9,5	2,9	5,2	1,2	3,7	16,1	0,7	-27,5	-23,4	-10,4
Biens	5,8	11,1	8,4	2,6	3,7	3,2	7,9	14,9	-1,4	-34,1	-24,4	-7,2
Hors MPPAA <sup>1</sup>	6,5	11,2	8,3	2,1	3,9	6,6	2,8	18,9	-7,7	-31,2	-22,2	-7,7
Services	13,2	8,4	12,5	3,4	8,9	-3,6	-6,1	19,1	5,9	-9,6	-20,7	-17,2
<b>Demande globale</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>5,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-6,5</b>
Importations totales	6,6	6,5	6,0	0,4	0,2	10,1	-9,7	17,1	-5,2	-18,6	-4,9	-18,2
Biens	5,6	7,8	5,1	-0,5	-2,1	9,5	-10,2	21,5	-7,3	-28,0	-2,0	-23,2
Hors MPPAA <sup>1</sup>	5,3	7,4	6,7	-1,0	0,1	5,5	-11,7	22,4	-8,2	-24,8	-7,1	-19,8
Services	11,3	0,6	10,3	4,8	11,4	12,5	-7,4	-1,5	5,6	38,5	-15,1	6,2
<b>PIB</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,0</b>

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

## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

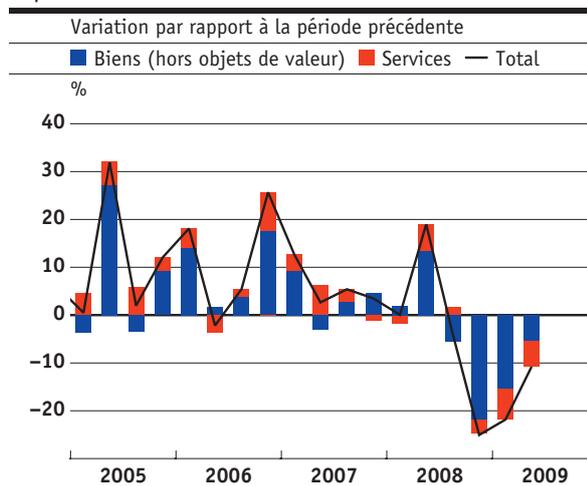
### Ralentissement de la baisse des exportations

Dans le sillage de la stabilisation économique qui se profilait chez les principaux partenaires commerciaux, les exportations de biens et de services ont connu une baisse ralentie au deuxième trimestre. S'établissant à 10,8% (hors objets de valeur), la contraction a toutefois été bien plus importante qu'au trimestre précédent. L'évolution n'a pas été homogène pour ce qui est des exportations de biens. Les exportations de biens intermédiaires ont bénéficié de la reprise de l'industrie étrangère, notamment dans l'UE; dans l'ensemble, les livraisons de matières premières et de produits semi-finis ont augmenté quelque peu par rapport au trimestre précédent, après avoir reculé d'environ 25% au cours du semestre d'hiver. Les livraisons de biens d'équipement à l'étranger ont par contre poursuivi leur fort mouvement de repli; aucun signe d'amélioration n'a été perceptible, notamment en ce qui concerne l'industrie des machines. Les exportations de biens de consommation ont reculé à un rythme plus lent, grâce principalement à une évolution moins négative des ventes de produits pharmaceutiques.

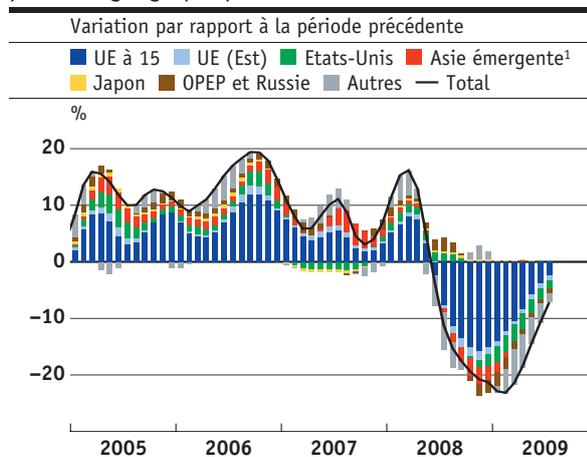
Au deuxième trimestre, aucun revirement de tendance n'est apparu du côté des exportations de services. La baisse toujours importante était due une fois de plus au recul des recettes tirées du commerce de transit et du secteur des assurances privées. Etant donné la hausse des cours boursiers, les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère ont augmenté légèrement, et ce pour la première fois depuis le début de la crise. Quant aux chiffres afférents aux exportations du secteur du tourisme, leur évolution a bénéficié du fait que, cette année, les fêtes de Pâques sont tombées au deuxième trimestre et non pas au premier comme en 2008.

En juillet, des signes de plus en plus nombreux annonçaient que les exportations avaient passé le creux de la vague. Un retournement de tendance a notamment été constaté en rapport avec les exportations de matières premières et de produits semi-finis. De plus, la tendance à la baisse des exportations de biens de consommation s'est ralentie. Pour la première fois, en outre, le mouvement de repli a faibli dans le domaine des biens d'équipement. Cette nouvelle amélioration a résulté principalement de la stabilisation des exportations vers les économies d'Europe de l'Ouest, mais aussi vers d'autres régions. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), les perspectives plus optimistes afférentes aux entreprises

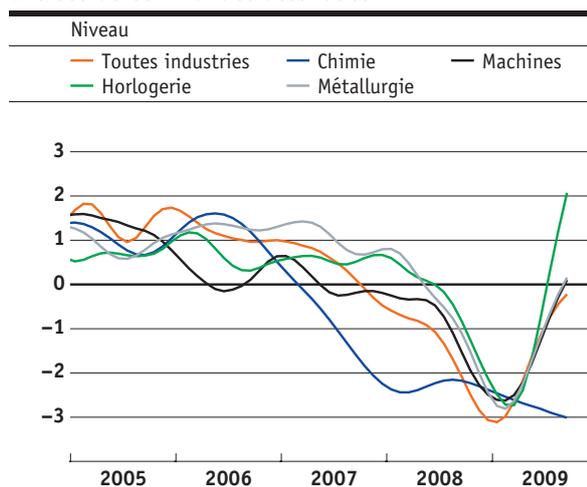
Graphique 2.3  
Exportations: contributions à la croissance



Graphique 2.4  
Exportations de biens: contributions à la croissance, par zone géographique



Graphique 2.5  
Entrées de commandes attendues



Graphique 2.3  
Source: SECO.

Graphique 2.4  
<sup>1</sup> Asie émergente: Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Vietnam.  
Source: Administration fédérale des douanes (AFD).

Graphique 2.5  
Source: KOF/EPFZ.

axées sur l'exportation laissent présager une nouvelle amélioration ces prochains mois.

### Soutien venant de la construction

Les investissements en constructions, qui avaient stagné au premier trimestre en raison du mauvais temps, se sont considérablement accrus au deuxième trimestre (+14,7%). Il découle de plusieurs enquêtes que l'activité dans le secteur de la construction se poursuit à un niveau élevé et que les perspectives restent stables, excepté dans le segment des bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Dans la construction, l'activité devrait rester stable, étant donné l'évolution positive de l'emploi. Cela concerne en particulier la construction de logements – celle-ci est soutenue par des taux hypothécaires bas et des coûts de construction en repli – et le génie civil, qui est stimulé par des mesures de politique budgétaire. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services par contre reculera sensiblement du fait de la réduction des investissements des entreprises dans ce segment.

### Baisse des investissements en biens d'équipement

Contrairement aux investissements en constructions, les investissements en biens d'équipement souffrent clairement des effets de la récession. Au deuxième trimestre, ils ont reculé de 3,2%, après avoir chuté de 10,3% au premier trimestre. Les ventes, sur le marché intérieur, de biens d'équipement suisses de même que les importations de biens d'équipement ont été orientées à la baisse.

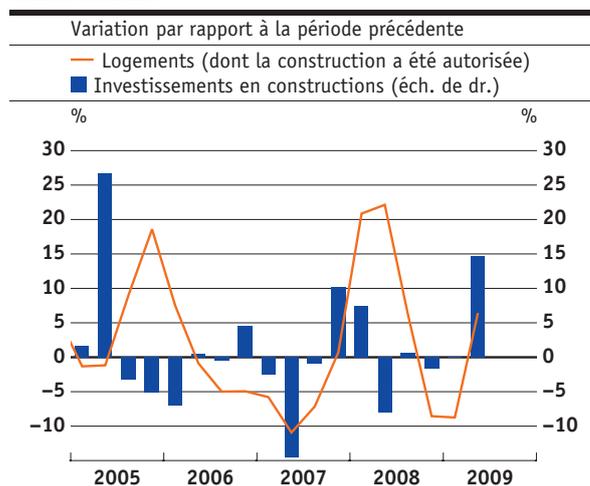
Actuellement, les entreprises font preuve d'une grande retenue en ce qui concerne les investissements. Cette modération s'explique par le degré très faible de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie.

### Croissance robuste de la consommation

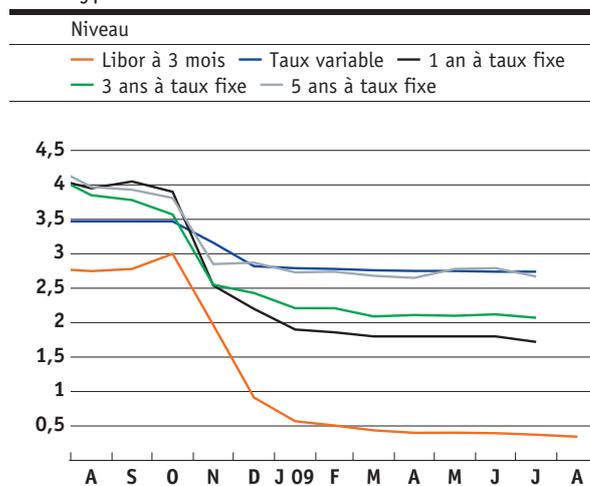
L'économie a été soutenue par la consommation privée au deuxième trimestre également. L'évolution robuste de la consommation privée est un des facteurs par lesquels la Suisse se distingue de nombreux autres pays dans la phase actuelle de récession.

La consommation a affiché un taux de croissance de 2,3%, contre 1,2% au premier trimestre. Cette situation s'explique en partie par une baisse des prix et, partant, par une évolution favorable du pouvoir d'achat des ménages. A moyen terme, la consommation a également bénéficié de la forte augmentation de la population.

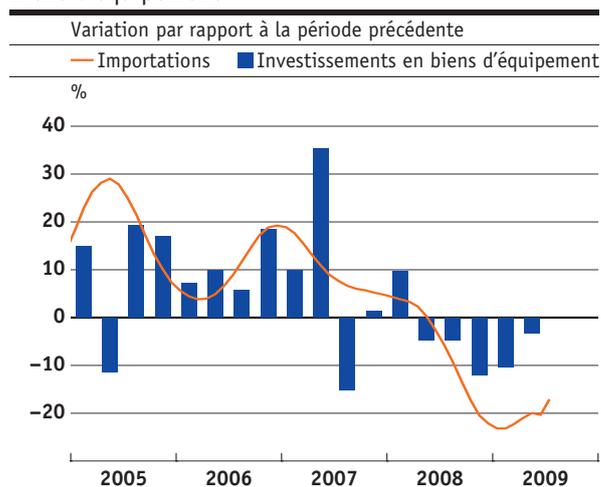
Graphique 2.6  
Constructions



Graphique 2.7  
Taux hypothécaires et Libor à 3 mois



Graphique 2.8  
Biens d'équipement



Graphique 2.6  
Sources: OFS et SECO.

Graphique 2.7  
Source: BNS.

Graphique 2.8  
Sources: AFD et SECO.

La plupart des sous-composantes de la consommation ont progressé au deuxième trimestre. Les ventes se sont accrues dans de vastes secteurs du commerce de détail. Les dépenses ont connu une forte expansion dans le domaine de la santé et des soins du corps ainsi que dans celui de l'électronique de divertissement et de bureau. Par contre, la demande de biens de consommation durables s'est tassée, ce qu'illustre par exemple la diminution du nombre d'immatriculations de voitures neuves.

### Affaiblissement attendu des dépenses de consommation

La confiance des consommateurs a continué à se détériorer au printemps et en été; en juillet, son niveau a encore baissé, passant de -38 points à -42 points. Cette évolution s'explique surtout par une appréciation un peu plus pessimiste de l'évolution économique générale et de la situation financière des ménages. De plus, l'inquiétude quant au travail persiste: la sécurité de l'emploi est de nouveau considérée comme nettement moins bonne qu'elle ne l'était l'automne dernier.

En 2010, le revenu réel disponible des ménages devrait subir une perte de vitesse sensible par rapport à 2009. Il en résulte que les risques à la baisse prédominent du côté de la croissance de la consommation.

### Fort recul des importations

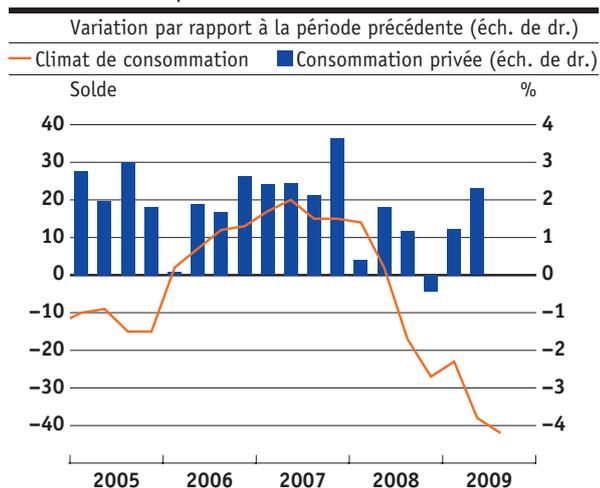
Au deuxième trimestre, les importations ont diminué de 15,1% (hors objets de valeur). Ce repli est dû en partie à la disparition d'un effet spécial: au premier trimestre, les importations de bijoux en or ont été exceptionnellement élevées; au deuxième trimestre, elles se sont normalisées, entraînant une forte correction à la

baisse des importations de biens de consommation. Même sans cet effet spécial, les importations de biens de consommation ont évolué de manière divergente. Tandis que les importations de biens pour l'aménagement des logements ont continué à se replier, celles d'automobiles, de vêtements et d'articles du domaine de l'électronique de divertissement, mais aussi celles de produits pharmaceutiques ont marqué une légère hausse; pendant le semestre d'hiver, elles avaient subi un fléchissement important. Quant aux autres catégories principales de biens, elles ont évolué médiocrement. En raison de la persistance de la crise dans l'industrie, les importations de biens intermédiaires industriels et de biens d'équipement ont diminué une nouvelle fois.

Du côté des importations de services, les dépenses dans le domaine du tourisme ont augmenté. Hors tourisme par contre, ces importations ont stagné. Si les dépenses dans le domaine des licences et brevets ont diminué dans le sillage de la réduction de l'activité de production, celles pour l'acquisition de prestations financières à l'étranger se sont accrues.

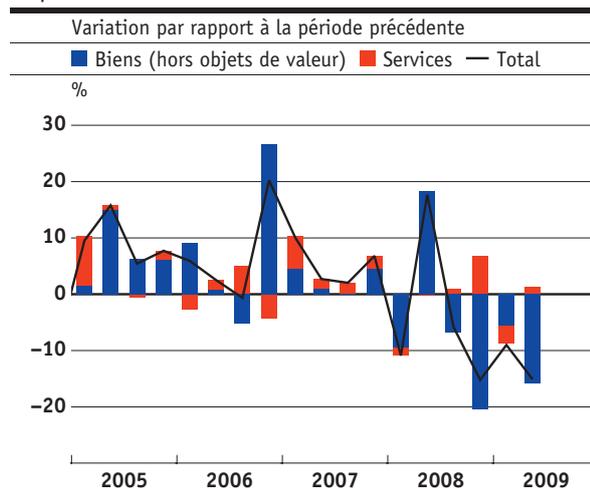
En juillet, la tendance à la baisse des importations de biens a faibli. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont ainsi stabilisés, mais leur niveau était inférieur de quelque 20% à celui de la période correspondante de 2008. De plus, la baisse des importations de biens d'équipement s'est ralentie, et ce, sur un large front. Pour ce qui est des importations de biens de consommation, l'évolution n'a par contre pas été homogène. Alors que la reprise s'est poursuivie en juillet dans les domaines de l'automobile et de l'électronique de divertissement, les importations de produits pharmaceutiques et de biens pour l'aménagement de logements avaient tendance à reculer.

Graphique 2.9  
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.10  
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Baisse plus forte de l'emploi

La baisse de l'emploi, amorcée au premier trimestre, s'est accélérée au deuxième trimestre. En équivalents plein temps, l'emploi a reculé de 1%, contre -0,6% au cours des trois premiers mois de l'année.

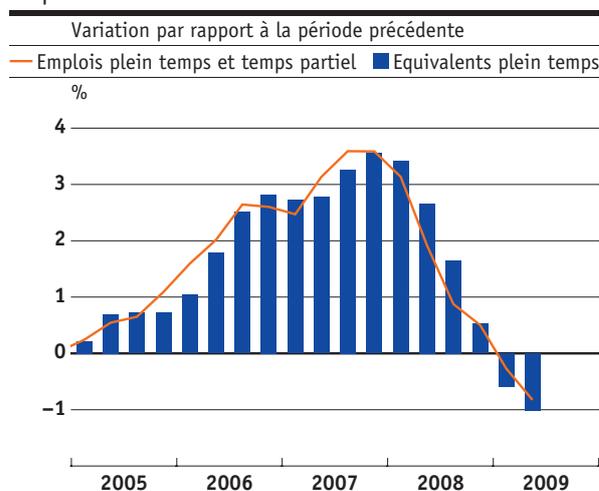
L'évolution a été très inégale d'un secteur à l'autre. Dans l'industrie manufacturière, l'emploi a de nouveau diminué considérablement (-5,2%), et le recul a touché un grand nombre d'entreprises. En revanche, dans le secteur des services, l'emploi est resté globalement stable. Il a augmenté dans le

secteur public (administration, éducation, santé), mais diminué dans le secteur financier, dans l'hôtellerie et la restauration, dans le commerce et dans les branches de la réparation. Il a en outre progressé dans la construction, comme au premier trimestre.

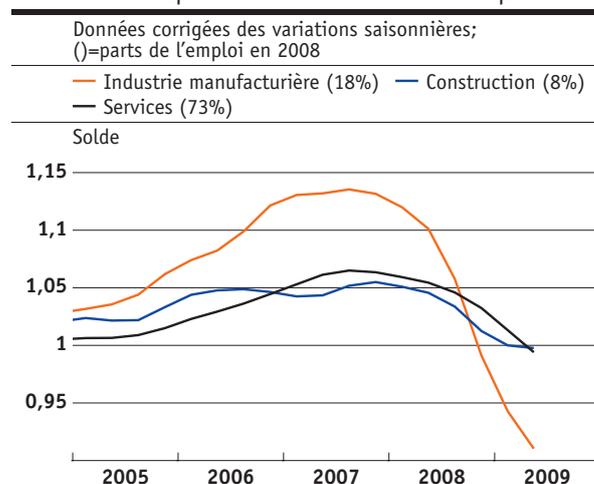
### Sombres perspectives en matière d'emploi

Les indicateurs relatifs à la demande de main-d'œuvre ont continué à fléchir, mais l'évolution a été un peu plus lente. Tous les indicateurs se situent à un bas niveau. Par conséquent, une amélioration de la situation sur le marché du travail semble exclue au second semestre.

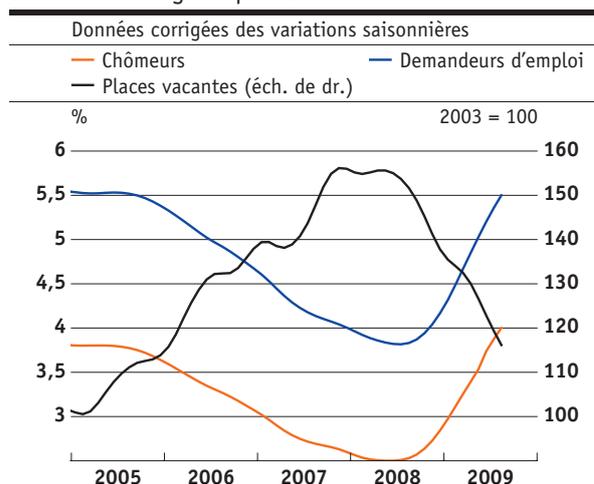
Graphique 2.11  
Emploi



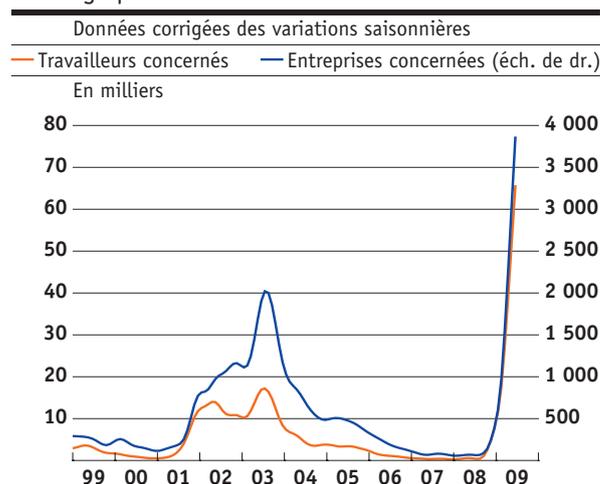
Graphique 2.12  
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.13  
Taux de chômage et places vacantes



Graphique 2.14  
Chômage partiel



Graphique 2.11  
Source: OFS.

Graphique 2.12  
Source: OFS.

Graphique 2.13:  
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices du travail, en pourcentage des personnes actives selon le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives); données corrigées en fonction du changement de méthode de calcul en juin 2009.  
Source: SECO.

Graphique 2.14  
Source: SECO.

### Forte augmentation du chômage et du chômage partiel

Le nombre de chômeurs a poursuivi sa progression à un rythme accéléré. Entre mai et août, le taux de chômage – en données corrigées des variations saisonnières – a augmenté de 0,5 point pour s'élever à 4%. Sur la même période, 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 elle aussi accrue, passant de 5% à 5,5%.

Les branches de l'industrie fortement touchées par la récession ont continué à recourir massivement au chômage partiel. Le nombre de chômeurs partiels a donc connu une nouvelle hausse notable. En juin, 3 870 entreprises pratiquaient le chômage partiel, impliquant 65 800 personnes. Ces chiffres sont comparables à ceux enregistrés pendant la récession du début des années nonante. A cette époque toutefois, le chômage partiel touchait principalement la construction.

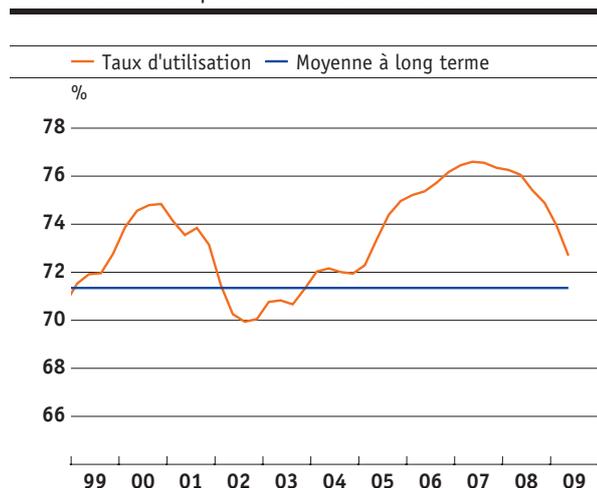
## 2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à pouvoir éviter une situation inflationniste ou déflationniste. En général, l'offre globale, déterminée par la disponibilité du capital et de la main-d'œuvre ainsi que par le progrès technique, est 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 laisse présager une tendance à la déflation.

### Taux d'utilisation des capacités très faible dans l'industrie

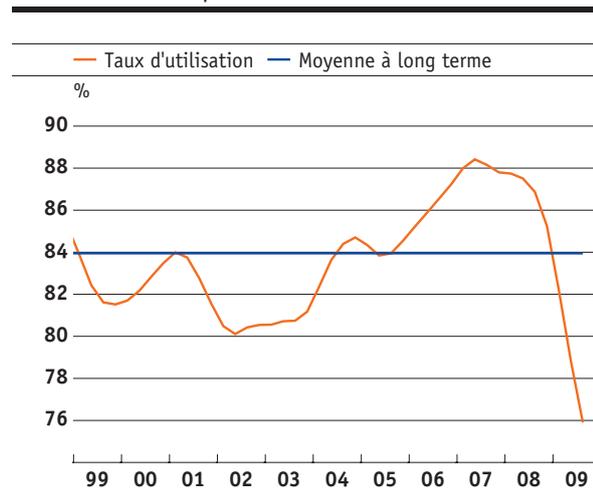
Le taux d'utilisation des capacités a poursuivi son mouvement de repli jusqu'en juillet. Cette évolution est due principalement à la régression frappant l'industrie manufacturière. Il ressort des données recueillies par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) que, dans ce secteur, le taux d'utilisation est au niveau le plus bas jamais enregistré depuis la récession du milieu des années septante. En effet, en juillet, il s'est établi à 76,3%, alors que sa moyenne à long terme se situe aux alentours de 84%. Le secteur des services,

Graphique 2.15  
Utilisation des capacités dans la construction



Source: KOF/EPFZ.

Graphique 2.16  
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: KOF/EPFZ.

en particulier l'hôtellerie et la restauration, souffre également d'une utilisation trop faible des capacités de production. Dans le commerce de détail, une diminution du taux d'utilisation est attendue dans la seconde moitié de l'année. Dans la construction, par contre, le taux d'utilisation reste supérieur à sa moyenne à long terme.

### Écart de production et potentiel de croissance

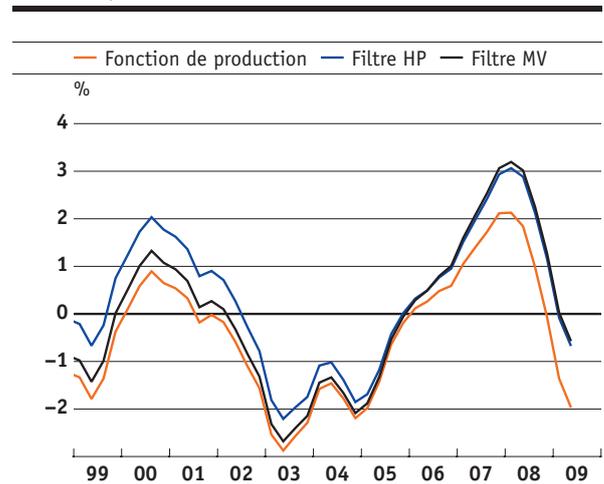
L'écart de production, qui représente la différence exprimée en pourcentage entre le PIB réel et la production potentielle estimée, est un instrument de mesure des capacités de tous les secteurs de l'économie et, en corollaire, des pressions inflationnistes.

Au deuxième trimestre, l'écart de production s'est creusé davantage. Il résulte de la fonction de production (FP) que l'écart atteint -2% de la production potentielle, contre -1,4% au premier trimestre de 2009 (voir graphique 2.17). Le filtre de Hodrick et Prescott (HP) fait apparaître un écart de production de -0,7% (-0,1% au premier trimestre) du potentiel. L'incertitude quant à l'ampleur de l'écart de production, qui se reflète dans ces résultats divergents, est assez typique des phases de récession.

Le potentiel de croissance reculera ces prochains trimestres pour deux raisons: d'une part, un tassement des flux migratoires ainsi qu'un taux de participation en léger repli devraient peser sur l'offre de travail. D'autre part, la faiblesse des investissements devrait entraîner un ralentissement de l'accumulation de capital. De plus, le secteur bancaire, dont le potentiel de production a bénéficié d'une croissance supérieure à la moyenne par le passé, vient seulement d'entrer dans une phase de lente reprise.

Étant donné que la croissance effective du PIB restera inférieure au potentiel, l'écart de production va encore se creuser ces prochains temps. L'écart attendu pour le troisième trimestre devrait s'établir à respectivement -2,3% (PF) et -0,7% (HP) de la production potentielle. L'écart de production ne devrait se réduire qu'en 2010.

Graphique 2.17  
Écart de production



Source: BNS.

## 2.5 Prix

### Indice des prix de l'offre totale: baisse des prix des biens de consommation

Depuis mai 2009, les sous-composantes de l'indice des prix de l'offre totale ont évolué de manière divergente. Alors que les prix à la production ont encore légèrement baissé, les prix à l'importation ont déjà marqué une faible hausse. Des baisses de prix à la production ont été enregistrées principalement du côté des biens de consommation non durables et de celui des produits agricoles. En raison d'effets de base dans les domaines de l'énergie et des biens intermédiaires, le renchérissement au niveau de l'offre totale est resté nettement dans la zone négative, en comparaison annuelle, mais la baisse du niveau des prix s'est atténuée, passant à -5,5% en août. Etant donné la disparition progressive des effets de base, cette tendance devrait se poursuivre.

### Anticipations à la baisse des prix

Le commerce de gros comme l'industrie manufacturière continuent à tabler sur une baisse des prix au cours des prochains mois. Quelques indicateurs avancés se sont certes stabilisés légèrement, mais leur niveau est resté bas (voir graphiques 2.19 et 2.20). Conjuguées au recul sensible des prix à la production et à l'importation au premier semestre de 2009, les pressions à la baisse sur les prix à la consommation devraient se maintenir encore un certain temps.

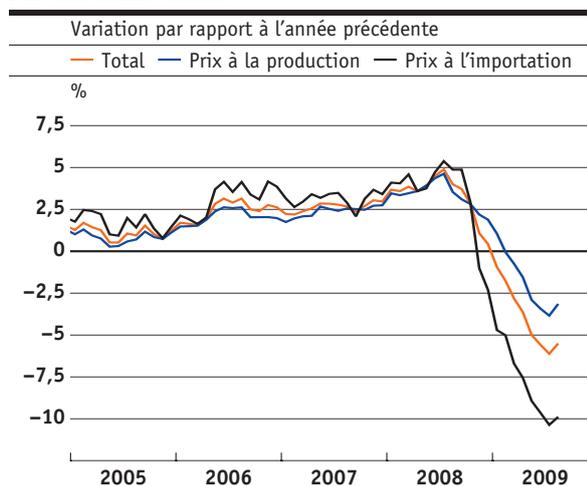
### Indice des prix à la consommation toujours en repli

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le taux annuel de renchérissement s'est légèrement redressé, passant de -1% en mai à -0,8% en août. Cette évolution s'explique pour une part considérable par la disparition progressive des effets de base qui se font sentir du côté des produits pétroliers. Si l'on exclut les effets de base, le renchérissement a fléchi pour s'inscrire à 0,6% en août (0,9% en mai).

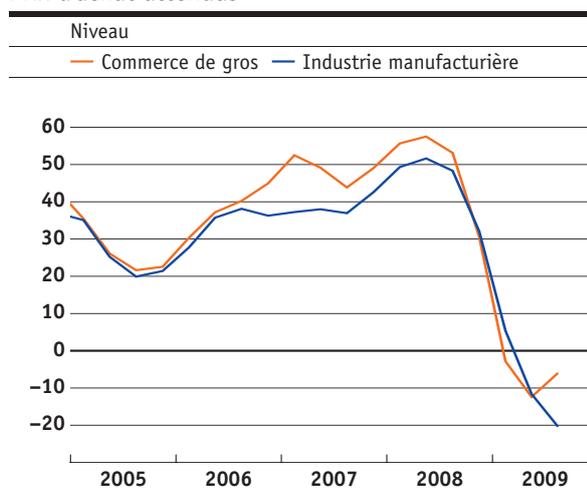
### Léger recul du renchérissement intérieur

Au niveau des biens et services d'origine suisse, le renchérissement a continué à diminuer pour s'établir à 1% en août. L'augmentation de l'impôt sur le tabac et la hausse des prix de certaines denrées alimentaires ont temporairement renforcé le

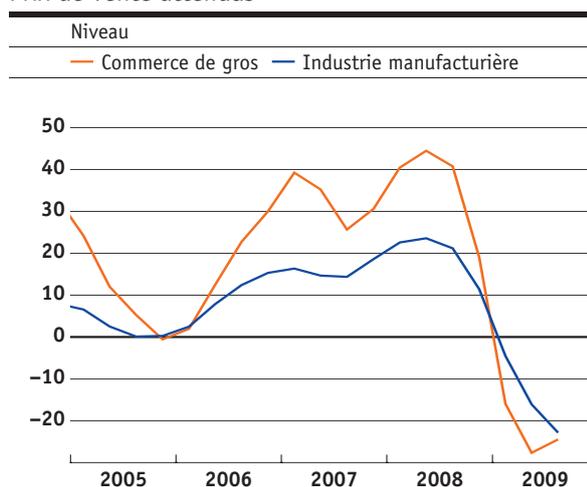
Graphique 2.18  
Prix de l'offre totale



Graphique 2.19  
Prix d'achat attendus



Graphique 2.20  
Prix de vente attendus



Graphique 2.18  
Source: OFS.

Graphiques 2.19 et 2.20  
Source: KOF/EPFZ.

renchérissement. Ainsi, le renchérissement des biens d'origine suisse a passé de 1,3% en mai à 1,7% en juin. En août, il était de nouveau à 1,2%. Dans les services, le renchérissement a continué à reculer (-0,3 point) pour s'inscrire à 1% en août. Les prix ont augmenté dans le secteur de la santé, mais diminué, en comparaison annuelle, dans le trafic aérien et l'hôtellerie. En août, les loyers dépassaient de 2% leur niveau du mois correspondant de 2008. En mai, leur hausse était encore de 2,6%.

### Renchérissement négatif des prix à l'importation

Le renchérissement annuel des biens et services importés a continué à subir des effets de base, qui se sont toutefois atténués au mois d'août. Etant donné la baisse temporaire du prix du pétrole à la mi-juillet, les prix des produits pétroliers ont fléchi, en comparaison annuelle, de 35,6% en juillet, contre 34,2% en mai. En août, ils étaient inférieurs de 27,9% à leur niveau du même mois de l'année précédente. Dans le domaine des autres biens et services importés, le renchérissement annuel a diminué, passant de 0,5% en mai à 0,1% en août.

### Indice suisse des prix à la consommation et composantes

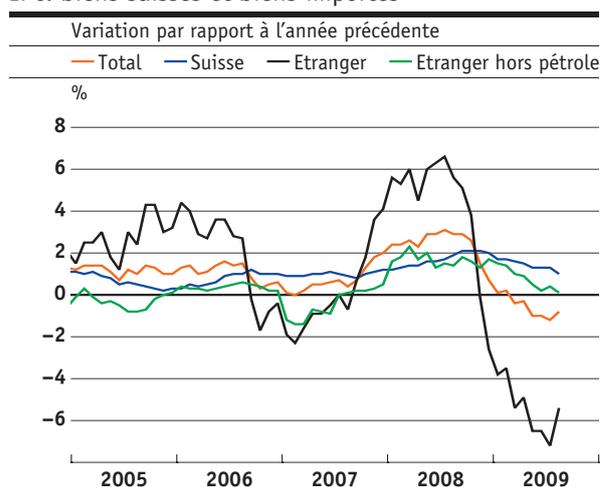
Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2008	2008	2009	2009	2009	2009	2009	2009
		4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Mai	Juin	Juillet	Août
<b>IPC, indice général</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>
Biens et services du pays	1,7	2,1	1,7	1,4	1,3	1,3	1,3	1,0
Biens	1,7	1,9	1,2	1,3	1,3	1,7	1,5	1,2
Services	1,7	2,1	1,8	1,4	1,3	1,2	1,2	1,0
Services privés (hors loyers)	1,4	1,9	1,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5
Loyers	2,4	3,0	3,3	2,9	2,6	2,6	2,6	2,0
Services publics	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Biens et services de l'étranger	4,3	0,3	-4,2	-6,0	-6,5	-6,5	-7,2	-5,4
Hors produits pétroliers	1,7	1,6	1,3	0,6	0,5	0,2	0,4	0,1
Produits pétroliers	17,8	-5,0	-27,2	-32,1	-34,2	-32,6	-35,6	-27,9

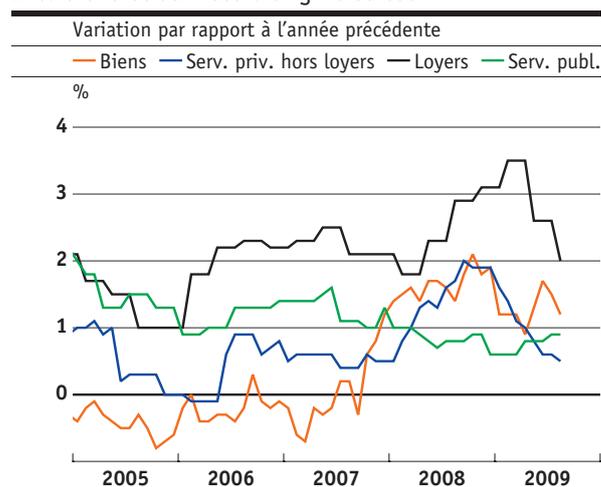
Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.21  
IPC: biens suisses et biens importés



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.22  
IPC: biens et services d'origine suisse

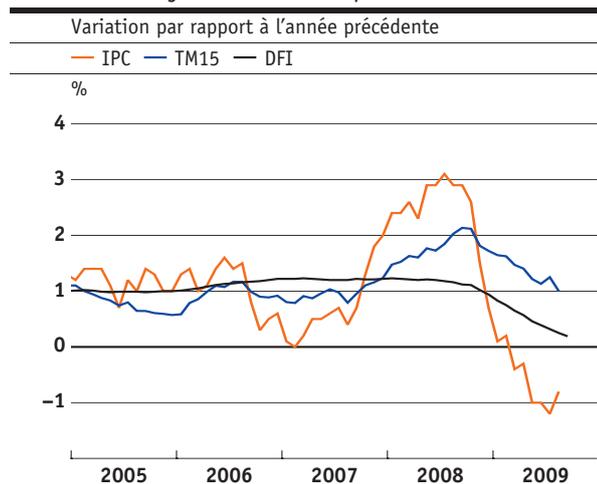


Sources: BNS et OFS.

## Inflation sous-jacente toujours légèrement orientée à la baisse

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'inflation. Afin de les contrer, on calcule des taux d'inflation sous-jacente. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente (voir 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%) et à la baisse (15%). 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 inflations sous-jacentes établies par l'OFS (voir graphique 2.24) excluent du panier-type de l'indice, pour chaque période, les mêmes biens volatils. 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. L'inflation sous-jacente calculée par la BNS à l'aide de la moyenne tronquée a diminué de 0,2 point entre mai et août pour s'établir à 1%. De leur côté, les inflations sous-jacentes 1 et 2 que calcule l'OFS ont reculé de respectivement 0,1 et 0,3 point pour s'inscrire toutes deux à 0,7%. Ces replis indiquent que les pressions à la baisse découlant des prix en amont de la production et la sous-utilisation des capacités influent avec un certain décalage sur les prix à la consommation. La DFI calculée par la BNS, qui a passé de 0,5% en mai à 0,3% en août, le signale elle aussi.

Graphique 2.23  
Inflation sous-jacente calculée par la BNS



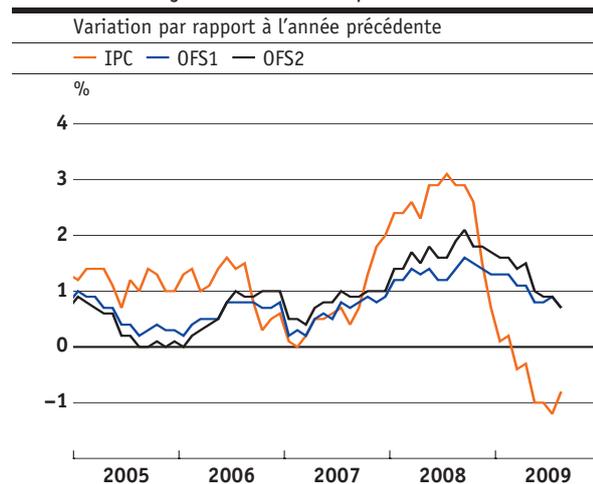
Sources: BNS et OFS.

## 2.6 Perspectives

La BNS escompte une croissance nettement positive, à partir du troisième trimestre, dans toutes les zones économiques importantes (voir chapitre 1 ci-dessus). La reprise attendue de l'économie mondiale aura des répercussions positives sur les exportations suisses de biens et contribuera à une amélioration générale du climat des affaires dans l'industrie. Si les marchés financiers continuent à se rétablir, la création de valeur ajoutée progressera encore dans le secteur bancaire également. Toutefois, les dépenses de consommation privée devraient perdre de leur vigueur, et les investissements en biens d'équipement resteront sans doute modérés.

Pour 2009, la BNS table dorénavant sur un recul du PIB compris entre 1,5% et 2%, alors qu'elle prévoyait une contraction de l'ordre de 2,5% à 3% lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin. Fondamentalement, deux éléments expliquent cette adaptation: les estimations du SECO concernant l'évolution du PIB dans la première moitié de l'année sont dans l'ensemble nettement supérieures aux attentes, et les hypothèses plus favorables quant à l'évolution de la conjoncture mondiale influenceront positivement sur le second semestre.

Graphique 2.24  
Inflation sous-jacente calculée par l'OFS



Source: OFS.

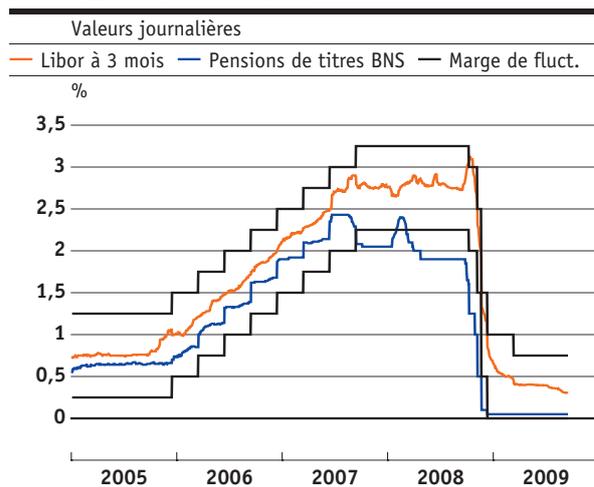
### 3 Evolution monétaire

#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt et anticipations inflationnistes

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin, la BNS a maintenu la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0%–0,75%, son objectif étant d'amener ce taux à 0,25%. Compte tenu de la conjoncture défavorable et du risque persistant de déflation, la poursuite d'une politique monétaire expansionniste a semblé appropriée. La BNS a continué d'alimenter généreusement l'économie en liquidités. Elle a également annoncé qu'elle poursuivrait ses acquisitions d'obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme des débiteurs privés. En outre, la BNS a réaffirmé son intention de s'opposer résolument à une revalorisation du franc face à l'euro.

Cette politique a contribué à une nouvelle détente sur le marché monétaire: le Libor à trois mois a passé de 40 points de base mi-juin à 30 points de base mi-septembre (voir graphique 3.1). La prime de risque, c'est-à-dire l'écart entre ce Libor et le taux rémunérant les swaps au jour le jour indiciels (overnight index swap, OIS), s'est établie à 0,23 point de la mi-juin à la mi-septembre, alors qu'elle était encore de 0,34 point au deuxième trimestre (voir graphique 3.2). Cet écart reste certes au-dessus de la moyenne historique, mais il s'est nettement réduit par rapport aux niveaux records observés après la faillite de Lehman Brothers.

Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

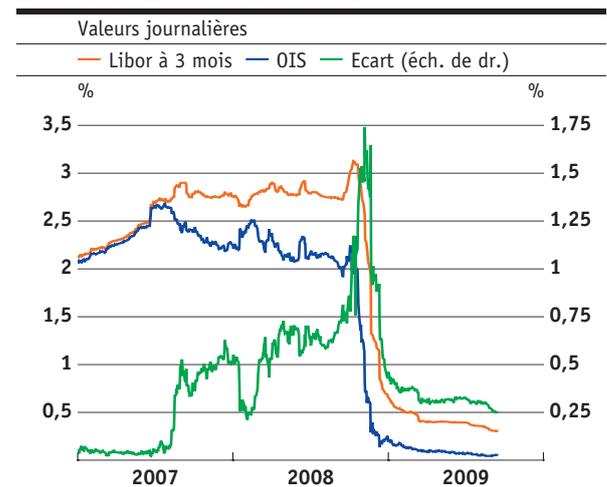
La collaboration entre les banques centrales s'est poursuivie. Le 25 juin 2009, la BNS et d'autres banques centrales ont annoncé que les accords de swaps de durée limitée (limites de swaps) conclus avec la Réserve fédérale seront prolongés jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2010. Au troisième trimestre de 2009, la BNS a passé d'autres pensions de titres à 7 jours et à 84 jours, de manière coordonnée avec la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre, afin d'approvisionner le marché en dollars des Etats-Unis. Elle a toutefois interrompu ses appels d'offres pour pensions de titres à 28 jours à la fin du mois de juillet 2009 en raison de la moindre demande concernant les opérations en dollars.

La BNS, la BCE, la Banque nationale de Pologne et la Banque nationale de Hongrie ont également annoncé le 25 juin 2009 qu'elles exécuteraient d'autres swaps euros contre francs à 7 jours jusqu'au 31 octobre 2009 au moins. Cette mesure est destinée à renforcer la détente sur le marché monétaire en francs suisses à très court terme.

De plus, la Banque nationale a de nouveau 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 18 juin 2009, la durée de ces Bons est de 7 jours uniquement. En moyenne, les Bons de la BNS ont permis de retirer du marché 12,3 milliards de francs en juin et en juillet, alors que le montant des souscriptions s'élevait à 23,4 milliards. Les rendements moyens pondérés par les volumes ont varié entre 0,01% et 0,02%.

La BNS a par ailleurs continué d'émettre ses propres titres de créances libellés en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS – USD) de la mi-juin à la

Graphique 3.2  
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

mi-septembre, dans le cadre du financement du prêt à SNB StabFund. Ceux-ci ont été proposés toutes les deux semaines et portaient sur des durées de 28, 84 et 168 jours. Mi-septembre, l'encours de ces Bons s'élevait à environ 20 milliards de dollars des Etats-Unis. L'écart positif entre le rendement des Bons de la BNS – USD et ceux des obligations d'Etat américaines correspondantes a fléchi nettement depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin.

### Déplacement vers le bas de la courbe des taux d'intérêt

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin, les rendements ont baissé non seulement à court terme, mais aussi à moyen et à long terme. En particulier, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération a passé de 2,48% mi-juin à 2,25% mi-septembre. La courbe des taux d'intérêt a ainsi opéré un déplacement vers le bas (voir graphique 3.3).

### Nouveaux taux d'intérêt de référence en francs

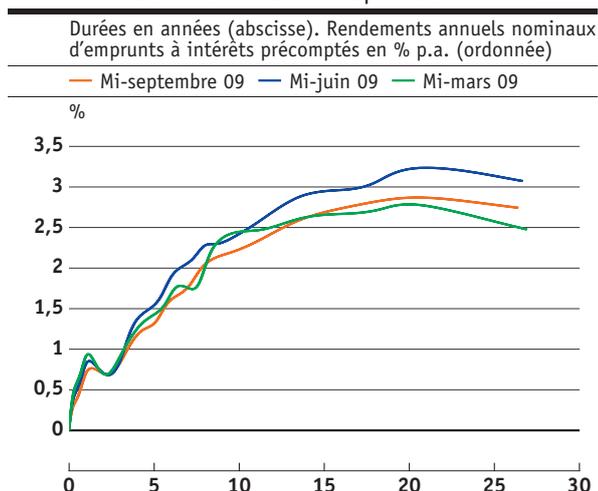
Au troisième trimestre, la BNS et SIX Swiss Exchange SA ont procédé en commun à l'introduction de nouveaux taux d'intérêt de référence, en francs, pour les marchés financiers: les Swiss Reference Rates. Ces taux reposent sur les opérations conclues et les cotations pouvant aboutir à une transaction (quotes) sur le marché interbancaire des pensions de titres contre francs d'Eurex Zurich SA. Les Swiss Reference Rates sont calculés pour des durées allant d'une journée (overnight) à six mois. Leur introduction tient compte du besoin croissant du marché de disposer de taux de référence se basant sur des opérations

gagées, passées sur le marché monétaire. Grâce aux Swiss Reference Rates, la BNS peut mieux surveiller les évolutions sur ce marché et donc optimiser son action sur le niveau des taux. Ces nouveaux taux de référence permettent aussi d'obtenir une courbe des taux en francs neutre en termes de risques pour les marchés financiers. Parmi ces taux de référence, le taux de l'argent au jour le jour – le Swiss Average Rate Overnight (SARON®) – joue un rôle primordial pour les marchés financiers et sert désormais de base pour la courbe des taux en francs. La BNS accorde la plus grande importance au SARON®, car il n'existait jusqu'à présent aucun taux au jour le jour en francs aussi pertinent pour les marchés financiers, que ce soit sur une base gagée ou non. Le SARON® réagit le plus fortement aux conditions prévalant sur le marché des pensions de titres et sert d'indicateur général pour les variations des taux à court terme. Depuis le 25 août 2009, il remplace l'ancien Repo Overnight Index (BNS) dans tous les domaines où ce dernier faisait fonction de valeur de référence. La publication du Repo Overnight Index (BNS) a donc cessé avec effet immédiat.

### Taux plus bas sur le plan international également

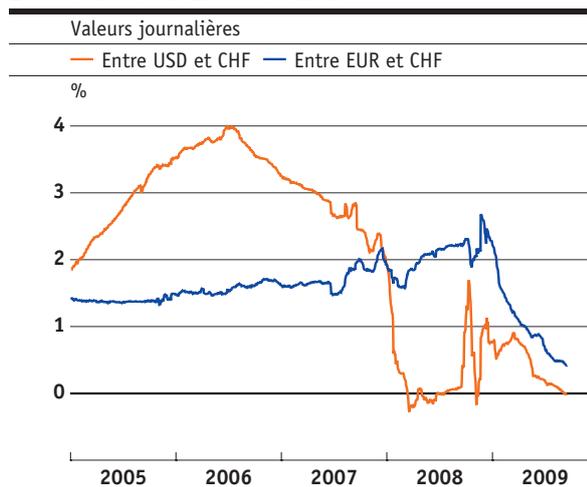
Au niveau international, les taux à court terme ont fléchi un peu plus fortement qu'en Suisse, resserrant les écarts de rendement par rapport à la zone dollar et à la zone euro. Mi-septembre, ils s'élevaient respectivement à 0 et à 42 points de base, contre 21 et 84 points de base à la mi-juin (voir graphique 3.4). La tendance baissière des taux d'intérêt du marché monétaire tient, d'une part, aux liquidités qui ont été généreusement mises à disposition par

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



Source: BNS.

Graphique 3.4  
Ecart entre des Libor à 3 mois



Sources: BNS et Reuters.

certaines banques centrales. D'autre part, le recul des rendements reflète la confiance accrue des acteurs du marché dans le système financier. Sur le plan international, les taux d'intérêt à long terme montraient également, une orientation à la baisse (voir graphique 3.5). En Allemagne, le fléchissement était à peu près équivalent à celui observé en Suisse. Aux Etats-Unis, le rendement des obligations à dix ans du Trésor a reculé un peu plus qu'en Suisse, ce qui a réduit l'écart de rendement entre les obligations américaines et suisses. Cette évolution baissière des rendements a été favorisée par la politique d'assouplissement quantitatif que de nombreuses banques centrales ont menée et qui repose principalement sur l'acquisition d'obligations à long terme émises par des Etats et des entreprises.

### Nouvelle amélioration des conditions de financement des entreprises

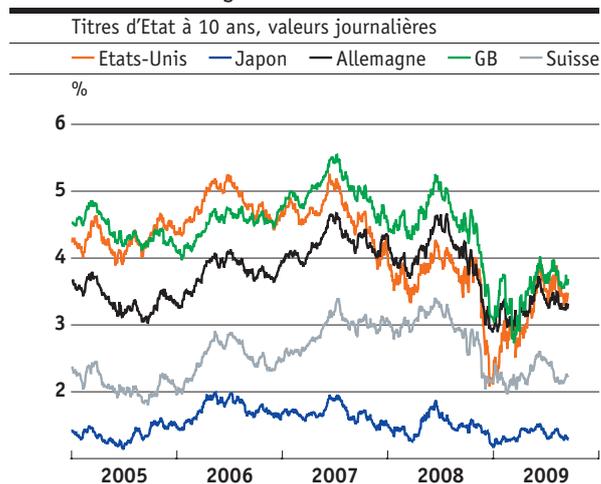
Les conditions de financement des entreprises ont continué de s'améliorer ces derniers mois. Les taux d'intérêt des obligations d'entreprises suisses ayant une faible notation, notamment, ont reculé, ce qui laisse supposer que les investisseurs ont davantage confiance dans la solvabilité des sociétés et dans les possibilités de celles-ci de réaliser des bénéfices. Les achats d'obligations en francs suisses de débiteurs privés auxquels la BNS a procédé ont eux aussi vraisemblablement contribué à cette nouvelle détente.

### Taux d'intérêt réels toujours bas

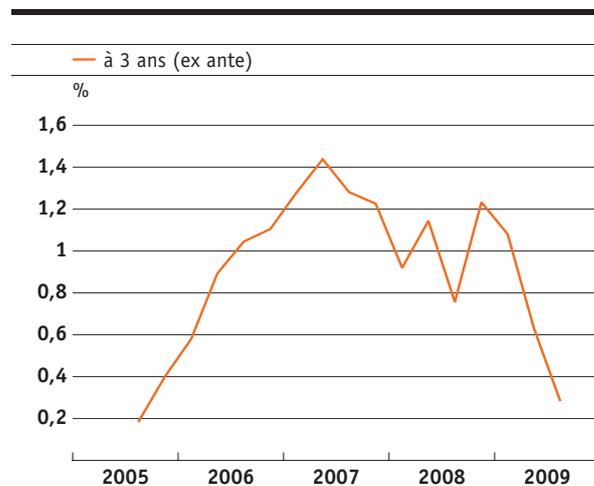
Le taux d'intérêt réel est une variable importante, car il influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc crucial pour l'évolution future de la conjoncture. Le graphique 3.6 illustre l'évolution du taux réel à trois ans. Celui-ci correspond à la différence entre le taux nominal à trois ans et la hausse, attendue durant cette période, des prix à la consommation, les anticipations inflationnistes étant estimées en prenant la moyenne des prévisions non conditionnelles tirées de divers modèles de la BNS. Ainsi mesuré, le taux réel s'établissait à 0,3% au troisième trimestre de 2009. Les taux réels sont à des niveaux historiquement très bas pour les durées moyennes; des effets stimulants sur l'économie devraient donc en découler.

L'enquête sur le climat de consommation, qui a été menée en août par le SECO auprès des ménages, n'indique qu'une hausse insignifiante des anticipations inflationnistes à court terme (voir graphique 3.7). La part des personnes interrogées qui s'attendent à une baisse des prix dans les douze prochains mois a un peu baissé par rapport à l'enquête précédente, alors que celle des personnes anticipant une hausse des prix a légèrement augmenté. Mais, dans l'ensemble, les attentes inflationnistes pour les douze prochains mois restent très modérées.

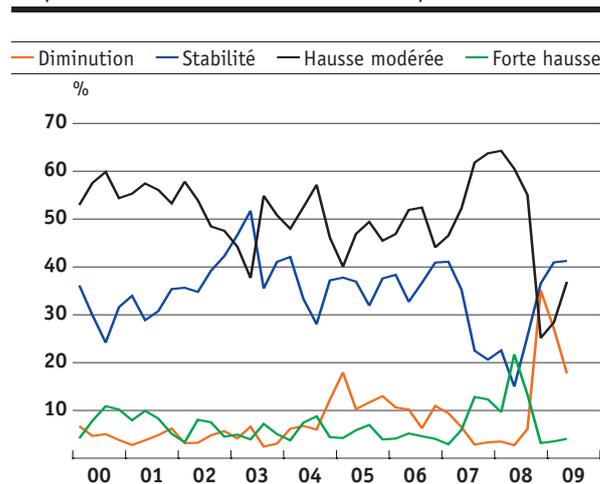
Graphique 3.5  
Taux d'intérêt à long terme



Graphique 3.6  
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.7  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Graphique 3.5  
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.6  
Source: BNS.

Graphique 3.7  
Sources: BNS et SECO.

## 3.2 Cours de change

### Volatilité plus faible sur les marchés des changes

L'évolution récente sur les marchés des changes a été calme. Cela contraste beaucoup avec les grandes fluctuations observées après l'éclatement de la crise financière en août 2007. Entre la mi-juin et la mi-septembre, le dollar des Etats-Unis a perdu 5,1% face à l'euro, alors qu'il avait déjà reculé de 11% par rapport à cette monnaie au cours du deuxième trimestre de 2009.

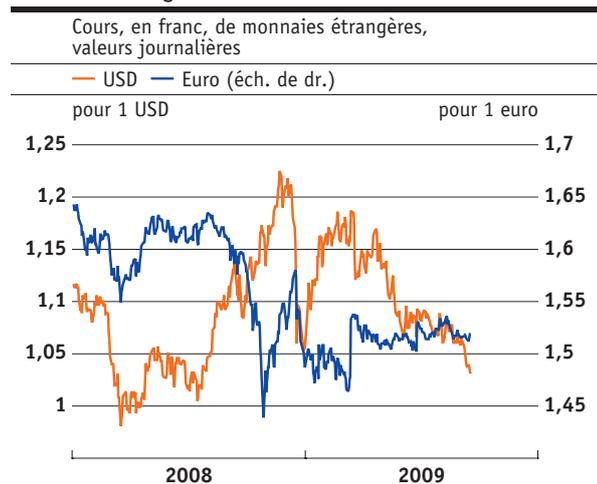
Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin, le franc s'est apprécié de 4,2% face au dollar des Etats-Unis, qui valait 1,03 franc mi-septembre. Il a perdu 1% face à l'euro, qui atteignait 1,52 franc à la même date (voir graphique 3.8). L'évolution du franc doit également être considérée dans le cadre des mesures non conventionnelles de la BNS, car celle-ci entend éviter toute nouvelle revalorisation de la monnaie suisse face à l'euro.

La valeur extérieure nominale du franc, pondérée par le commerce extérieur, a guère changé depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin. Le franc a cependant gagné 11% depuis août 2007, c'est-à-dire depuis l'éclatement de la crise financière (voir graphique 3.9).

### Valeur extérieure stable, en termes réels, à long terme

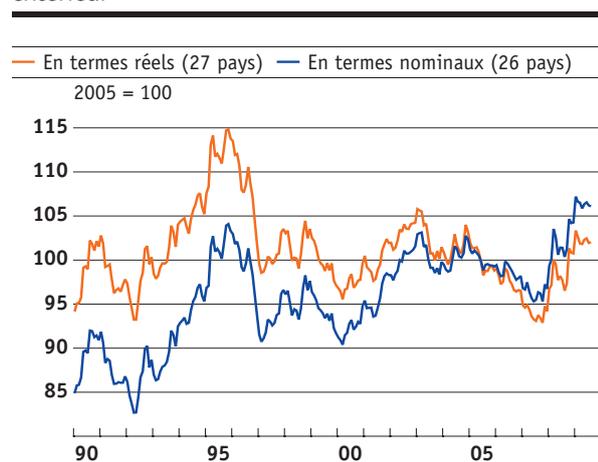
La valeur extérieure réelle du franc, pondérée par le commerce extérieur, est présentée au graphique 3.9. Son évolution relativement stable montre que les fluctuations des cours nominaux ont tendance à compenser, sur de longues périodes, les écarts entre les taux d'inflation.

Graphique 3.8  
Cours de change



Source: BNS.

Graphique 3.9  
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



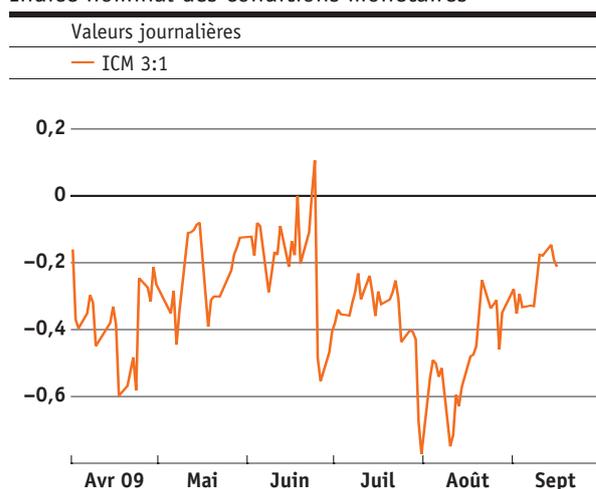
Source: BRI.

### Léger assouplissement des conditions monétaires

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure nominale du franc, pondérée 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).

Le léger fléchissement du Libor à trois mois et le faible repli de la valeur extérieure nominale du franc, pondérée par les exportations, ont entraîné un recul de l'ICM jusqu'à mi-septembre, ce qui correspond à un assouplissement des conditions monétaires (voir graphique 3.10).

Graphique 3.10  
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS.

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

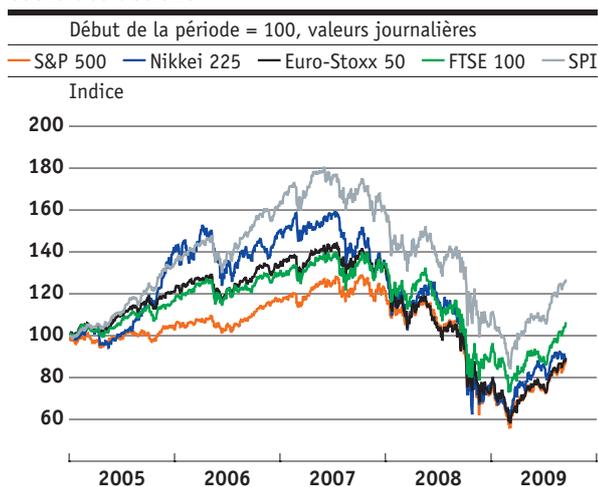
Les actions, les matières premières et les biens immobiliers sont des placements dont les prix jouent, pour deux raisons principalement, un rôle important dans l'analyse de la situation économique. Les fluctuations de ces prix entraînent des modifications dans la valeur du patrimoine des ménages et des 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 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 internationaux des actions ont clairement gagné en vigueur au troisième trimestre de 2009. Depuis la mi-juin, le Swiss Performance Index (SPI) a progressé de 16%. L'indice européen Euro-STOXX 50 et l'indice américain S&P 500 ont crû dans des proportions à peu près similaires. L'ampleur du redressement doit être considérée par rapport aux chutes précédentes des cours. La hausse de ceux-ci est probablement due à plusieurs facteurs: les acteurs du marché semblent être davantage convaincus que le pire est passé. De plus, les résultats de plusieurs entreprises, principalement américaines, ont été meilleurs que prévu, ce qui a tiré les cours vers le haut. La faible rémunération des emprunts d'Etat a par ailleurs tendance à renforcer l'attrait des actions.

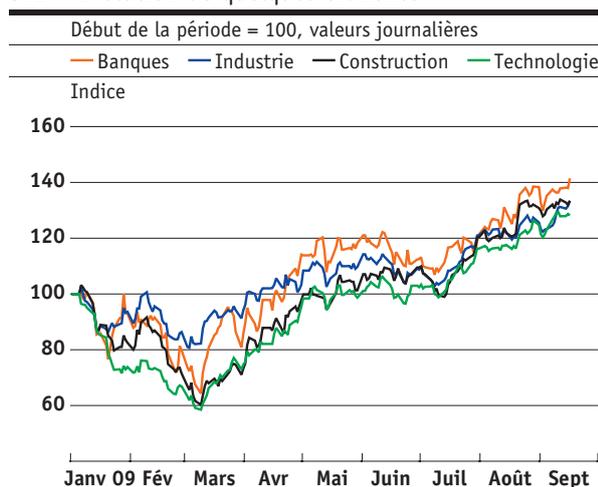
Si l'on examine les différentes composantes du SPI en fonction de la taille des entreprises, on constate que, surtout, les moyennes et grandes entreprises suisses ont bénéficié de la récente tendance haussière. Les cours des actions des grandes entreprises ont gagné 16% entre la mi-juin et la mi-septembre, et celui des petites et moyennes entreprises, respectivement 17% et 12%. Cet accroissement a profité en particulier aux actions des entreprises de haute technologie et du secteur de la construction. La vive pression sur les cours du secteur bancaire s'est également relâchée.

Graphique 3.11  
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.12  
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

Le graphique 3.13 présente la volatilité attendue pour les trente prochains jours, calculée au moyen du Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) et de la volatilité effective, mesurée comme écart type annualisé des rendements mensuels du S&P 500. La volatilité, qui constitue un indice de l'incertitude, s'est repliée à un niveau usuel pour une phase de récession.

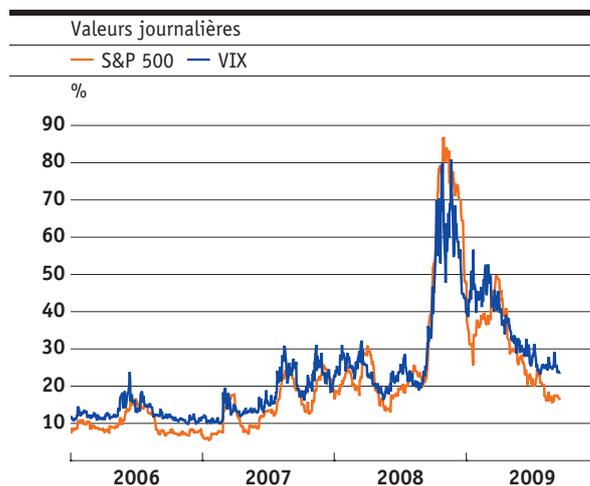
### Hausse des prix des matières premières

Les prix des matières premières ont augmenté pendant la période sous revue. D'après l'indice Commodity Research Bureau (CRB), ils ont marqué une hausse de 7% entre la mi-juin et la mi-septembre. Les produits industriels ont particulièrement renchéri (19%), tandis que le prix du blé a chuté (-19%). En dollars des Etats-Unis, le prix du baril de pétrole a d'abord fléchi avant de se reprendre et d'atteindre 70 dollars à la mi-septembre. En revanche, le prix de l'or s'est accru vivement durant la période considérée et, par moments, a même dépassé 1 000 dollars l'once.

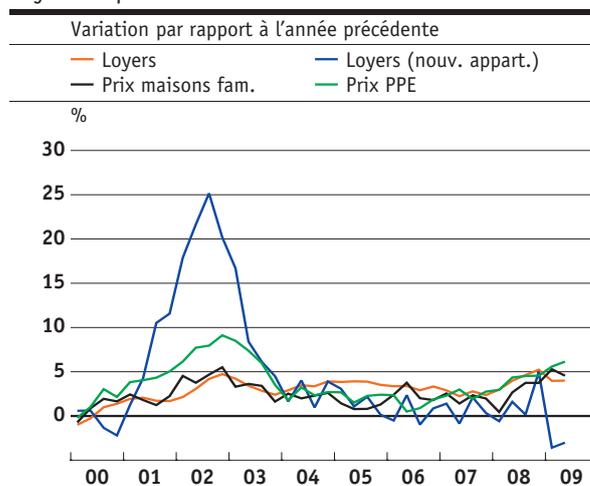
### Evolution inégale des prix de l'immobilier

Les prix de l'immobilier en Suisse ont connu une évolution inégale au deuxième trimestre de 2009 (voir graphiques 3.14 et 3.15). Les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 6%, et ceux des maisons individuelles, de 4,5%. En Suisse, le marché des logements est constitué en majorité d'appartements locatifs. Dans l'ensemble, les loyers ont augmenté de 3,9%, comme au trimestre précédent. Ceux des appartements neufs, qui réagissent plus fortement à la situation régnant sur le marché, ont en revanche baissé de 3,1%. Les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont de nouveau reculé (-10,5%), après un fléchissement de 8,7% au trimestre précédent.

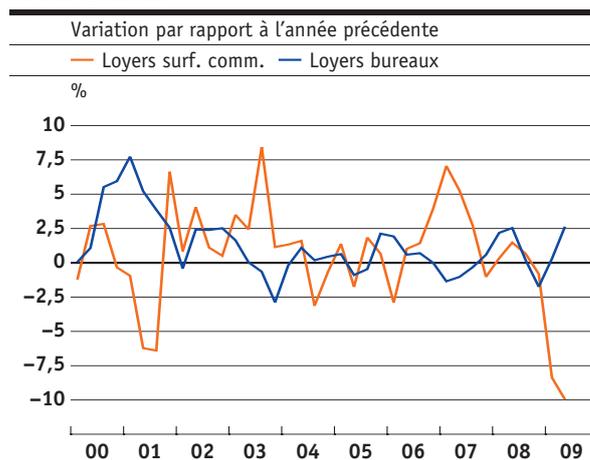
Graphique 3.13  
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.14  
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Graphique 3.15  
Loyers en termes nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Graphique 3.13  
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphiques 3.14 et 3.15  
Source: Wüest & Partner.

## 3.4 Agrégats monétaires

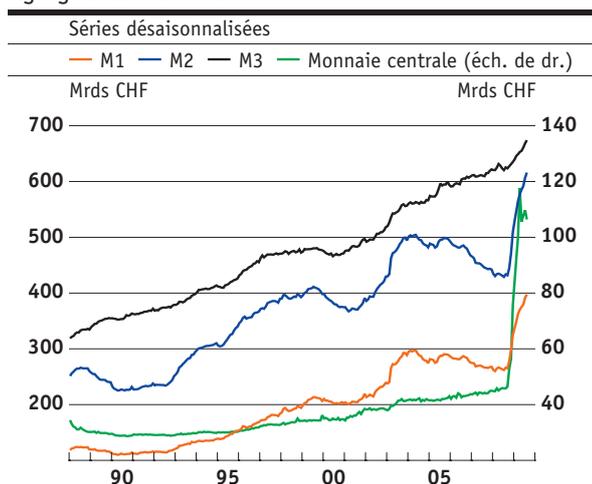
### Nette croissance des agrégats monétaires

La BNS a continué d'approvisionner généreusement le marché en liquidités, afin de répondre à la forte demande 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 août, le taux annuel de croissance de cet agrégat atteignait 134,5% – le signe d'un approvisionnement excessif de l'économie en monnaie. Ainsi, les agrégats monétaires au sens large n'ont dépassé leur niveau tendanciel que récemment (voir graphique 3.16). 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, ce qui concorde également 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 août, ils dépassaient de respectivement 48,9% et 41,8% leur niveau observé un an auparavant. Quant à l'agrégat M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, il a progressé de 7,7% (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 3.17 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 *money gap* s'est comblé au deuxième trimestre et était positif au troisième. Il laisse ainsi présager un taux d'inflation en hausse à moyen terme.

Graphique 3.16  
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2007	2008	2008			2009		2009		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Juin	Juillet	Août
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>44,2</b>	<b>49,6</b>	<b>45,4</b>	<b>45,3</b>	<b>61,7</b>	<b>92,9</b>	<b>110,2</b>	<b>107,3</b>	<b>109,3</b>	<b>105,5</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	2,5	12,1	3,3	4,4	37,8	102,9	142,6	135,4	140,4	134,5
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>268,9</b>	<b>273,1</b>	<b>265,3</b>	<b>258,4</b>	<b>302,2</b>	<b>355,2</b>	<b>375,2</b>	<b>373,8</b>	<b>381,8</b>	<b>384,9</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-4,8	1,5	-1,7	-1,1	12,5	33,3	41,4	43,7	49,1	48,9
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>450,5</b>	<b>443,1</b>	<b>434,3</b>	<b>423,8</b>	<b>475,8</b>	<b>554,9</b>	<b>586,2</b>	<b>586,0</b>	<b>596,1</b>	<b>601,8</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-6,4	-1,6	-4,3	-3,5	7,3	26,5	35,0	37,1	41,3	41,8
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>612,8</b>	<b>626,0</b>	<b>629,4</b>	<b>618,1</b>	<b>631,3</b>	<b>648,3</b>	<b>657,9</b>	<b>658,0</b>	<b>664,0</b>	<b>667,6</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	2,1	2,2	2,9	1,8	2,0	3,7	4,5	5,9	7,7	7,7

1 Définition 1995.

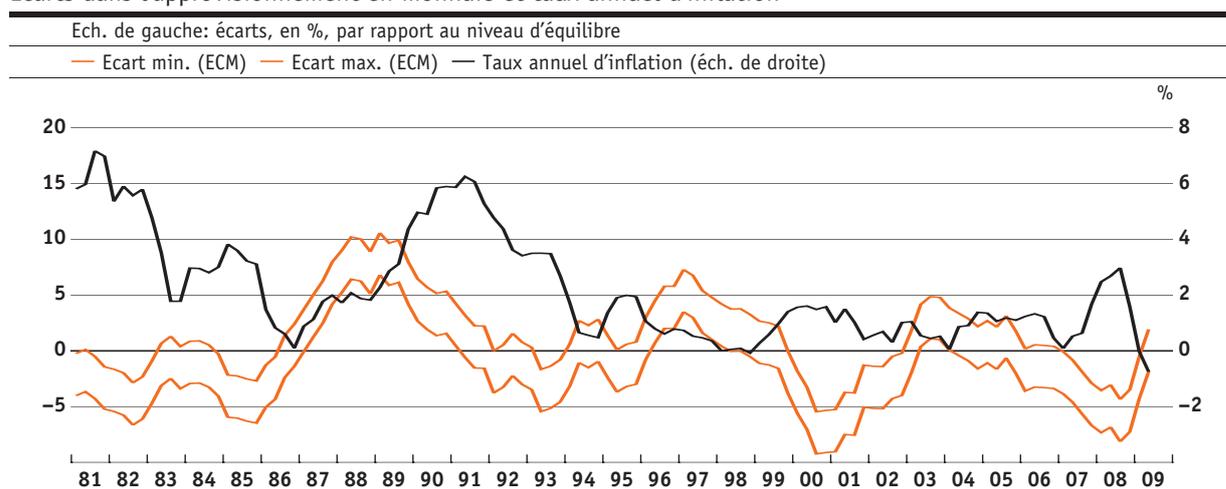
2 Niveau en milliards de francs.

3 En % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS.

Graphique 3.17

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



Source: BNS.

### Forte demande de monnaie centrale

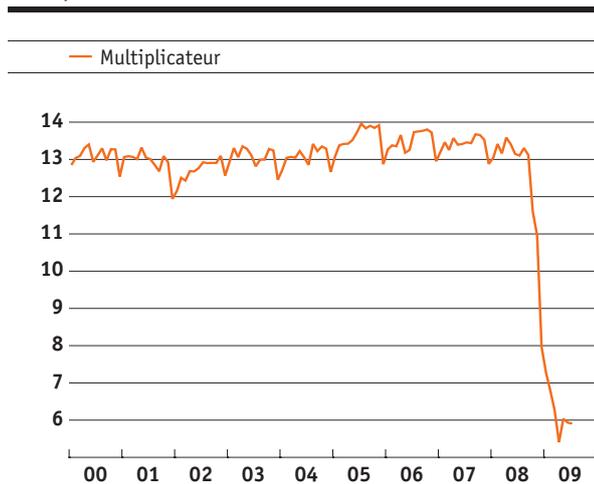
La base monétaire, soit les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS et les billets de banque en circulation, est un indicateur des liquidités sur le marché interbancaire. Depuis septembre 2008, la monnaie centrale a plus que doublé, parce que les banques, depuis l'éclatement 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 existe entre les liquidités sur le marché interbancaire, les avoirs en comptes de virement et l'agrégat M3. Elle est représentée par le multiplicateur monétaire au graphique 3.18. 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, qui font partie de la base monétaire, ont sensiblement augmenté, ce qui s'est traduit par un fort recul du multiplicateur. Celui-ci n'a guère changé récemment.

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 résorbe des liquidités sur le marché interbancaire et réduit ainsi les avoirs en comptes de virement, la croissance de M3 et l'inflation restent alors toutes deux sous contrôle.

Graphique 3.18  
Multiplicateur de la masse monétaire M3



Source: BNS.

## 3.5 Crédits

### Evolution toujours robuste des crédits aux entreprises

La croissance annuelle des crédits s'est ralentie au deuxième trimestre de 2009 pour la cinquième fois consécutive. Elle s'élevait à 3,2% contre 4,1% au premier trimestre de 2009. Ce ralentissement découle principalement de l'évolution des autres crédits (voir graphique 3.19), qui a été négative pour la première fois depuis 2006, passant de 4,7% au premier trimestre à -0,9% au deuxième trimestre. Ce recul reflète la situation économique, car le taux de croissance des autres crédits est fortement corrélé avec la progression du PIB en termes réels. Il tient en premier lieu au ralentissement sensible de la croissance des autres crédits non gagés, qui n'ont augmenté que de 2,1% au deuxième trimestre de 2009, contre 10,9% au trimestre précédent. La baisse des autres crédits gagés (-6,2%) était équivalente à celle du trimestre précédent. En revanche, la hausse des prêts hypothécaires s'est renforcée, passant de 3,9% au premier trimestre à 4,3% au deuxième trimestre de 2009. Cette forte augmentation du volume de ces prêts s'explique par les récentes réductions de taux d'intérêt.

L'évolution des crédits ventilée entre entreprises et ménages montre que les crédits accordés à ces derniers ont progressé de plus de 17 milliards de francs en comparaison annuelle (voir graphique 3.20), ce qui correspond à un taux de croissance de 3,2% (premier trimestre: 2,2%). Les prêts hypothécaires aux ménages ont augmenté nettement plus vite qu'au premier trimestre (4,6% contre 3,7%), mais les autres crédits aux ménages ont reculé de 15%. Tandis que l'assouplissement de la politique

monétaire a bénéficié aux prêts hypothécaires, la baisse de la consommation s'est traduite par un fléchissement des autres crédits.

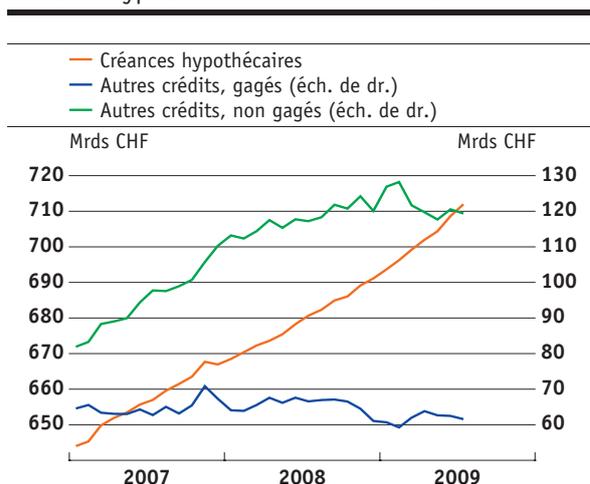
Durant la même période, les crédits aux entreprises privées ont augmenté de plus de 16 milliards de francs. Le taux de croissance a reculé, passant de 9,5% au premier trimestre à 6,2% au deuxième, mais il est demeuré relativement robuste pour une phase de récession. Le ralentissement de la progression tient au recul du taux de croissance des autres crédits (de 14,6% au premier trimestre à 6,4% au deuxième trimestre de 2009), alors que l'augmentation des créances hypothécaires s'est quelque peu renforcée (5,7%).

En général, la croissance des crédits aux entreprises privées a été supérieure à celle des crédits aux ménages. Ainsi, les prêts hypothécaires aux entreprises se sont accrus de 6% en juillet, tandis que ceux aux ménages n'ont progressé que de 4,8%. L'accroissement des crédits aux petites entreprises était également plus marqué que celui des crédits aux ménages.

Cette évolution concorde avec l'enquête menée par les banques (*Bank Lending Survey*<sup>1</sup>), qui indique un léger durcissement des conditions de crédit pour les entreprises. Bien que les données montrent un ralentissement de la croissance des crédits, l'évolution de ceux-ci ne reflète actuellement aucun resserrement manifeste de l'offre de crédit. D'après le *Bank Lending Survey*, une faible part des banques s'attendent, pour la première fois depuis décembre 2008, à un durcissement de leurs conditions de crédit au troisième trimestre.

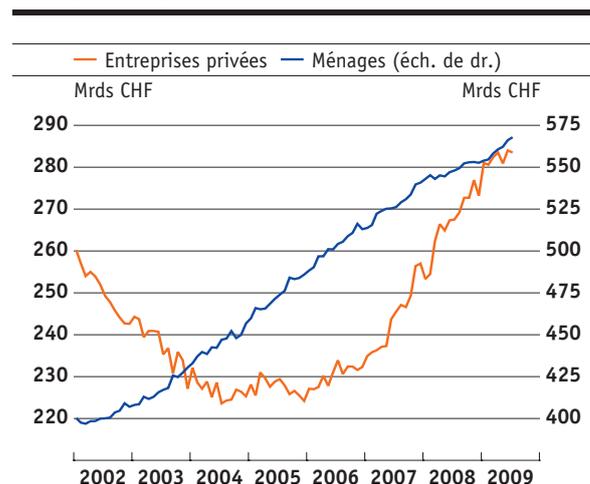
1 Le *Bank Lending Survey* est une enquête sur les conditions de crédit que la BNS effectue chaque trimestre, depuis début 2008, auprès de 20 banques représentant 85% du marché du crédit en Suisse.

Graphique 3.19  
Créances hypothécaires et autres crédits



Source: BNS.

Graphique 3.20  
Crédits bancaires



Source: BNS.

## Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2007	2008	2008			2009		2009		
			2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	Mai	Juin	Juillet
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
Créances hypothécaires <sup>1</sup>	4,0	3,5	3,4	3,5	3,4	3,9	4,3	4,3	4,5	4,6
dont ménages <sup>2</sup>	4,3	3,3	3,0	3,4	3,2	3,7	4,6	4,6	4,7	4,8
dont entreprises										
privées <sup>2</sup>	2,2	3,8	4,3	3,4	3,6	5,2	5,8	5,6	6,2	6,0
Autres crédits <sup>1</sup>	13,4	14,8	19,0	15,0	7,1	4,7	-0,9	-0,6	-1,2	-1,6
dont gagés <sup>1</sup>	8,2	1,2	5,7	5,1	-5,6	-6,0	-6,2	-5,3	-7,6	-7,5
dont non gagés <sup>1</sup>	17,2	24,2	28,2	21,4	15,3	10,9	2,1	2,0	2,4	1,8
dont en francs suisses <sup>1</sup>	5,7	20,3	23,6	19,3	16,3	6,2	1,2	1,6	0,7	1,3
dont en autres monnaies <sup>1</sup>	44,3	-1,8	5,2	2,3	-18,5	-3,2	-9,7	-10,3	-9,2	-12,7

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS.

## 4 Prévision d'inflation de la BNS

### 4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, d'influences exogènes. Plusieurs modèles servant à établir la prévision d'inflation de la BNS prennent ces éléments en considération et intègrent par conséquent 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 montre les principales hypothèses retenues par rapport aux prévisions de juin.

#### Rapide reprise attendue

La conjoncture internationale ayant évolué ces derniers mois de manière plus positive que prévu, les hypothèses de croissance pour 2009 ont été revues à la hausse. Ainsi, on table pour l'année en cours sur un recul du PIB de 2,4% aux Etats-Unis et de 3,6% en Europe. Pour 2010, on s'attend même à des taux de croissance annuels positifs, qui, en raison des mesures prises au niveau mondial pour soutenir l'économie, ont été fortement corrigés à la hausse par rapport aux prévisions de juin.

Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 72 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 70 dollars. Les prix à la consommation devraient rester stables partout dans le monde en 2009. Pour 2010 et 2011, on prévoit en revanche des taux d'inflation légèrement positifs. Enfin, le cours de l'euro a été fixé à 1,42 dollar pour toute la période sur laquelle porte la prévision.

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

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

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

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

## Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

<b>Septembre 2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
PIB USA <sup>1</sup>	-2,4	2,4	2,5
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	-3,6	2,2	2,3
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollar <sup>2</sup>		1,42	1,42
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		72	70
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>3</sup>		77	75

<b>Juin 2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
PIB USA <sup>1</sup>	-2,8	1,7	2,9
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	-4,6	0,2	2,1
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollar <sup>2</sup>		1,34	1,34
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		60	54
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>4</sup>		65	58

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 17 septembre 2009.

4 Niveau, cours du 18 juin 2009.

Source: BNS.

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

La BNS maintient sa politique monétaire expansionniste mise en place en mars dernier. Même si les signes conjoncturels encourageants se sont multipliés récemment, l'incertitude quant à l'évolution future reste importante. Dans ces conditions, la BNS opte pour la prudence et laisse inchangée sa politique monétaire.

La BNS maintient donc la marge de fluctuation du Libor à 0%–0,75%. Son objectif reste de garder ce dernier dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle continuera d'alimenter généreusement l'économie en liquidités. Si nécessaire, elle poursuivra ses achats d'obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme de débiteurs privés. En outre, elle continuera de s'opposer de manière résolue à une appréciation du franc face à l'euro.

L'environnement économique international s'est amélioré ces derniers mois, et le repli de l'économie suisse s'est révélé nettement moins important que prévu au deuxième trimestre. Par conséquent, la Banque nationale révisé sa prévision de croissance du PIB pour l'année en cours. Elle s'attend désormais à un recul du PIB réel compris entre 1,5% et 2%. La croissance devrait reprendre progressivement au cours des prochains mois.

La prévision d'inflation reste presque inchangée pour 2009, mais elle est en légère hausse pour les années qui suivent. Ceci est dû avant tout à l'évolution moins négative que prévu de la conjoncture suisse et mondiale. Le renchérissement annuel moyen en 2009 sera négatif, se situant aux alentours de –0,5%, et la Banque nationale s'attend à une progression des prix de 0,6% et 0,9% pour 2010 et 2011. La prévision d'inflation est grevée d'incertitudes importantes. La reprise annoncée de la conjoncture mondiale pourrait ne pas se confirmer. En outre, bien que le secteur financier soit en net rétablissement, une nouvelle détérioration ne peut être entièrement exclue. Aussi un risque de déflation subsiste-t-il. Par conséquent, un resserrement des conditions monétaires n'est pas nécessaire dans l'immédiat. Cependant, la prévision d'inflation montre que la politique expansionniste ne pourra pas être maintenue indéfiniment sans remettre en cause la stabilité des prix à moyen et long terme.

Au vu de ces incertitudes, la Banque nationale adopte une attitude de prudence et poursuit la politique monétaire expansionniste définie en mars dernier. 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.

### Perspectives économiques internationales

L'environnement international influence fortement les perspectives économiques en Suisse. C'est pourquoi la Banque nationale établit sa prévision d'inflation sur les hypothèses les plus probables quant à l'évolution future de l'économie mondiale. Elle suppose actuellement que la croissance se redressera un peu plus rapidement qu'elle ne le prévoyait encore en juin. Des taux de croissance positifs sont attendus avant la fin de l'année, à la fois aux Etats-Unis et en Europe. L'évolution conjoncturelle internationale reste cependant exposée à des risques importants.

### Perspectives économiques en Suisse

En Suisse, la situation conjoncturelle reste tendue. Le PIB a connu une nouvelle contraction au deuxième trimestre. Le degré d'utilisation des capacités de production a continué de baisser, en particulier dans l'industrie manufacturière. Chômage et chômage partiel sont en forte hausse, et l'indice de confiance des ménages évolue à bas niveau.

Dans les prochains mois, les exportations de marchandises devraient toutefois profiter du regain de vigueur de l'économie mondiale. La reprise de l'activité ne va pas toucher tous les secteurs d'exportation de manière égale. La demande de biens d'investissement et de biens de consommation durables, en particulier, devrait rester modeste. Sur le front de la demande domestique, tant la faiblesse de la consommation privée que celle des dépenses d'investissement devraient avoir un effet modérateur sur la croissance du PIB.

Pour l'ensemble de l'année 2009, la Banque nationale table actuellement sur une baisse moins sensible du PIB (–1,5% à –2%, contre –2,5% à –3% en juin). Cette révision s'explique par deux facteurs: le retour plus rapide que prévu de l'économie mondiale à la croissance et le recul moins fort qu'anticipé du PIB suisse déjà au deuxième trimestre. Toutefois, la BNS reste d'avis que le mouvement de retour à une pleine utilisation des capaci-

tés de production sera globalement plus lent et incertain que cela est généralement le cas à l'issue d'une récession.

### **Evolution du cadre monétaire et financier**

Les conditions monétaires restent extrêmement souples. Le Libor a baissé conformément à l'objectif annoncé, pour être amené progressivement dans la zone inférieure de la marge de fluctuation. Les rendements des obligations de la Confédération ont également baissé. Pour une maturité de 10 ans, leur rendement avoisine 2,2%. Les primes de risque sur le marché des capitaux se sont repliées.

Le franc reste stable en termes pondérés par le commerce extérieur. Il l'est aussi face à l'euro, ce qui témoigne de l'efficacité des mesures de politique monétaire prises en mars dernier. Cette situation restera toutefois fragile tant que les incertitudes financières à l'échelle internationale demeureront élevées. Aussi la Banque nationale continuera-t-elle de s'opposer de manière résolue à une appréciation du franc face à l'euro.

L'évolution des crédits et des agrégats monétaires confirme l'assouplissement marqué des conditions monétaires. En juillet, les prêts hypothécaires, qui représentent 80% de tous les crédits, ont augmenté de 4,6%. Ce taux, auparavant en repli, s'est remis à croître depuis que la Banque nationale a abaissé fortement la marge de fluctuation du Libor en novembre 2008. La majeure partie des prêts hypothécaires sont des crédits à la construction. Les crédits non-hypothécaires, nommés «autres crédits», ont diminué de 1,6% en juillet. Cette catégorie de crédits se comporte comme par le passé lors d'une contraction de l'activité économique. Ces informations statistiques sont corroborées par l'enquête trimestrielle sur les conditions d'octroi de crédits menée par la Banque nationale depuis le début de 2008 auprès des 20 banques les plus importantes en Suisse. Il en ressort que 40% des banques interrogées ont légèrement resserré leurs conditions d'octroi de crédits.

Aucun rationnement du crédit bancaire (*credit crunch*), que ce soit pour les crédits aux ménages ou aux petites et grandes entreprises, n'a été observé dans les statistiques relatives aux crédits. Comme la qualité de certains débiteurs diminue en période de récession et que l'activité économique se contracte, un resserrement cyclique des conditions bancaires, voire un recul des encours, sont inévitables. On ne saurait assimiler une telle évolu-

tion à un effet de rationnement, puisqu'elle n'est pas attribuable à un repli autonome de l'offre. Dans la situation actuelle, la Banque nationale est d'avis que de nouvelles mesures de soutien de la part des pouvoirs publics sur le marché des crédits seraient inappropriées.

Le volume de la monnaie centrale a plus que doublé depuis l'éclatement de la crise financière, mais il a déjà sensiblement baissé ces derniers mois. Ce niveau reflète les efforts que la Banque nationale déploie pour approvisionner le marché interbancaire en liquidités suffisantes en réponse à la demande accrue, elle-même due à la perte de confiance réciproque entre les acteurs du secteur financier.

Le volume des liquidités est élevé, non seulement dans le secteur bancaire et financier, mais aussi auprès des ménages et des entreprises. Cet état de fait se traduit par une croissance de plus en plus rapide des agrégats monétaires depuis le début de l'année. L'agrégat M3, qui augmentait encore modérément lors du dernier examen de la situation en juin, s'est mis à progresser plus rapidement. La Banque nationale observe attentivement cette évolution.

### **Inflation et risque inflationniste**

L'inflation est négative depuis six mois, et l'inflation sous-jacente est toujours décroissante. En mars et en juin dernier, les perspectives conjoncturelles étaient telles que les prévisions laissaient entrevoir une inflation voisine de zéro pour 2010 et 2011 et comportaient un risque déflationniste. La prévision d'inflation a maintenant été quelque peu révisée à la hausse. Le risque de déflation s'est dès lors affaibli. Deux scénarios, s'ils devaient se matérialiser, pourraient cependant provoquer sa résurgence:

D'une part, les signes récents de reprise conjoncturelle à l'échelle mondiale doivent encore se confirmer. En effet, la conjoncture actuelle est portée par certains facteurs qui exercent une influence limitée dans le temps, comme les mesures de relance budgétaire ou l'épuisement des stocks. En outre, les Etats-Unis ont joué le rôle de locomotive pour la conjoncture mondiale, grâce à une forte demande de biens importés. Un désendettement accru du consommateur américain pourrait cependant empêcher ce pays de continuer à tenir ce rôle, d'autant plus qu'aucune autre source de demande domestique n'est en vue.

D'autre part, le secteur financier est en convalescence. Les banques centrales continuent d'alimenter généreusement les marchés financiers en liquidités. Il est difficile d'évaluer quel sera l'impact sur le secteur bancaire de la détérioration attendue de la situation financière des ménages et des entreprises.

#### **La décision de politique monétaire**

Les perspectives d'inflation à long terme ont changé depuis l'examen de juin. Elles indiquent désormais que la politique monétaire expansionniste actuelle ne pourra être maintenue durant les trois prochaines années, car elle menacerait à terme la stabilité des prix.

Une correction immédiate de la politique monétaire serait toutefois prématurée, les perspectives d'inflation étant exposées à des risques baissiers importants. Si ces risques devaient se matérialiser, le danger d'une déflation pourrait à nouveau se manifester. Ces incertitudes concernent aussi bien la conjoncture mondiale que le degré de rétablissement du secteur financier. Ces différents facteurs incitent la Banque nationale à la prudence. C'est pourquoi la BNS laisse pour l'instant inchangé le cours de sa politique monétaire.

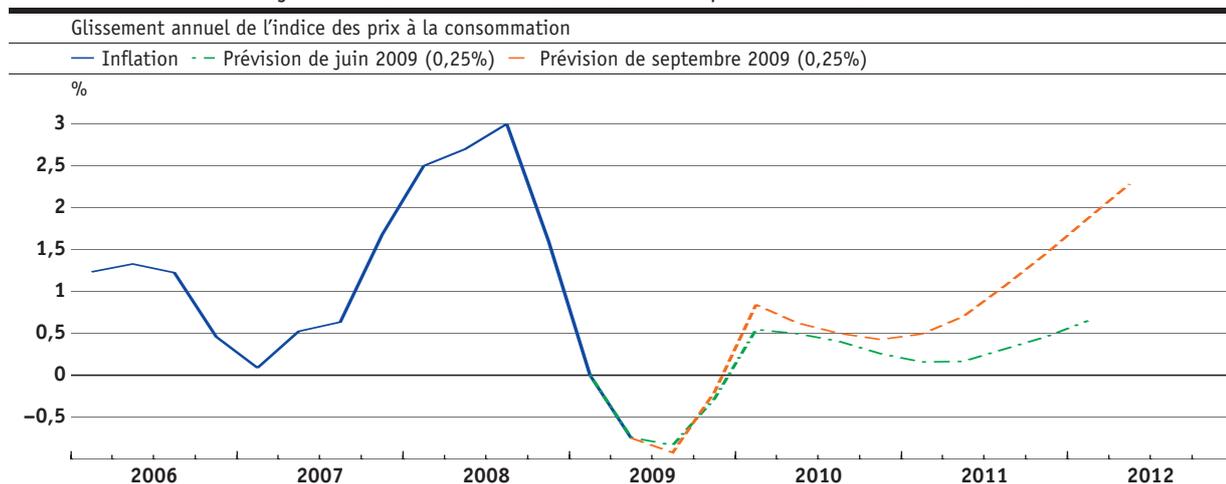
#### **Graphique présentant la prévision d'inflation**

La nouvelle prévision d'inflation (voir courbe en tirets rouges du graphique) couvre la période allant du troisième trimestre de 2009 au deuxième trimestre de 2012. Comme la prévision antérieure (voir courbe verte en tirets et points), elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25%.

La nouvelle prévision d'inflation est presque inchangée pour ce qui est de 2009 et 2010. Tant l'inflation négative en 2009 que la poussée des prix au début de 2010 s'expliquent par un effet de base dû à l'évolution des coûts de l'énergie. Jusqu'à la fin de 2009, le prix du pétrole devrait en effet être inférieur à celui enregistré un an auparavant. Dès le début de l'année prochaine, cette tendance devrait à nouveau s'inverser. L'inflation restera faible en 2010, car les capacités de production seront sous-utilisées. La nouvelle prévision suppose que l'écart entre la production effective et la production potentielle se refermera plus rapidement que ne l'anticipait la Banque nationale encore en juin. Il devrait en résulter une inflation plus élevée en 2011 et surtout en 2012 si la politique monétaire expansionniste actuelle devait être maintenue indéfiniment. L'inflation franchirait alors la barre des 2% dès la fin de l'horizon de prévision.

### Graphique 4.1

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



Source: BNS.

### Inflation observée (septembre 2009)

Tableau 4.2

	2006				2007				2008				2009				2006	2007	2008	
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.				
Inflation	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	-0,75				1,1	0,7	2,5

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

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011	
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.				
Prédiction 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
Prédiction de sept. 2009, Libor à 0,25%		-0,92	-0,20	0,84	0,63	0,50	0,43	0,49	0,70	1,07	1,46	1,87	2,28					-0,5	0,6	0,9

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 septembre 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 de juin à août 2009, sont résumés ci-après.

## Résumé

Les quelque 160 représentants de divers secteurs économiques, interrogés en juillet et en août par les délégués aux relations avec l'économie régionale, ont pour la plupart évoqué un ralentissement de la tendance au repli, qui est particulièrement perceptible dans les branches touchées les premières par le cycle économique. Si, dans le même temps, l'appréciation des perspectives s'est améliorée, la situation reste fragile aux dires des représentants des différents secteurs économiques. Les carnets de commandes et la production demeurent parfois très en-deçà du niveau enregistré pour la période correspondante de 2008.

Les différences dans le développement des sociétés exportatrices et de celles axées sur le marché intérieur se sont quelque peu estompées ces derniers mois. L'industrie d'exportation est certes

plus touchée par la crise que les entreprises axées sur le marché intérieur, mais les interlocuteurs sont toujours plus nombreux à évoquer une stabilisation de la demande des pays étrangers et des signes positifs venant notamment d'Asie. A l'inverse, l'économie intérieure, qui s'est longtemps montrée robuste, a ressenti plus fortement les effets de la crise. La construction continue d'être solide, tandis que le climat s'est amélioré dans le secteur bancaire.

Les plaintes concernant les conditions de financement des banques et les cours de change sont restées rares. Il semble que le resserrement des conditions n'a guère été plus marqué que dans une période de déclin conjoncturel, qui pèse sur la production et sur les résultats des entreprises. Les inquiétudes quant à un relèvement des taux d'intérêt l'année prochaine et à une éventuelle revalorisation du franc sont toutefois largement présentes.

# 1 Production

## Industrie

Les interlocuteurs de l'industrie ont émis des avis très différents sur les entrées de commandes. Par rapport aux mois précédents, l'optimisme a nettement regagné du terrain, ce qui laisse penser que les entrées de commandes moyennes pour toutes les entreprises devraient s'être stabilisées. Dans de nombreux cas, les carnets de commandes et la production ont continué à baisser, mais la tendance au repli semble s'être nettement ralentie.

Les différences entre les branches industrielles demeurent toujours aussi importantes. Dans l'industrie des machines, la marche des affaires s'est encore dégradée et les attentes pour l'avenir proche restent négatives. En revanche, la chimie, qui, comme l'industrie des machines, avait été affectée dès le début de la crise, a récemment connu un retournement de tendance. L'alimentation et l'industrie pharmaceutique continuent à se porter bien. Sur le plan géographique, les impulsions positives observées ces derniers mois semblent provenir principalement d'Asie et d'Amérique du Sud, où la demande en matière de projets d'infrastructure reste élevée. Par contre, la demande en provenance des Etats-Unis et d'Europe occidentale est majoritairement considérée comme faible.

La plupart des interlocuteurs sont réservés quant aux perspectives. Il est certes fréquemment question de stabilisation; de nombreux représentants d'entreprises pensent cependant que la reprise ne s'amorcera réellement qu'en 2010 et qu'elle restera modérée. Certains interlocuteurs ont indiqué que les signes positifs émanent principalement de branches bénéficiant indirectement des mesures de soutien adoptées par les gouvernements étrangers. Le risque d'une reprise éphémère est donc élevé. D'autres interlocuteurs estiment pour leur part que de nombreuses entreprises connaîtront des difficultés financières en raison de surcapacités, car l'industrie manufacturière a considérablement augmenté ses capacités au niveau mondial ces dernières années. Ils s'attendent donc à une vague de consolidation et, partant, à d'éventuelles fermetures d'usines et à des regroupements de sites de production. La propension à investir devrait donc demeurer faible à moyen terme.

## Services

La situation dans le commerce de détail est certes meilleure que dans l'industrie, mais les effets de la crise s'y font également sentir depuis le printemps. Il a souvent été question du fait que les consommateurs remplacent les articles chers par des produits meilleur marché. Les différences entre les segments demeurent importantes. D'une manière générale, le segment alimentaire se porte mieux que le segment non alimentaire. Dans ce dernier, ce sont surtout les secteurs de l'habillement, de l'ameublement et de l'électronique de divertissement qui ont

enregistré un recul de la demande. Les interlocuteurs du commerce de détail (tout comme ceux des autres domaines axés sur la consommation) pensent majoritairement que le climat de consommation continuera de se dégrader, principalement en raison de la hausse attendue du chômage.

Les interlocuteurs de la restauration et de l'hôtellerie ont émis un avis similaire. Les dépenses par hôte ont sensiblement baissé. Le nombre d'hôtes est également en recul, mais dans la plupart des principales régions touristiques, il se situe encore au niveau enregistré en 2006 ou en 2007, alors considérées comme de bonnes années. Le manque à gagner a été plus important avec les hôtes étrangers qu'avec les hôtes suisses. Certaines entreprises sont toutefois parvenues à compenser la diminution du nombre d'hôtes étrangers par une augmentation du nombre d'hôtes suisses, généralement grâce à des promotions. Elles ont donc subi des pertes de marge correspondantes. La parahôtellerie et les activités liées au trafic journalier en provenance de Suisse et des pays limitrophes ont bien résisté. Comme au trimestre précédent, le tourisme d'affaires ainsi que les congrès et séminaires ont accusé le plus fort recul. Dans ces domaines, les mesures d'économie décidées par les entreprises se font clairement sentir.

Tout comme le tourisme d'affaires, d'autres services proposés aux entreprises ont diminué. Dans la plupart des domaines, la marche des affaires est restée mauvaise, notamment en ce qui concerne le conseil, les études de marché et la publicité. Depuis juillet, la situation s'est néanmoins améliorée dans l'industrie des transports, où les principaux fournisseurs helvétiques ont réduit leurs capacités. De plus, certains fabricants de logiciels ont évoqué une demande robuste et durable de solutions informatiques.

Dans le secteur bancaire, notamment dans la gestion de fortune, le climat s'est amélioré au cours des derniers mois grâce au redressement mondial des marchés financiers. Les résultats des entreprises étaient meilleurs que prévu et la propension au risque des investisseurs semble progresser de nouveau. La résolution des démêlés fiscaux avec les Etats-Unis a également apporté un certain soulagement. De manière générale, la demande d'hypothèques est demeurée élevée, alors que celle de crédits commerciaux a continué d'être affectée par la récession. Malgré une augmentation du volume des crédits, les recettes des opérations d'intérêts sont restées sous pression. Les opérations de commission, elles-mêmes stimulées par le climat positif régnant sur les places boursières, ont généré des recettes plus élevées.

## Construction et immobilier

Comme au trimestre précédent, les représentants de la construction ont fait état d'une bonne marche des affaires. Le volume des constructions, corrigé des variations saisonnières, a certes légèrement fléchi, mais les entrées et les carnets de com-

mandes restent satisfaisants. Compte tenu du niveau toujours élevé des commandes, les interlocuteurs tablent sur une forte activité pour le second semestre également.

La construction de logements et le génie civil, notamment, ont contribué à la bonne marche des affaires. Par contre, les constructions commerciales et industrielles reculent, car de nombreux projets ont été gelés ou abandonnés. Les faibles taux hypothécaires et la croissance démographique ont soutenu la construction de logements. De plus, le domaine de la finition a bénéficié des mesures d'économie d'énergie encouragées par l'Etat.

D'une manière générale, la conjoncture dans la construction profite du fait que la récession actuelle n'a pas été précédée d'une surchauffe du marché immobilier, comme cela a trop souvent été le cas par le passé. La plupart des interlocuteurs de l'immobilier estiment que le niveau actuel des prix est approprié et que des corrections (supplémentaires) sont uniquement nécessaires dans l'immobilier commercial et industriel ainsi que pour les logements chers qui ne sont pas situés dans des zones exceptionnelles.

## 2 Marché du travail

Le marché du travail n'a cessé de se dégrader ces derniers mois. Dans un premier temps, les entreprises avaient réagi à la baisse de la demande en recourant au chômage partiel, en stoppant les embauches et en exploitant les fluctuations naturelles de leurs effectifs, mais les licenciements se sont multipliés au cours des derniers mois.

Les entretiens ont confirmé l'impression qui prévalait au trimestre dernier, à savoir que de nouveaux licenciements sont à prévoir. Le chômage partiel, largement répandu, devrait se muer de plus en plus en chômage. Les entreprises s'efforcent certes de conserver leur main-d'œuvre qualifiée, mais de nombreux interlocuteurs ont fait part d'une pression croissante concernant la suppression de postes supplémentaires. Les simples mesures de réduction des coûts sont épuisées et la nécessité d'accroître l'efficacité augmente.

Les différences entre les branches et entre les entreprises d'une même branche sont toutefois importantes. Plusieurs interlocuteurs ont de nouveau indiqué qu'ils avaient du mal à trouver des spécialistes. De plus, certaines entreprises de l'industrie manufacturière qui avaient introduit le chômage partiel ces dernières semaines produisent de nouveau à plein régime.

## 3 Conditions de crédit

Comme lors des précédentes séries d'entretiens, les représentants des banques interrogés ont affirmé que l'accès au crédit et les conditions de crédit n'avaient dans leur grande majorité pas changé. La

croissance du volume des crédits a diminué, car la demande a faibli. De plus, les entreprises ont souvent autofinancé leurs projets d'investissement restants.

Les interlocuteurs des autres branches ont, pour l'essentiel, confirmé ce tableau. Presque tous précisent que les conditions de financement sont restées globalement inchangées. Beaucoup s'attendent néanmoins à un prochain durcissement en raison de la dégradation des chiffres repères. On évoque également ici ou là une situation plus difficile pour les gros crédits. Lors d'une série d'entretiens, des craintes ont été exprimées quant à l'évolution future des taux d'intérêt. Plusieurs interlocuteurs s'inquiètent de savoir si les banques centrales pourront résorber à temps et sans encombre les liquidités généreusement mises à la disposition des banques.

## 4 Prix, marges et situation bénéficiaire

La plupart des interlocuteurs ont constaté que les prix étaient restés relativement stables ou avaient légèrement diminué, même s'il existe de grandes différences entre les branches. La faible demande et la concurrence élevée ont pesé sur les prix de vente. Les conditions monétaires ainsi que les prix des matières premières et les frais de transport contribuent à une certaine détente. Les prix des matières premières et les frais de transport ont certes augmenté ces derniers mois, mais ils restent en-deçà de leur niveau de la période correspondante en 2008.

Les marges se sont réduites en raison des surcapacités, de la forte concurrence et du déplacement de la demande vers des produits meilleur marché. Les surcapacités considérables au niveau mondial dans la plupart des industries manufacturières ont été mentionnées dans certains entretiens. Le taux d'utilisation de ces capacités de production ne devrait augmenter que lentement compte tenu de la croissance attendue. Les perspectives relatives aux résultats et aux marges restent donc moroses.

Plusieurs représentants d'entreprises ont précisé que leur situation bénéficiaire, tout comme celle des fournisseurs et des clients, s'était améliorée. D'une manière générale, ils sont plus attentifs à la gestion des liquidités et au respect des modalités de paiement.

Les cours de change n'ont pratiquement pas fait l'objet de discussions. Les représentants des entreprises exportatrices ont salué les achats de devises annoncés par la BNS en mars afin de lutter contre une nouvelle revalorisation du franc face à l'euro. L'incertitude sur l'évolution des cours a ainsi nettement diminué. Certains interlocuteurs craignent toutefois que le franc ne s'apprécie de nouveau l'année prochaine.



# Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty

**Paul Söderlind**

**Working Paper 2009-4**

L'article tente d'expliquer la «prime totale» observée (différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'intérêt réel, moins les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des données d'enquête) par une prime de liquidité ainsi que par des données d'enquête concernant l'incertitude ou les désaccords relatifs à l'inflation et à la production. Les données utilisées concernent les Etats-Unis et couvrent la période allant de 1997 (introduction des bons du Trésor indexés sur l'inflation) à mi-2008.

Les données d'enquête sont tirées du *Survey of Professional Forecasters* (géré par la Federal Reserve Bank of Philadelphia), publié chaque trimestre par un comité de 30 à 40 prévisionnistes, qui fournit des prévisions pour de nombreuses variables économiques et indique les probabilités de différents résultats pour l'inflation et la croissance du PIB. L'auteur construit une mesure de l'incertitude à partir des probabilités, et une mesure de désaccords à partir de la dispersion des prévisions individuelles.

L'auteur parvient à la conclusion que ces variables sont statistiquement et économiquement significatives. L'incertitude et les désaccords relatifs à l'inflation paraissent permettre une mesure de la prime de risque d'inflation, tandis que la prime de liquidité sur les émissions plus anciennes (*off-the-run*) de bons du Trésor à taux nominal et l'incertitude relative à la croissance permettent à elles deux une mesure de la prime de liquidité sur les bons du Trésor indexés sur l'inflation.



## Maintien du cap de la politique monétaire

A l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 17 septembre 2009, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste mise en place en mars dernier et de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir celui-ci dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle a également annoncé qu'elle continuerait d'alimenter généreusement l'économie en liquidités et, si nécessaire, d'acquérir des obligations en francs suisses en vue de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme de débiteurs privés. De plus, la Banque nationale s'opposera encore de manière résolue à une revalorisation du franc face à l'euro.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Copyright ©**

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

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

**Limitation de la responsabilité**

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2009

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Prix**

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

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

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

**Langues**

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

**Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en  
allemand:**

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

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

anglais:

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

**Internet**

www.snb.ch