

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Décembre 4/2009 27^e année

Contenu

| | |
|----|--|
| 5 | Aperçu |
| 6 | Rapport sur la politique monétaire |
| 44 | Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale |
| 50 | SNB Working Papers et SNB Economic Studies: résumés |
| 58 | Chronique monétaire |
| 60 | Table des matières, 27^e année, 2009 |

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

L'économie mondiale est parvenue à sortir de la récession ces derniers mois. Au troisième trimestre, le PIB réel de nombreux pays industrialisés était supérieur à la moyenne à long terme, pour la première fois depuis plus de deux ans. La détente observée sur les marchés financiers et les marchés du crédit ainsi que les programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics ont été les principaux moteurs de la reprise. Celle-ci a été la plus forte dans les pays émergents d'Asie, tandis que l'activité économique dans les pays industrialisés occidentaux est demeurée inférieure à son niveau de l'année précédente. La Banque nationale suisse (BNS) table sur une poursuite de la reprise conjoncturelle internationale. Ses prévisions de croissance mondiale pour 2009 et 2010 sont restées presque inchangées par rapport à l'appréciation de la situation économique et monétaire de septembre.

En Suisse aussi, le PIB réel a, pour la première fois depuis le début de la récession, repris de la vigueur. Grâce à l'environnement international plus favorable, les exportations se sont quelque peu redressées, tandis que la consommation privée et les investissements en constructions ont continué à jouer un rôle de soutien. Dans l'ensemble, la croissance du PIB est toutefois demeurée trop faible pour réduire la sous-utilisation actuelle des facteurs de production. Le marché du travail s'est donc encore dégradé. Pour 2010, la BNS s'attend à une croissance du PIB comprise entre 0,5% et 1%, après un recul estimé à 1,5% environ en 2009. Elle escompte également une hausse de 0,5% des prix à la consommation pour 2010, après une baisse probable d'environ 0,5% en 2009. La conjoncture internationale demeure néanmoins vulnérable et les prévisions comportent encore de grandes incertitudes.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste 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 continuera d'alimenter généreusement l'économie en liquidités, mais suspendra ses achats d'obligations en francs suisses de débiteurs privés. La Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation excessive du franc face à l'euro.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 44)

Les délégués aux relations avec l'économie régionale ont mené, en octobre et en novembre, des entretiens avec quelque 180 représentants de diverses branches économiques. L'image qui s'en est dégagée est celle d'une conjoncture qui redémarre progressivement. Bien que faibles, les premiers signes de ce retournement de tendance, qui étaient déjà perceptibles lors des entretiens précédents, se sont confirmés et intensifiés. De plus, les attentes ont été dépassées d'une manière générale. Les licenciements ont toutefois également augmenté, et les capacités restent parfois nettement sous-utilisées dans de nombreux secteurs économiques. La plupart des interlocuteurs ont estimé que l'année 2010 sera encore difficile. Pour la première fois depuis longtemps, ils étaient un peu plus à tabler sur une hausse plutôt que sur un recul du chiffre d'affaires au cours des prochains mois. Cependant, nombreux étaient ceux qui prévoient une nouvelle baisse des effectifs, et les attentes concernant les prix de vente ont elles aussi tendance à fléchir.

SNB Working Papers et SNB Economic Studies (page 50)

Résumés de dix SNB Working Papers: Christian Hott, *Explaining house price fluctuations*, SNB Working Paper 2009-5; Sarah M. Lein et Eva Köberl, *Capacity utilisation, constraints and price adjustments under the microscope*, SNB Working Paper 2009-6; Philipp Haene et Andy Sturm, *Optimal central counterparty risk management*, SNB Working Paper 2009-7; Christian Hott, *Banks and real estate prices*, SNB Working Paper 2009-8; Terhi Jokipii et Alistair Milne, *Bank capital buffer and risk adjustment decisions*, SNB Working Paper 2009-9; Philip Sauré, *Bounded love of variety and patterns of trade*, SNB Working Paper 2009-10; Nicole Allenspach, *Banking and transparency: Is more information always better?*, SNB Working Paper 2009-11; Philip Sauré et Hosny Zoabi, *Effects of trade on female labour force participation*, SNB Working Paper 2009-12; Barbara Rudolf et Mathias Zurlinden, *Productivity and economic growth in Switzerland 1991–2005*, SNB Working Paper 2009-13.

Résumés de deux SNB Economic Studies: Nicolas A. Cuche-Curti, Harris Dellas et Jean-Marc Natal, *DSGE-CH: a dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland*, SNB Economic Study n° 5, 2009; Katrin Assenmacher-Wesche et M. Hashem Pesaran, *A VECX* model of the Swiss economy*, SNB Economic Study n° 6, 2009.

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 décembre 2009

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles jusqu'au 10 décembre 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 et anticipations inflationnistes |
| 26 | 2.6 Perspectives économiques |
| 27 | 3 Evolution monétaire |
| 27 | 3.1 Evolution des taux d'intérêt |
| 29 | 3.2 Cours de change |
| 31 | 3.3 Cours des actions, 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 | La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire |

Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il 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 le 10 décembre 2009. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation» tiennent compte des décisions que la Direction générale a prises jusqu'à cette date.

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

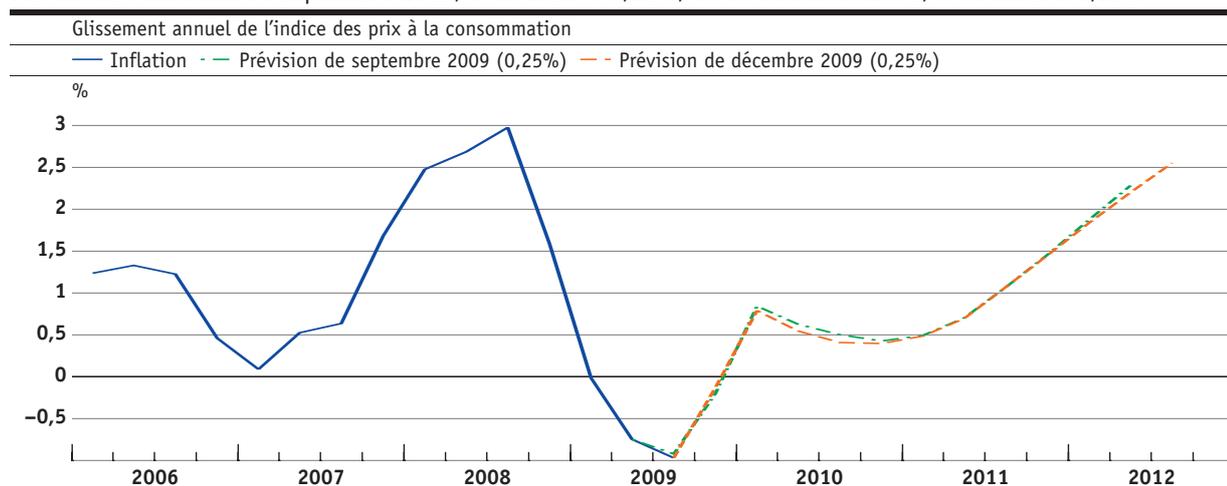
Décision de politique monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 10 décembre 2009, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle maintenait sa politique monétaire expansionniste. Les signes de redressement de la conjoncture mondiale se sont renforcés. L'économie suisse est elle aussi sur le chemin de la reprise et se développe conformément aux attentes. La reprise demeure néanmoins fragile et l'incertitude quant à l'évolution future reste importante. C'est pourquoi la Banque nationale a décidé de ne pas changer le cours de sa politique monétaire jusqu'à nouvel ordre.

Elle maintient donc la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0%–0,75%. Son objectif est de garder ce dernier dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%, et de continuer d'alimenter généreusement l'économie en liquidités. La Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation excessive du franc face à l'euro. Elle suspend toutefois ses achats d'obligations en francs suisses de débiteurs privés.

Une correction rapide de la politique monétaire serait prématurée, car la prévision d'inflation reste exposée à des risques baissiers. 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.

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



Source: BNS.

Prévisions d'inflation de septembre 2009 et de décembre 2009

| Inflation annuelle moyenne en % | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|
| Prédiction de septembre 2009, Libor à 0,25% | -0,5 | 0,6 | 0,9 |
| Prédiction de décembre 2009, Libor à 0,25% | -0,5 | 0,5 | 0,9 |

Source: BNS.

1 Environnement international

Après une amélioration de la conjoncture au deuxième trimestre, l'activité économique mondiale a continué à se redresser ces derniers mois. Au troisième trimestre, le PIB de nombreux pays industrialisés a progressé plus fortement que sa moyenne de long terme pour la première fois en plus de deux ans. La reprise a été particulièrement vigoureuse en Asie, où certains pays ont enregistré des taux de croissance du PIB à deux chiffres.

La détente observée sur les marchés financiers et les marchés du crédit ainsi que les programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics ont été les principaux moteurs de la reprise. La production industrielle et le commerce extérieur ont été stimulés par le renversement de tendance dans le cycle des stocks et par le renforcement de la demande finale. Par ailleurs, les investissements ont profité – notamment aux Etats-Unis et en Chine – de mesures ciblées dans la construction. L'activité économique générale était pourtant loin d'atteindre son niveau potentiel, et elle reste inférieure au niveau de l'année précédente, sauf dans les pays émergents d'Asie (graphique 1.1).

Les derniers résultats des enquêtes menées auprès des entreprises et des consommateurs indiquent que la performance économique a continué de progresser au quatrième trimestre (graphiques 1.2 et 1.3). Néanmoins, un certain nombre de facteurs signalent une croissance contenue de la demande finale à moyen terme. Premièrement, l'impulsion positive donnée par l'évolution des stocks devrait s'estomper en 2010. Deuxièmement, la plupart des

mesures de relance économique en cours ne sont que temporaires. Troisièmement, la propension des ménages à la consommation est affaiblie par les pertes patrimoniales massives et par le taux de chômage élevé (graphique 1.4). Quatrièmement, la politique d'octroi de crédits plus restrictive des banques pèse sur les investissements, notamment ceux des petites entreprises. Cinquièmement, la consolidation des budgets publics, inévitable à la longue, devrait freiner les dépenses privées.

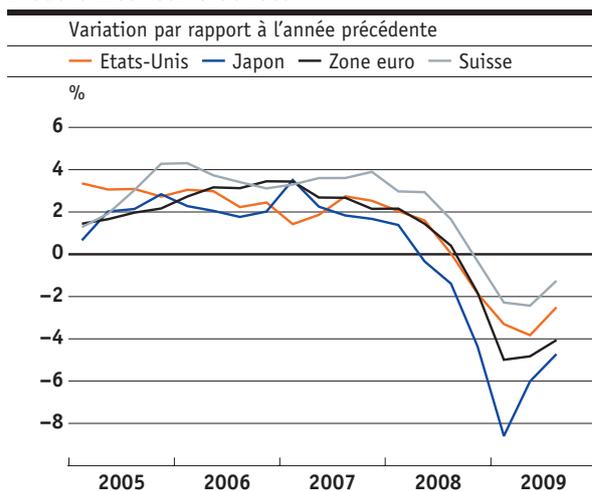
Depuis le trimestre précédent, la BNS n'a pratiquement pas modifié ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2009 et 2010, qui sont toujours grevées d'incertitudes majeures. Grâce à la nette reprise des marchés financiers, les risques sont toutefois orientés à la baisse par rapport à la situation observée en milieu d'année.

La faible utilisation des capacités de production mondiales contient les pressions inflationnistes. Des effets de base marqués afférents aux prix du pétrole, conjugués au renchérissement des matières premières (graphique 1.5), devraient accentuer la hausse annuelle des prix à la consommation dans la plupart des pays d'ici la fin de l'année; l'inflation sous-jacente devrait toutefois continuer de ralentir. Dans ce contexte, les banques centrales des principaux pays industrialisés ont poursuivi leur politique monétaire particulièrement expansionniste.

Reprise amorcée aux Etats-Unis ...

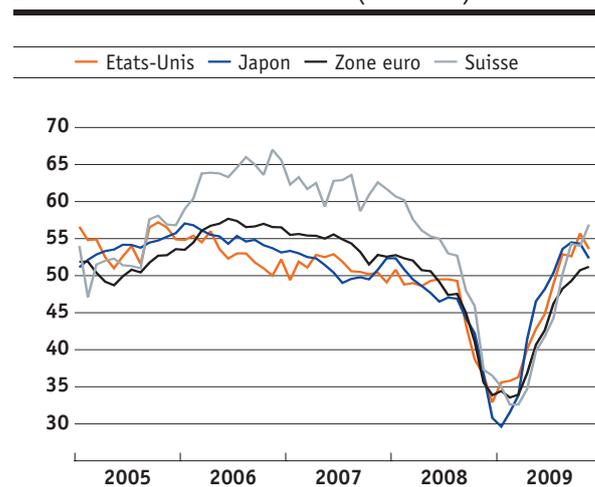
La croissance enregistrée au troisième trimestre aux Etats-Unis s'est établie à 2,8%. Elle a ainsi, selon toute vraisemblance, mis fin à la

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.

récession la plus longue que les Etats-Unis aient connue depuis la Seconde Guerre mondiale. A l'exception du secteur de la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, toutes les composantes de la demande ont soutenu la croissance au troisième trimestre, la plus forte contribution ayant été apportée par la consommation privée et par un tassement de la réduction des stocks. Par ailleurs, la contraction persistante des investissements dans la construction de logements et en biens d'équipement a cessé. La détérioration du marché du travail s'est néanmoins poursuivie. Le taux de chômage a augmenté, passant de 9,7% en août à 10% en novembre, et a atteint son plus haut niveau depuis la récession de 1981.

Une nouvelle amélioration du moral des producteurs ainsi que des plans de production optimistes des constructeurs automobiles laissent présager une poursuite de l'essor conjoncturel, notamment dans le secteur manufacturier. Il ne faut toutefois pas s'attendre à une progression sensible des investissements commerciaux, car les entreprises peuvent répondre à l'augmentation de la demande en utilisant leurs capacités disponibles. Etant donné que les stocks de produits finis ont été fortement réduits, l'accroissement de la demande devrait se traduire de plus en plus par une hausse de la production. Après avoir profité, au trimestre précédent, des primes à la casse accordées par le gouvernement pour l'achat de véhicules à faible consommation énergétique, la consommation privée devrait contribuer plus faiblement à la croissance. A moyen terme, le taux de chômage élevé et les pertes patrimoniales pèseront sur la consommation

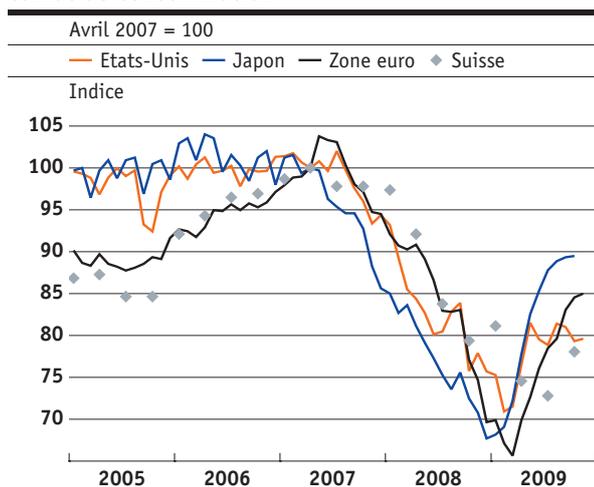
des ménages. La stabilisation du marché de l'immobilier résidentiel semble s'être poursuivie, grâce au soutien de l'Etat. Il est toutefois difficile de dire si le crédit d'impôt accordé aux acquéreurs d'un premier logement aura un effet durable sur la demande. L'activité dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services devrait continuer de reculer au cours des prochains trimestres. Au mois de novembre, le Congrès des Etats-Unis a approuvé le déblocage de fonds supplémentaires pour relancer le marché de l'immobilier résidentiel et le marché du travail. Ces fonds devraient surtout soutenir les investissements dans la construction de logements ainsi que la consommation privée.

La BNS a maintenu à -2,4% ses prévisions de croissance du PIB des Etats-Unis pour l'année 2009. Eu égard à la morosité des consommateurs et à l'affaiblissement des impulsions découlant des mesures budgétaires, elle ne table pour 2010 que sur une croissance de 2,4%.

... ainsi que dans la zone euro

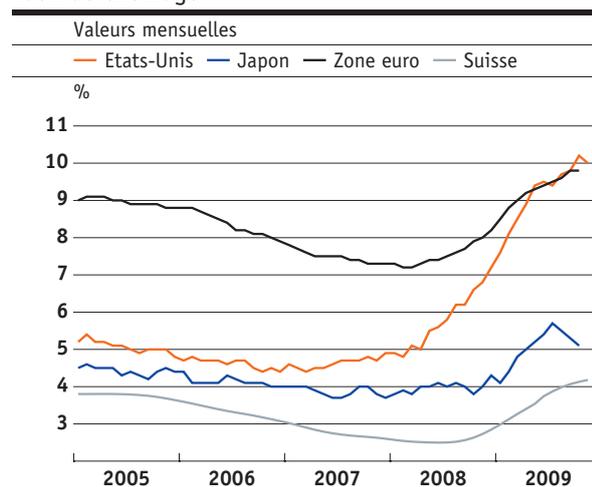
La zone euro a elle aussi enregistré une croissance positive du PIB au troisième trimestre. Après cinq trimestres de récession, la performance économique a augmenté de 1,5%, mettant ainsi un terme à la phase de contraction du PIB qui semble être la plus longue et la plus profonde de l'après-guerre. La reprise a concerné la plupart des pays de la zone euro. Les principales impulsions de croissance sont venues de l'étranger. Les exportations et la production industrielle ont repris grâce à la hausse de la demande, notamment en provenance des pays asia-

Graphique 1.3
Climat de consommation



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.4
Taux de chômage



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

tiques, et les échanges de biens entre les pays membres ont eux aussi connu une expansion. Par contre, la consommation privée a légèrement reculé. Après avoir soutenu les dépenses privées au deuxième trimestre, les immatriculations de voitures, en particulier, ont perdu de la vigueur, tandis que la peur du chômage a freiné la propension des ménages à faire de gros achats. La progression du chômage, qui touche surtout l'Espagne, s'est poursuivie ces derniers temps encore. Au mois de juillet, la barre des 15 millions de personnes sans emploi a été franchie pour la première fois.

Dans la zone euro, le redressement de l'activité économique devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Actuellement, diverses impulsions positives proviennent des exportations, des programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics et du cycle des stocks. Les perspectives diffèrent toutefois d'un pays à l'autre, selon l'orientation des exportations et la vigueur du marché de l'immobilier. Les entreprises continuent de pâtir de la faible utilisation de leurs capacités de production et d'un accès plus restreint au crédit bancaire, de sorte qu'une reprise rapide des investissements est improbable. Le désendettement des entreprises, qui est en cours, contraste avec l'endettement croissant de l'Etat. Un ralentissement de la croissance à la suite de mesures prises pour consolider les finances de l'Etat ne devrait cependant pas intervenir avant 2011.

La BNS a abaissé ses prévisions de croissance du PIB dans la zone euro pour 2009, les établissant à -3,9%, contre -3,6% en septembre. Cette révision à la baisse a surtout été motivée par la faiblesse de

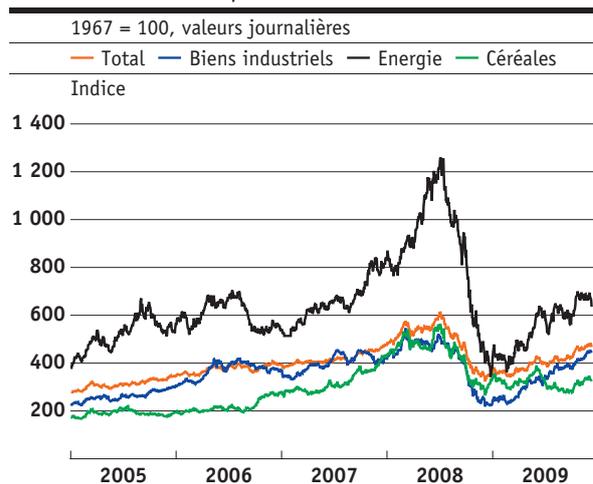
la reprise enregistrée au troisième trimestre et par l'appréciation sensible de l'euro face au dollar. Pour 2010, la BNS prévoit une croissance de 1,3%.

Poursuite du redressement de la conjoncture au Japon ...

Au Japon, la reprise économique s'est poursuivie, sous l'influence d'impulsions budgétaires. Après avoir renoué avec un taux de croissance positif au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 1,3% au troisième trimestre. La consommation privée, qui a profité des incitations de l'Etat à l'achat de véhicules automobiles et d'appareils ménagers écologiques, a connu une vive expansion en dépit d'un taux de chômage élevé et de réductions de bonus massives. Les exportations ont elles aussi regagné du terrain. Par contre, les investissements privés en biens d'équipement ont fléchi, comme ils l'ont fait les trimestres précédents. Les importations, en baisse au cours des derniers trimestres, sont reparties à la hausse, de sorte que la contribution du commerce extérieur a été moins favorable qu'au deuxième trimestre.

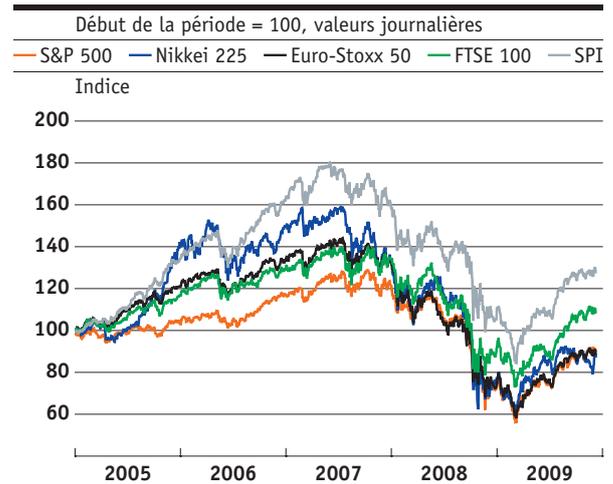
La conjoncture devrait continuer à se rétablir. La production industrielle a progressé de plus de 23% entre le début de l'année 2009, où elle avait atteint son plus bas niveau, et le mois d'octobre. Selon plusieurs enquêtes, les entreprises prévoient d'intensifier encore leur production les prochains mois. La reprise, qui a commencé dans le secteur de l'électronique, s'est étendue peu à peu à d'autres secteurs. Malgré la relance, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie reste très faible. D'après l'enquête Tankan réalisée par la banque centrale du

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.

Japon, les entreprises enregistrent toujours des excédents de capitaux et de main-d'œuvre; leurs plans d'investissement pour l'exercice 2009 témoignent en outre d'une prudence persistante. Il ne faut donc pas attendre d'importantes impulsions à court terme des investissements des entreprises. En revanche, la situation sur le marché du travail semble se stabiliser plus tôt que prévu; le taux de chômage a reculé, passant de 5,7% en juillet – un niveau record – à 5,1% en octobre. Les perspectives économiques pour 2010 restent incertaines, car il est difficile de prévoir si le secteur privé parviendra à développer un dynamisme suffisant après la disparition des impulsions découlant des plans de relance. Un creux conjoncturel n'est donc pas exclu, du moins pour le premier semestre de 2010.

La BNS a réduit ses prévisions de croissance de l'économie japonaise pour 2009 à -5,2%, contre -4,9% en septembre. Cette correction est essentiellement imputable à une révision à la baisse de la croissance du PIB pour le deuxième trimestre de 2009. Pour 2010, une croissance de 2% est prévue.

... et reprise vigoureuse dans les économies émergentes d'Asie

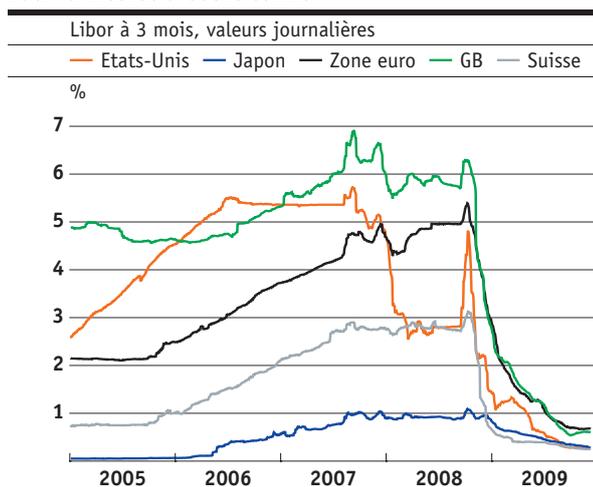
Sous l'effet de son vaste plan de relance, la Chine a de nouveau enregistré une croissance vigoureuse au troisième trimestre, stimulée par la demande intérieure. Le PIB a progressé de 8,9% par rapport à la même période de l'année précédente. Tandis que les dépenses d'infrastructure de l'Etat ont continué de jouer un rôle de soutien essentiel, la croissance de la demande intérieure privée a elle aussi gagné en assise. La consommation privée

a profité des incitations de l'Etat à l'achat de petites voitures et d'articles électroniques, mais aussi de la baisse des prix des biens de consommation et de la hausse des cours des actions. La demande dans la construction s'est encore amplifiée, générant une augmentation des ventes immobilières. Contrairement aux importations, stimulées par la forte demande de matières premières, les exportations n'ont connu qu'une faible progression.

D'après les indicateurs, l'évolution positive de l'ensemble de l'économie devrait se poursuivre au quatrième trimestre. La production industrielle a de nouveau augmenté en octobre et en novembre, et les derniers résultats des enquêtes traduisent un optimisme grandissant. Les exportations devraient continuer de renforcer la croissance du PIB. La reconstitution des stocks, qui se trouvent à un bas niveau, pourrait générer une impulsion de croissance supplémentaire. Au quatrième trimestre, la croissance devrait dans l'ensemble reposer sur une plus large assise. Le vaste plan de relance – qui prévoit des mesures de soutien de la conjoncture également pour 2010 – ainsi que les effets stimulants de la politique monétaire expansionniste annoncent une croissance robuste de l'économie chinoise l'année prochaine.

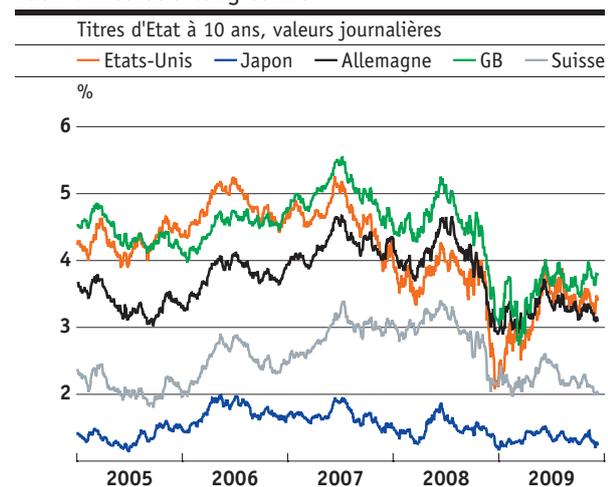
La reprise s'est également poursuivie chez les «dragons asiatiques», soit la Corée du Sud, Taiwan, Singapour et Hong Kong. Au troisième trimestre, l'activité économique dans son ensemble a de nouveau nettement progressé sous l'influence d'un *policy mix* expansionniste, pour retrouver pratiquement son niveau d'avant la crise. Dans certains pays, la production industrielle a même atteint de

Graphique 1.7
Taux d'intérêt à court terme



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.8
Taux d'intérêt à long terme



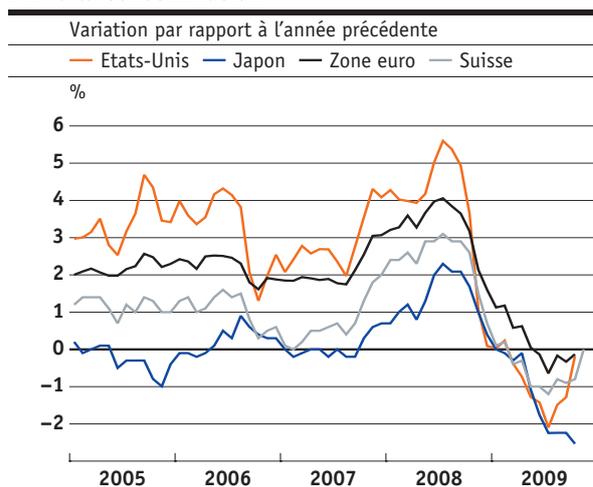
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

nouveaux sommets et l'utilisation des capacités dans l'industrie a retrouvé un niveau élevé. La reprise a été essentiellement stimulée par le secteur de l'électronique et, pour ce qui est de la Corée du Sud, également par l'industrie automobile; celle-ci a profité d'incitations budgétaires, comme dans de nombreux autres pays. Les stocks, qui ont encore été réduits pour faire face à la forte demande, notamment en provenance de Chine, se situent à un faible niveau. Ils devraient être reconstitués au quatrième trimestre et stimuler ainsi la croissance. Après cet essor rapide observé au milieu de l'année, il faut toutefois s'attendre à un tassement de la croissance.

Renchérissement annuel très bas en juillet

Dans les pays industrialisés, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation est descendu à un niveau très bas en juillet, pour augmenter ensuite jusqu'en octobre, principalement sous l'influence d'effets de base découlant des prix de l'énergie (graphique 1.9). Dans la même période, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, a connu une évolution différente d'un pays à l'autre, mais la tendance a été au fléchissement. Etant donné que les effets de base afférents aux prix de l'énergie devraient influencer sur le renchérissement annuel encore au cours des prochains mois, il faut s'attendre à ce que celui-ci soit de nouveau positif dans de nombreux pays à la fin de l'année. Compte tenu de la faible utilisation des capacités de production et du taux de chômage élevé, les pressions inflationnistes devraient toutefois rester limitées l'an prochain également.

Graphique 1.9
Prix à la consommation



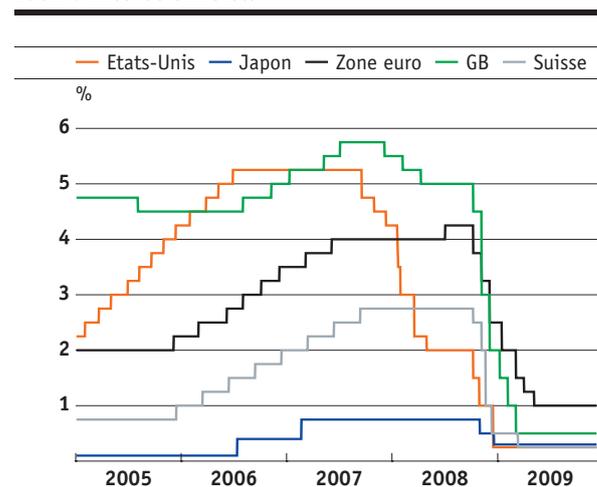
Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Thomson Financial Datastream.

Après avoir atteint son plus bas niveau en juillet, avec $-2,1\%$, l'inflation annuelle aux États-Unis a augmenté pour atteindre $-0,2\%$ en octobre. Dans la même période, l'inflation sous-jacente est restée pratiquement inchangée et s'établissait à $1,6\%$ au mois d'octobre. En ce qui concerne la zone euro, l'inflation annuelle s'est accrue, passant de $-0,7\%$ à $-0,1\%$, tandis que l'inflation sous-jacente s'est repliée et est passée de $1,3\%$ à $1,2\%$. Contrairement aux États-Unis et à la zone euro, le Japon s'est caractérisé par un fléchissement de l'inflation annuelle, qui est passée de $-2,3\%$ à $-2,5\%$, à la suite du recul des prix des denrées alimentaires fraîches. Le taux d'inflation sous-jacente a continué de baisser au Japon également ($-1,1\%$). Après s'être établie dans la zone négative en juillet, l'inflation annuelle des «dragons asiatiques» a retrouvé une valeur positive, s'établissant en octobre à $0,6\%$ en moyenne. En Chine, l'inflation annuelle a progressé, essentiellement sous l'effet de la hausse des prix de l'alimentation, mais elle est restée négative jusqu'en octobre ($-0,5\%$).

Pas encore de changement de cap en vue au niveau des banques centrales

Dans la plupart des pays industrialisés, les banques centrales ont poursuivi leur politique monétaire expansionniste (graphique 1.10). La Réserve fédérale des États-Unis n'a encore donné aucun signe précurseur d'un prochain abandon de sa politique monétaire expansionniste. Elle a laissé inchangée à $0,0\%$ - $0,25\%$ la marge de fluctuation de son taux directeur. Par contre, elle a cessé les achats d'obligations d'État à fin octobre et

Graphique 1.10
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

annoncé que les achats de titres adossés à des prêts hypothécaires, pour un montant de 1 425 milliards de dollars des Etats-Unis, prendraient fin au premier trimestre de 2010. En outre, elle a décidé de ne pas reconduire certaines mesures spéciales de liquidité.

La BCE a elle aussi laissé inchangé à 1% son taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Elle a continué de procéder, selon le plan établi, à des achats d'obligations adossées à des prêts hypothécaires (*covered bonds*) et libellées en euros. Elle a toutefois annoncé que, compte tenu de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers, il n'était plus nécessaire à l'avenir de maintenir telles quelles toutes les mesures prises jusqu'à présent pour augmenter la liquidité. Elle envisage notamment de ne plus reconduire en 2010 les opérations de refinancement à douze mois.

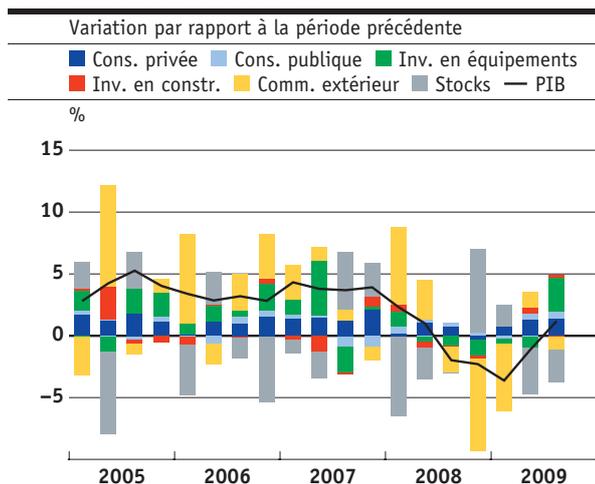
La banque centrale du Japon a laissé inchangé à 0,1% son taux de l'argent au jour le jour et a poursuivi ses mesures non conventionnelles destinées à faciliter l'approvisionnement en liquidités à court terme. En octobre, elle a confirmé qu'elle mettrait un terme aux achats de titres à la fin du mois de décembre, conformément à ce qui avait été prévu, et a prolongé jusqu'à fin mars 2010 une mesure exceptionnelle d'apport de liquidités. Les prévisions de croissance et d'inflation pour l'économie japonaise reflètent une reprise de la conjoncture très progressive et une déflation qui devrait persister jusqu'à l'exercice 2011. Face aux fortes incertitudes qui continuent de peser sur la pérennité de la reprise, les banques centrales de nombreux pays asiatiques sont restées dans l'expectative.

2 Evolution économique en Suisse

Le PIB réel a de nouveau augmenté en Suisse durant l'été. Grâce à l'environnement international plus favorable, les exportations se sont quelque peu redressées, tandis que la consommation privée et les investissements en constructions ont continué à jouer un rôle de soutien. Dans l'ensemble, la croissance du PIB est toutefois demeurée trop faible pour réduire la sous-utilisation des facteurs de production. Le marché du travail s'est ainsi encore dégradé.

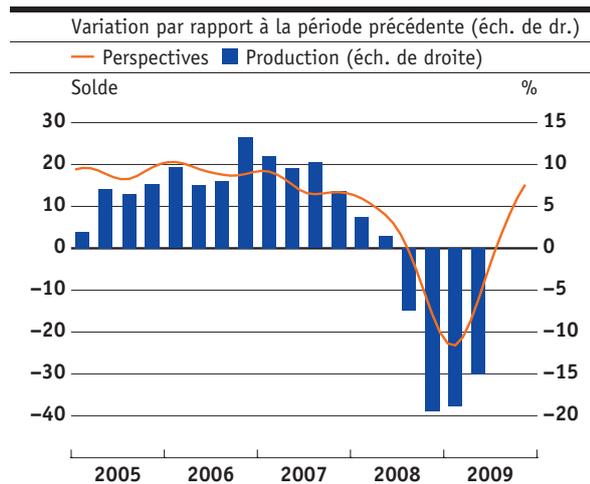
D'après les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés en octobre et en novembre avec quelque 180 représentants de différentes branches économiques, la reprise modérée s'est poursuivie au cours des derniers mois. Cette évolution conjoncturelle positive semble s'être confirmée surtout dans l'industrie des exportations et dans le secteur financier. Bien que faibles dans l'ensemble, les premiers signes de ce retournement de tendance, qui étaient déjà visibles lors des entretiens précédents, se sont multipliés. La sous-utilisation parfois élevée des capacités techniques et des effectifs a cependant persisté dans de nombreuses branches de l'économie. La plupart des interlocuteurs ont estimé que l'année 2010 sera elle aussi difficile. Pour la première fois depuis longtemps, une majorité d'entre eux s'attend certes à une progression plutôt qu'à un recul du chiffre d'affaires pour les prochains mois, mais un grand nombre table sur d'autres compressions d'effectifs. Les attentes relatives aux prix de vente sont également très modestes.

Graphique 2.1
Contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.2
Production industrielle



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

2.1 Evolution du PIB

Selon les estimations provisoires du SECO, le PIB réel s'est accru de 1,2% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, après avoir baissé pendant quatre trimestres consécutifs. Malgré cette hausse, il est demeuré à un niveau inférieur de 1,3% à celui observé un an auparavant. Les taux annuels de variation pour les deuxième et troisième trimestres ont été légèrement revus à la baisse.

Toutes les composantes de la demande finale ont connu une évolution positive. Les investissements en biens d'équipement et la consommation privée ont fortement contribué à la croissance. Les exportations se sont elles aussi redressées. Dans

l'ensemble, la demande globale a enregistré une progression de 3,5%, laquelle a cependant été satisfaite en partie par une augmentation significative des importations et par une diminution des stocks (graphique 2.1).

Du côté de la production, la principale impulsion est venue des banques et des assurances, qui ont enregistré des taux de croissance à deux chiffres, mais la construction, le commerce de gros et de détail, le secteur des transports et des communications et celui de la santé ont également fourni une contribution à la croissance. En revanche, la création de valeur est restée en net recul dans l'industrie manufacturière, dans le tourisme et dans les prestations de services aux entreprises (graphique 2.2).

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 | | |
|--|------------|------------|------------|------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | | | | | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. |
| Consommation privée | 1,7 | 1,6 | 2,4 | 1,7 | 3,7 | 0,3 | 1,8 | 1,2 | -0,4 | 1,2 | 2,2 | 2,3 |
| Consommation de l'Etat et des assurances sociales | 1,2 | 0,3 | 0,5 | -0,1 | -7,8 | 5,4 | 2,7 | 3,2 | 2,2 | -2,0 | 5,1 | 5,3 |
| Formation de capital fixe | 3,8 | 4,7 | 5,2 | 0,4 | 5,0 | 8,3 | -4,5 | -3,9 | -7,7 | -1,8 | -2,5 | 14,1 |
| Construction | 3,5 | -1,4 | -2,3 | 0,9 | 9,6 | 6,5 | -5,3 | -1,0 | -2,4 | 0,1 | 4,8 | 3,0 |
| Biens d'équipement | 4,0 | 10,1 | 11,1 | 0,1 | 1,9 | 9,6 | -3,8 | -6,0 | -11,4 | -3,4 | -7,9 | 23,7 |
| Demande intérieure finale | 2,1 | 2,1 | 2,8 | 1,1 | 2,5 | 2,8 | 0,4 | 0,2 | -1,9 | 0,1 | 1,4 | 5,3 |
| Demande intérieure | 1,8 | 1,4 | 1,3 | 0,4 | 8,3 | -6,4 | 0,2 | -3,2 | 7,6 | 5,8 | -4,0 | -0,3 |
| Exportations totales | 7,8 | 10,3 | 9,5 | 2,9 | 3,2 | 5,9 | 15,5 | -4,1 | -26,4 | -20,0 | -8,6 | 10,8 |
| Biens | 5,8 | 11,1 | 8,4 | 2,6 | 4,1 | 8,8 | 16,0 | -4,2 | -33,4 | -23,5 | -6,1 | 15,2 |
| Hors MPPAA ¹ | 6,5 | 11,2 | 8,3 | 2,1 | 7,6 | 4,6 | 19,6 | -11,7 | -29,7 | -20,6 | -6,8 | 9,0 |
| Services | 13,2 | 8,4 | 12,5 | 3,4 | 1,0 | -0,8 | 14,4 | -3,7 | -6,9 | -11,2 | -13,8 | 1,1 |
| Demande globale | 3,8 | 4,5 | 4,3 | 1,4 | 6,3 | -1,8 | 6,0 | -3,6 | -7,1 | -4,4 | -5,6 | 3,5 |
| Importations totales | 6,6 | 6,5 | 6,0 | 0,4 | 11,8 | -10,4 | 17,8 | -6,9 | -16,9 | -6,1 | -15,4 | 9,1 |
| Biens | 5,6 | 7,8 | 5,1 | -0,5 | 11,6 | -10,5 | 22,8 | -10,2 | -26,2 | -1,8 | -21,6 | 12,4 |
| Hors MPPAA ¹ | 5,3 | 7,4 | 6,7 | -1,0 | 8,7 | -10,6 | 19,8 | -10,7 | -21,7 | -5,6 | -21,2 | 15,2 |
| Services | 11,3 | 0,6 | 10,3 | 4,8 | 13,1 | -10,0 | -3,0 | 10,8 | 38,0 | -21,3 | 16,3 | -3,1 |
| PIB | 2,6 | 3,6 | 3,6 | 1,8 | 3,9 | 2,3 | 1,0 | -2,0 | -2,3 | -3,6 | -1,1 | 1,2 |

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

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Creux de la vague dépassé pour les exportations

La reprise de l'économie mondiale a eu un effet bénéfique sur les exportations helvétiques: pour la première fois depuis le début de la crise, les exportations de biens ont de nouveau augmenté au troisième trimestre (graphique 2.3). Du côté des services, le repli s'est arrêté. Dans l'ensemble, les exportations de biens et de services se sont accrues de 6,5% (hors objets de valeur). Cette hausse est néanmoins modeste au regard de la chute enregistrée précédemment, de sorte que le volume des exportations reste nettement inférieur au niveau atteint avant la crise.

Pour ce qui est des biens, les exportations de matières premières et de produits semi-finis ont bénéficié d'une reprise de la conjoncture industrielle, observée notamment en Asie. Les exportations de biens de consommation, en particulier de produits pharmaceutiques, se sont également améliorées sensiblement. En revanche, les exportations de biens d'équipement ont poursuivi leur repli en raison de la faible utilisation des capacités à l'étranger.

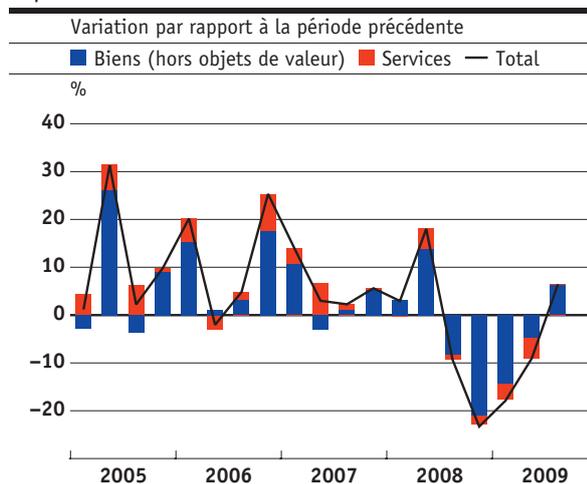
Dans les exportations de services, le commerce de transit a certes accusé un fort recul malgré une hausse des prix des matières premières, mais cette baisse a été entièrement compensée par l'augmentation importante des recettes volatiles dans le secteur des licences et brevets. De plus, l'augmentation du volume des transactions boursières a tiré vers le haut les produits des opérations de commissions des banques, tandis que les exportations dans le secteur du tourisme ont progressé en raison du nombre de nuitées d'hôtes étrangers, qui est reparti à la hausse.

Au vu des perspectives plus optimistes dans l'industrie, il semble que les exportations aient dépassé le creux de la vague (graphique 2.4). En comparaison avec le repli enregistré précédemment, la croissance devrait néanmoins être modérée. Celle des exportations de biens a du reste cessé de s'accélérer en octobre (graphique 2.5).

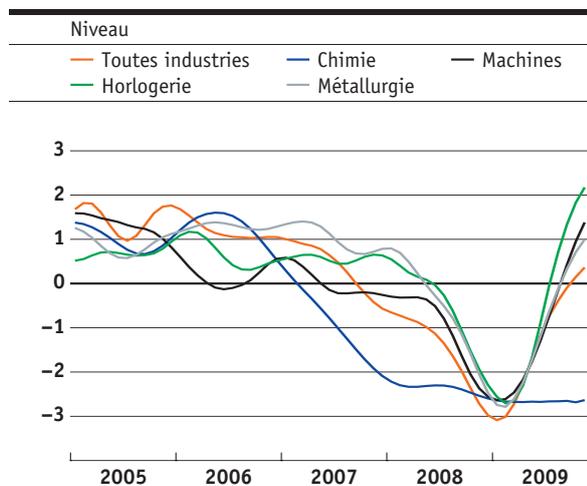
Dynamisme dans la construction de logements

Après une forte progression au deuxième trimestre, les investissements en constructions se sont encore renforcés au troisième (graphique 2.6). La croissance s'est toutefois légèrement ralentie

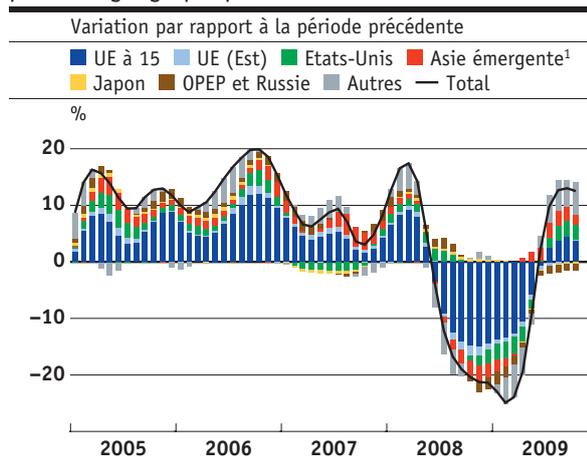
Graphique 2.3
Exportations: contributions à la croissance



Graphique 2.4
Entrées de commandes attendues



Graphique 2.5
Exportations de biens: contributions à la croissance, par zone géographique



Graphique 2.3
Source: SECO.

Graphique 2.4
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.5
1 Asie émergente: Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Vietnam.
Source: Administration fédérale des douanes (AFD).

par rapport au trimestre précédent. Le niveau toujours très faible des taux hypothécaires et les coûts de construction stables ont certainement donné une forte impulsion, principalement à la construction de logements (graphique 2.7). L'activité dans le génie civil est également restée robuste, grâce aux mesures de politique budgétaire. En revanche, les entreprises étaient encore très réticentes à investir dans des immeubles commerciaux.

Hausse des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse significative au troisième trimestre, après avoir reculé pendant plusieurs trimestres (graphique 2.8). Les importations nettes de biens d'équipement ont elles aussi augmenté, principalement en raison d'un accroissement marqué du côté des véhicules de transport et des télécommunications. La production nationale de ces biens n'a par contre guère profité de l'accroissement des dépenses d'investissement.

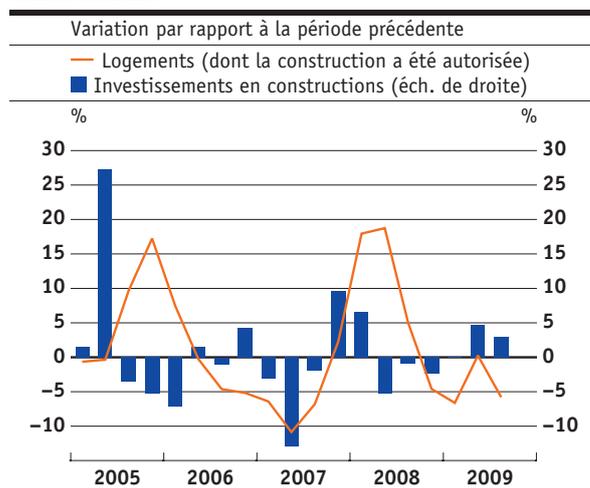
D'après les données recueillies par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), l'utilisation des capacités dans l'industrie a finalement cessé de fléchir, mais elle reste à un niveau très faible. Les entreprises devraient donc demeurer très prudentes dans leurs investissements ces prochains mois.

Progression robuste de la consommation privée

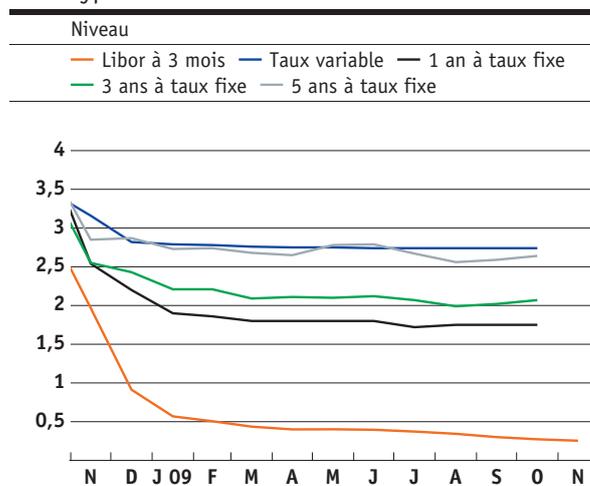
La consommation privée a progressé de 2,3% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, et de 1,3% en comparaison annuelle (graphique 2.9). Elle a ainsi très bien résisté à la crise au cours des derniers trimestres grâce, d'une part, à la situation financière saine des ménages suisses en comparaison internationale et, d'autre part, au soutien apporté par l'immigration.

Le résultat du troisième trimestre repose notamment sur un renforcement des chiffres d'affaires dans le commerce de détail, lesquels se sont accrus de 1,5% (0,8% au trimestre précédent) en données corrigées des variations saisonnières. L'alimentation, les boissons ainsi que les produits de santé et de soins ont connu une évolution particulièrement positive. Les chiffres d'affaires dans les segments de l'habillement et des chaussures sont, quant à eux, restés faibles. Les immatriculations de voitures, qui constituent un indicateur de la consommation de biens durables, se sont légèrement redressées. La demande intérieure dans le secteur du tourisme est demeurée robuste en juillet et en août, de sorte que l'on a enregistré une augmentation des nuitées d'hôtel de 5,3% au troisième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières.

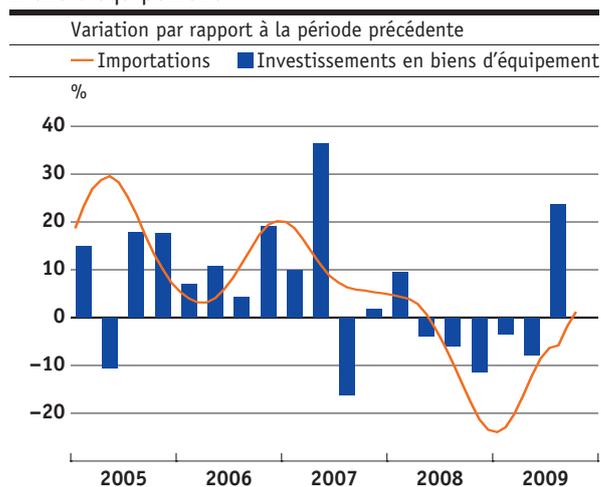
Graphique 2.6
Constructions



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.

Amélioration du climat de consommation en automne

Pour la première fois cet automne, le SECO a calculé l'indice du climat de consommation sous une forme révisée, compatible avec les normes européennes. D'après cette enquête, le climat de consommation s'est fortement amélioré entre juillet et octobre, mais il reste inférieur à la moyenne historique. L'amélioration des derniers mois tient principalement aux perspectives plus optimistes quant à l'évolution économique. Les consommateurs pensent en effet que le sommet de la crise est derrière eux, même s'ils sont toujours très préoccupés par l'emploi et s'attendent à une nouvelle hausse des chiffres du chômage. D'après l'enquête, la probabilité que les consommateurs épargnent davantage ces douze prochains mois a légèrement augmenté.

Forte augmentation des importations

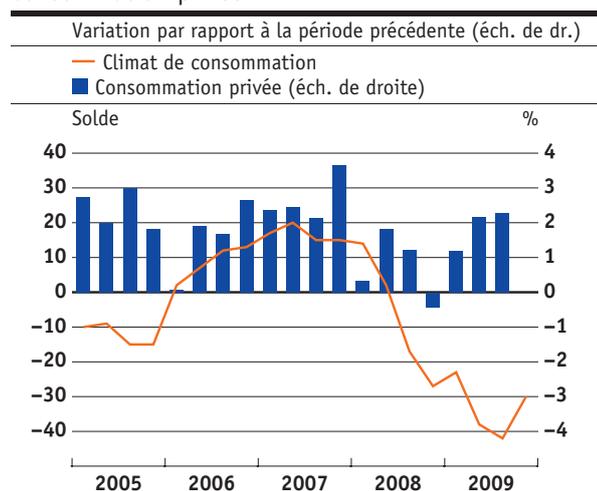
Comme les exportations, les importations ont de nouveau progressé au troisième trimestre, pour la première fois depuis le début de la crise (graphique 2.10). La croissance, qui a atteint le niveau élevé de 11,1% (hors objets de valeur), concernait uniquement les importations de biens. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré des taux de croissance

particulièrement élevés, comme le confirment les données du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF). Selon ces dernières, les carnets de commande se remplissent peu à peu dans la métallurgie, l'industrie des matières plastiques et l'industrie textile. De plus, pour la première fois depuis le début de la crise, on a de nouveau importé davantage de biens d'équipement, avec notamment une livraison plus importante de nouveaux véhicules ferroviaires. En ce qui concerne les biens de consommation, les importations de produits pharmaceutiques ont encore fléchi, alors qu'elles ont majoritairement progressé dans les autres catégories de biens. Malgré une augmentation globalement forte au troisième trimestre, les importations de biens restent à un niveau bien inférieur à celui d'avant la crise.

Les importations de services ont, quant à elles, enregistré une baisse. Le fléchissement est particulièrement sensible pour les dépenses liées aux licences et aux brevets. Celles qui concernent les prestations de tourisme à l'étranger se sont en revanche maintenues à un niveau élevé.

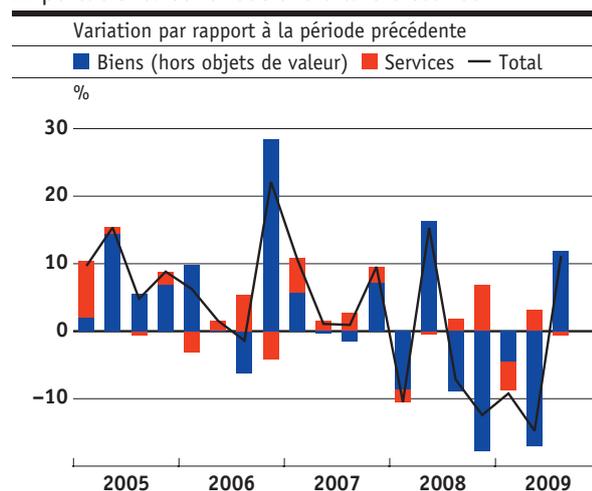
Compte tenu de la situation toujours difficile dans l'industrie, la croissance des importations devrait se ralentir quelque peu après le troisième trimestre. Cette estimation est confirmée par l'évolution des importations de biens en octobre.

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 limitée de l'emploi

L'emploi a de nouveau reculé au troisième trimestre (-0,6%), après une baisse de 0,7% au deuxième trimestre (graphique 2.11). Ce sont principalement des postes à plein temps qui ont été supprimés, les postes à temps partiel ayant en revanche légèrement augmenté. Dans l'ensemble, l'emploi en équivalents plein temps a fléchi de 1%.

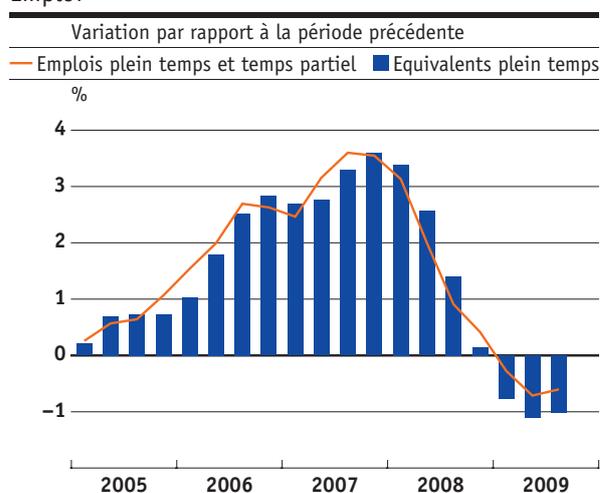
En comparaison internationale, la diminution de l'emploi enregistrée en Suisse depuis le début de la récession est modérée. L'industrie manufacturière, qui a perdu quelque 30 000 postes en un an, a été jusqu'à présent la plus touchée. Dans les services, seules les branches «Commerce et réparations»

et «Transports» ont réduit leurs effectifs. Ceux-ci ont en revanche augmenté dans la construction.

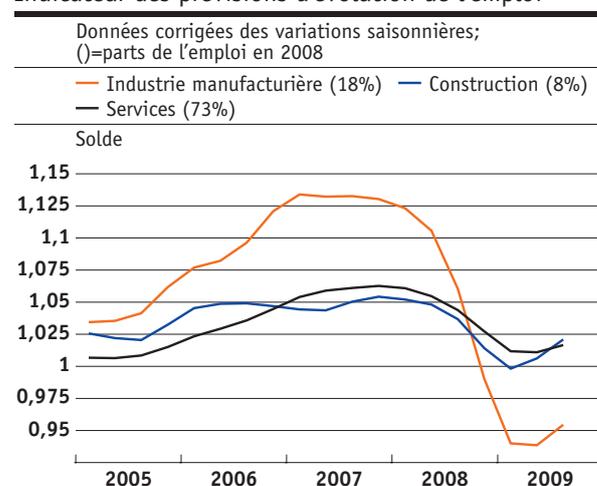
Stabilisation des indicateurs de la demande de main-d'œuvre

Au troisième trimestre, les indicateurs de la demande de main-d'œuvre ont montré les premiers signes d'une stabilisation. L'indice des places vacantes calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS) a cessé de reculer, tandis que l'indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi a même légèrement augmenté. Cette évolution peut être observée dans de nombreuses branches (graphique 2.12), mais elle reste de faible ampleur, ce qui laisse présager une nouvelle contraction de l'emploi – même ralentie – à court terme.

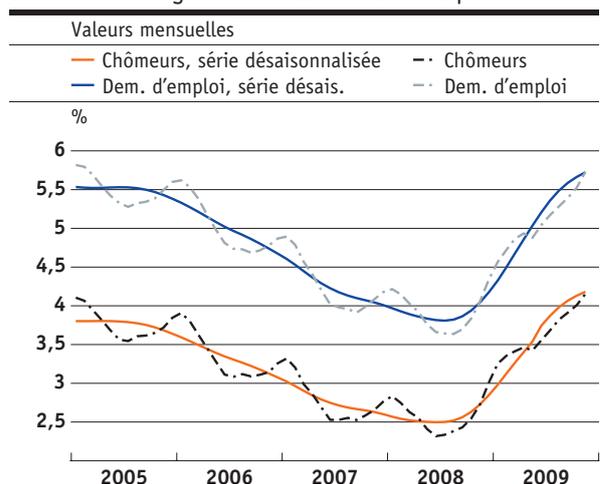
Graphique 2.11
Emploi



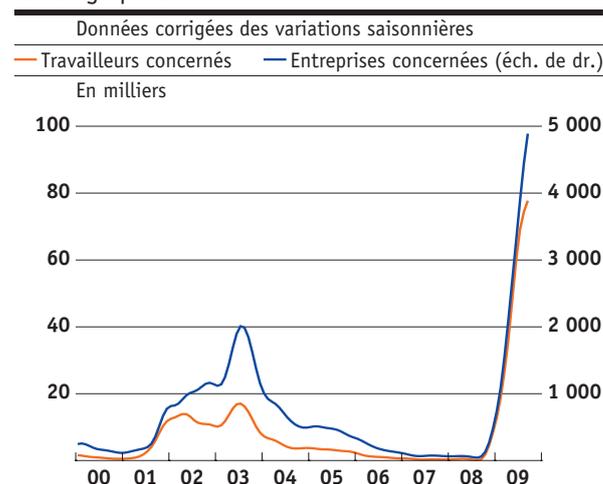
Graphique 2.12
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.13
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



Graphique 2.14
Chômage partiel



Graphique 2.11
Source: OFS, correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 2.13
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).
Source: SECO.

Graphique 2.12
Source: OFS, correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 2.14
Source: OFS, correction des variations saisonnières: BNS.

Nouvelle hausse du chômage et du chômage partiel

La forte hausse du nombre de chômeurs enregistrée jusqu'en août s'est poursuivie les mois suivants, mais à un rythme moins soutenu (graphique 2.13). Le taux de chômage a ainsi atteint 4,1% en novembre, en données corrigées des variations saisonnières. Le nombre des 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, a continué de croître pour s'établir à 5,7% en novembre.

Les chiffres officiels du chômage ne mesurent qu'une partie du sous-emploi. Le chômage partiel a lui aussi gagné en importance durant les mois d'été. En septembre, il concernait 4900 entreprises et 77 700 collaborateurs (données corrigées des variations saisonnières; graphique 2.14).

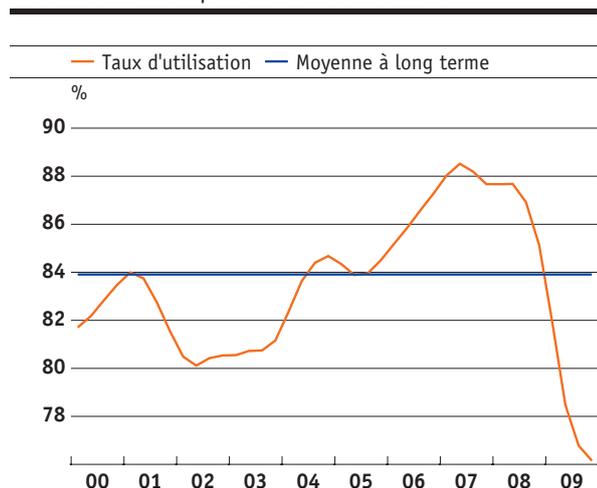
2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à éviter une situation inflationniste ou déflationniste. 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 peu flexible 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.

Grandes disparités dans l'utilisation des capacités de production

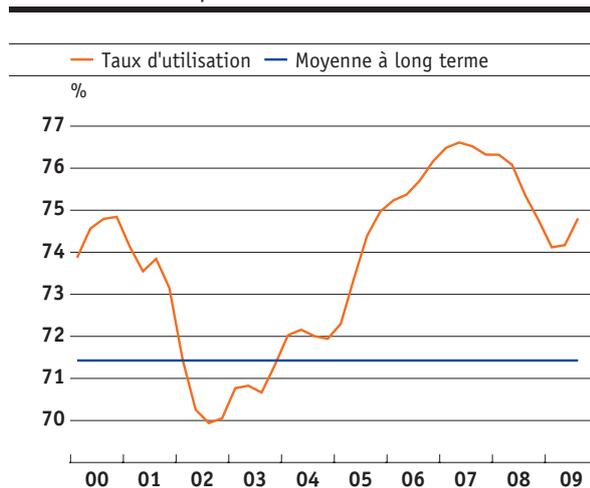
La récession a affecté de manière très contrastée les différents secteurs de production. L'industrie manufacturière a été la plus touchée. D'après les données recueillies par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), l'utilisation des capacités dans ce secteur s'élevait à 76,5% au troisième trimestre; elle s'est donc stabilisée à un niveau très faible (graphique 2.15). Elle a continué d'être particulièrement basse dans la construction de machines (72,1%) et bien inférieure à la moyenne dans ce secteur (86,1%). C'est ce que confirme une enquête de Swissmem, selon laquelle la sous-

Graphique 2.15
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.16
Utilisation des capacités dans la construction



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

utilisation des capacités reste forte dans les entreprises de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux. Dans le secteur des services, la sous-utilisation des capacités a jusqu'à présent été moins importante que dans l'industrie. Dans ce dernier secteur, la part des entreprises qui estiment leurs capacités techniques trop élevées a toutefois aussi légèrement diminué entre-temps. La situation est très différente dans la construction, où l'utilisation des capacités est nettement supérieure à la moyenne historique et a même encore progressé au troisième trimestre (graphique 2.16).

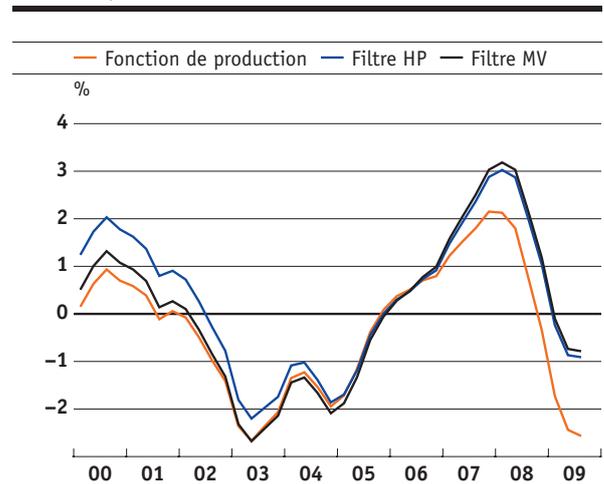
Écarts de production et potentiel de croissance

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 troisième trimestre, l'écart de production a continué de se creuser (graphique 2.17). L'approche basée sur la fonction de production (FP) montre un écart de $-2,6\%$ de la production potentielle ($-2,4\%$ au deuxième trimestre de 2009). D'après le filtre Hodrick et Prescott (HP), l'écart de production s'élevait comme au deuxième trimestre à $-0,9\%$.

Le potentiel de croissance a diminué au cours des derniers trimestres et devrait continuer de s'affaiblir, à un rythme toutefois moins soutenu. Cela tient, d'une part, à une immigration plus faible et à un taux de participation en baisse, qui pèsent tous deux sur l'offre de travail. D'autre part, le ralentissement de l'accumulation de capital résultant de la diminution des investissements des entreprises amoindrit elle aussi ce potentiel.

Graphique 2.17
Écart de production



Source: BNS.

2.5 Prix et anticipations inflationnistes

Hausse de l'indice des prix de l'offre totale

Les prix à la production et à l'importation ont légèrement diminué entre juillet et novembre, principalement en raison de tarifs moins élevés pour les produits agricoles et pour les biens de consommation et les biens d'équipement. Par contre, les prix de l'énergie et des biens intermédiaires ont augmenté.

Les prix ont certes été chaque mois inférieurs au niveau enregistré un an auparavant, mais l'écart s'est amenuisé (graphique 2.18). Si l'indice avait perdu 6,1% en juillet en l'espace d'un an, cette perte n'était plus que de 3,3% en novembre. L'évolution des taux de renchérissement annuels reflète surtout la disparition progressive d'un effet de base statistique imputable au fort recul des prix des matières premières pendant le second semestre de 2008.

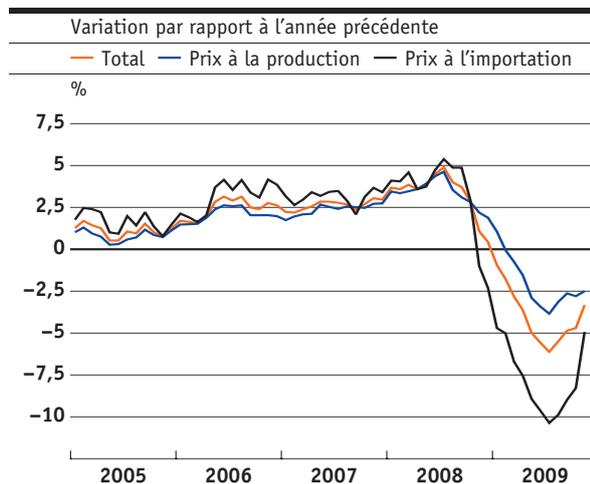
Retour des prix à la consommation aux niveaux de 2008

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a atteint 0% en novembre, alors qu'il était encore de -0,8% en août. Cette évolution reflète principalement l'effet de base décroissant pour les produits pétroliers. En août, les prix des produits pétroliers inclus dans l'IPC étaient inférieurs de 27,9% à leur niveau de l'année précédente. En novembre, le repli correspondant n'était plus que de 8,8%. Si l'on ne tient pas compte de ces produits, le renchérissement annuel a reculé, passant de 0,6% en août à 0,3% en novembre.

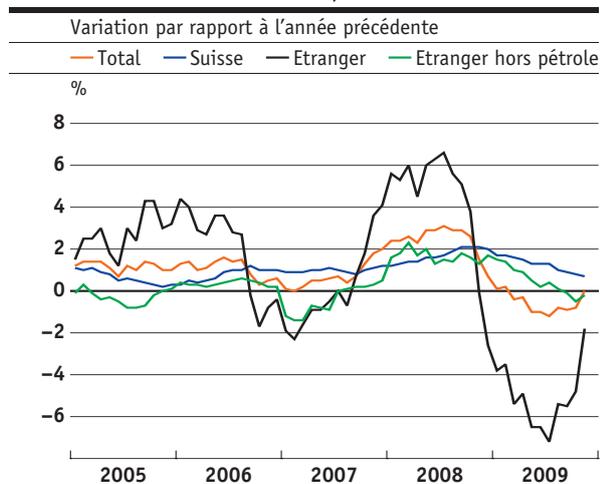
Renchérissement intérieur moins marqué

Le renchérissement annuel des biens d'origine suisse s'élevait à 0,3% en novembre, contre 1,2% en août (graphique 2.20). Ce sont surtout les baisses des prix de certains produits alimentaires qui ont eu un effet modérateur. Dans le secteur des services, le renchérissement a fléchi de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 0,9%. Le ralentissement de la hausse des loyers (-0,5%) a été déterminant. Dans l'ensemble, le renchérissement intérieur est passé de 1% en août à 0,7% en novembre.

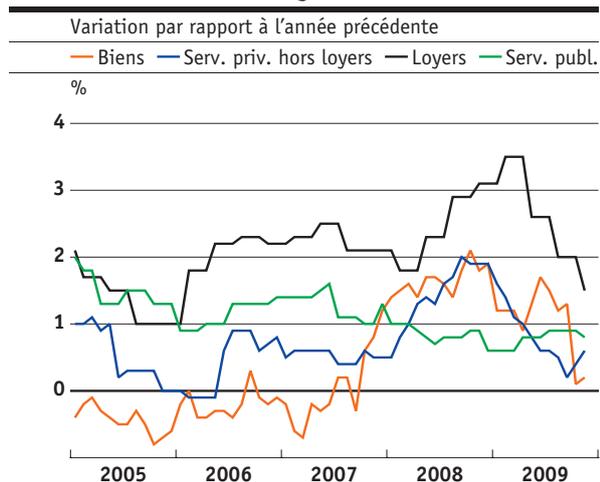
Graphique 2.18
Prix de l'offre totale



Graphique 2.19
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.20
IPC: biens et services d'origine suisse



Graphique 2.18
Source: OFS.

Graphiques 2.19 et 2.20
Sources: OFS et BNS.

Léger repli de l'inflation sous-jacente

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'inflation. On calcule donc des taux d'inflation sous-jacente, dont l'objectif est de refléter la tendance fondamentale de l'évolution des prix. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente, qui sont illustrés dans le graphique 2.21. La moyenne tronquée (TM15) exclut chaque mois de l'IPC les biens dont les prix ont

enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15% des biens) ou à la baisse (15% des biens également), tandis que la *dynamic factor inflation* (DFI), qui repose sur un éventail plus large de données, calcule la tendance générale de l'inflation au moyen d'un grand nombre de prix, de paramètres économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux taux d'inflation sous-jacente établis par l'OFS excluent quant à eux du panier-type de l'indice les mêmes biens volatils pour chaque période (graphique 2.22). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte l'alimentation,

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

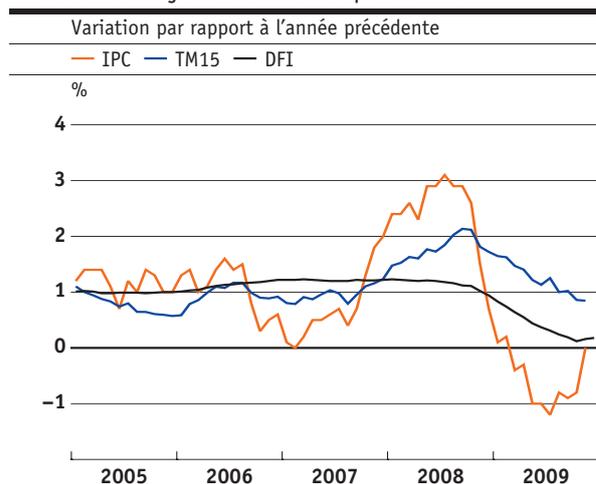
Tableau 2.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

| | 2008 | 2008 | | | 2009 | | | |
|---------------------------------|------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | Août | Septembre | Octobre | Novembre |
| IPC, indice général | 2,4 | -0,0 | -0,7 | -1,0 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | 0,0 |
| Biens et services du pays | 1,7 | 1,7 | 1,4 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| Biens | 1,7 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 0,1 | 0,2 |
| Services | 1,7 | 1,8 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Services privés (hors loyers) | 1,4 | 1,3 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,6 |
| Loyers | 2,4 | 3,3 | 2,9 | 2,2 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,5 |
| Services publics | 0,9 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| Biens et services de l'étranger | 4,3 | -4,2 | -6,0 | -6,0 | -5,4 | -5,5 | -4,8 | -1,8 |
| Hors produits pétroliers | 1,7 | 1,3 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,5 | -0,2 |
| Produits pétroliers | 17,8 | -27,2 | -32,1 | -30,5 | -27,9 | -27,7 | -23,3 | -8,8 |

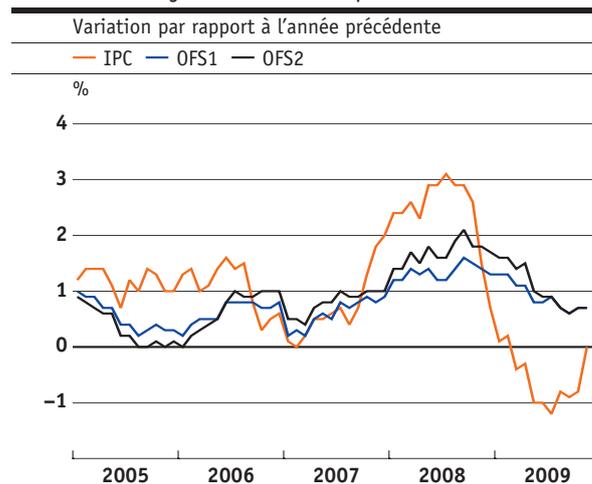
Sources: OFS et BNS.

Graphique 2.21
Inflation sous-jacente calculée par la BNS



Sources: OFS et BNS.

Graphique 2.22
Inflation sous-jacente calculée par l'OFS



Source: OFS.

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.

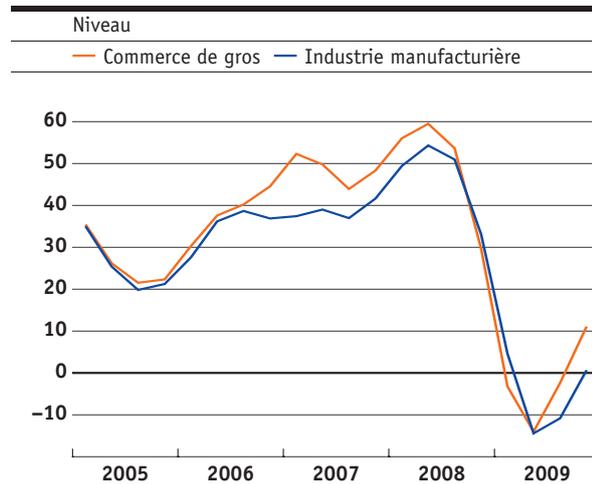
Les différents taux de l'inflation sous-jacente ont légèrement fléchi depuis le mois d'août; en novembre, ils se situaient entre 0,7% et 1%. La DFI fait figure d'exception, puisqu'elle ne s'établissait plus qu'à 0,1%.

Anticipations inflationnistes plus équilibrées

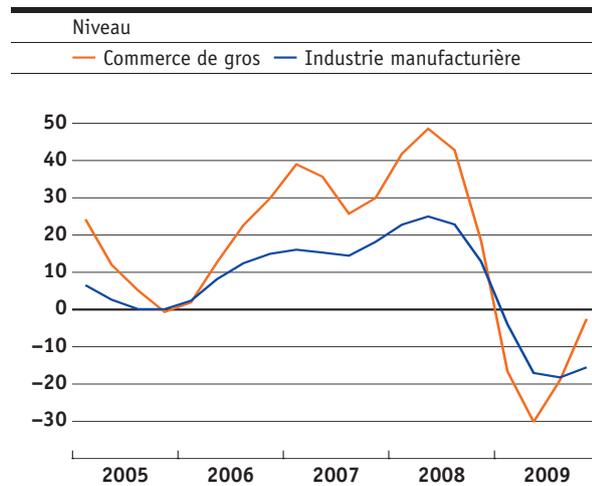
Plusieurs enquêtes permettent d'évaluer les anticipations inflationnistes des différents acteurs économiques. Dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et du sondage destiné à déterminer l'indice des directeurs d'achat (PMI), les collaborateurs qui exercent des fonctions dirigeantes dans des entreprises opérant en Suisse sont interrogés. Les résultats montrent l'évolution des prix d'achat et de vente escomptée par les entreprises pour les trois prochains mois. La proportion des entreprises qui tablent sur une hausse des prix était à peu près la même que celle des entreprises qui prévoient une baisse, tant dans le commerce de gros que dans l'industrie manufacturière (graphiques 2.23 et 2.24). Les mêmes constatations peuvent être faites pour la composante «prix d'achat» du PMI, qui laisse présager des prix inchangés pour les prochains mois.

L'enquête que le SECO mène une fois par trimestre auprès des ménages suisses mesure l'évolution des prix attendue par les consommateurs pour les douze prochains mois. Les résultats publiés en novembre indiquent une légère hausse des anticipations inflationnistes des ménages par rapport à l'enquête précédente. Cette évolution résulte principalement du fait qu'une part moins importante des personnes interrogées table sur des baisses de prix dans les douze prochains mois. Les participants sont même un peu plus nombreux à s'attendre à des hausses de prix modérées (graphique 2.25). La part des personnes qui pensent que ces hausses seront significatives est toutefois demeurée faible. Les anticipations inflationnistes relatives aux prix à la consommation restent donc très modestes pour l'année à venir.

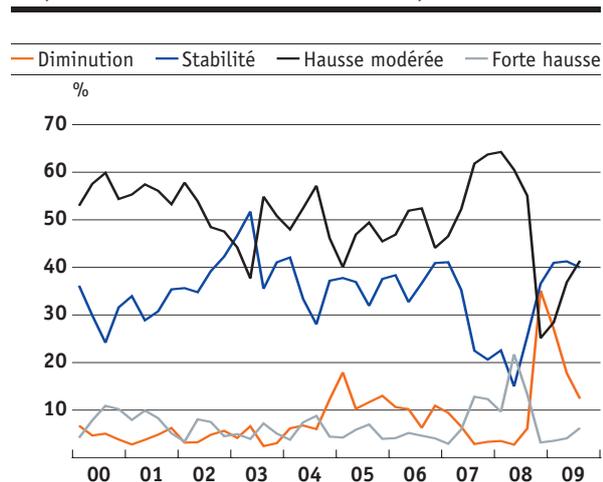
Graphique 2.23
Prix d'achat attendus



Graphique 2.24
Prix de vente attendus



Graphique 2.25
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Graphiques 2.23 et 2.24
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 2.25
Sources: SECO et BNS.

2.6 Perspectives

Reprise modérée à l'étranger ...

La BNS table sur une poursuite de la reprise conjoncturelle internationale. Le dynamisme de celle-ci devrait toutefois rester modérée en raison de plusieurs facteurs, dont l'octroi limité de crédits, la faible utilisation des capacités de production, l'absence d'impulsions du côté de la construction et une propension accrue à l'épargne de la part des ménages. Il faut donc s'attendre à un ralentissement de la croissance après l'échéance des mesures budgétaires dans le courant de 2010.

... et en Suisse

Dans ce contexte, la reprise devrait être très modeste en Suisse également. Pour 2010, la BNS s'attend à une croissance du PIB comprise entre 0,5% et 1%, après un recul d'environ 1,5% en 2009. La croissance devrait principalement être portée par une reprise des exportations. Les écarts de production négatifs dans l'ensemble de l'économie ne seront vraisemblablement comblés que très lentement. Par conséquent, les investissements en biens d'équipement ne devraient pas fournir d'impulsions significatives. Eu égard à la dégradation du marché du travail, à l'évolution plus faible des salaires réels et à l'accroissement des prélèvements obligatoires, la progression des dépenses de consommation privée devrait rester limitée. Dans la construction, l'activité devrait se stabiliser à un niveau élevé.

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de septembre, la BNS a maintenu à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif étant d'amener ce taux à 0,25%. Elle a ainsi poursuivi sa politique monétaire expansionniste. En outre, la BNS a réaffirmé son intention de s'opposer résolument à une revalorisation du franc face à l'euro. Elle a également signalé qu'elle achèterait encore, si nécessaire, des obligations libellées en francs afin de réduire les primes de risque sur les emprunts à long terme des débiteurs du secteur privé.

Entre mi-septembre et mi-décembre, le Libor à trois mois a fléchi de 5 points de base pour s'établir à 0,25%, soit au niveau visé par la BNS. Son repli s'explique en particulier par une diminution des primes de risque. Ainsi, l'écart entre le Libor à trois mois et l'OIS s'est réduit, passant à 0,22 point (voir graphique 3.2). Il reste certes à un niveau supérieur à sa moyenne historique (0,06 point), mais est nettement inférieur au record qu'il avait atteint après la faillite de Lehman Brothers (1,74 point).

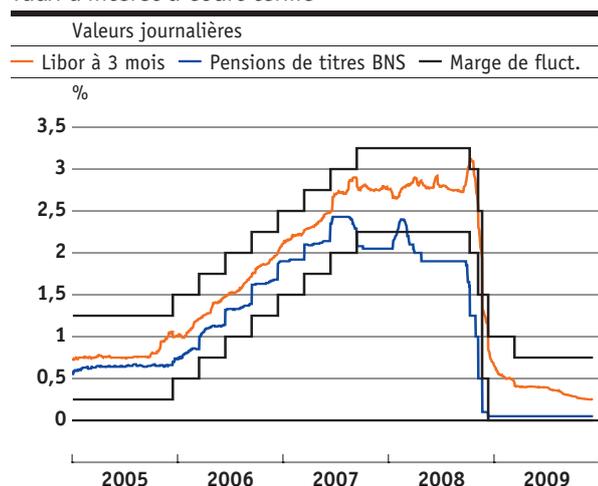
En août 2009, la BNS et SIX Swiss Exchange SA ont introduit de nouveaux taux d'intérêt de référence, les Swiss Reference Rates, qui s'appliquent aux opérations gagées qui sont passées sur le marché monétaire en francs. Ils permettent à la BNS de

mieux suivre les évolutions sur le marché monétaire suisse, de détecter une augmentation de l'activité sur le marché interbancaire gagé et d'optimiser son action sur le niveau des taux d'intérêt. Depuis mi-septembre, le Swiss Average Overnight Rate (SARON), soit la rémunération de l'argent au jour le jour au sein de cette panoplie de taux de référence, est resté approximativement constant à 0,03%. Le taux du marché à une semaine, le SAR1W, qui fluctue généralement dans le sillage du taux que la BNS applique à ses pensions de titres à une semaine, est lui aussi demeuré largement inchangé à 0,05%. Dans l'ensemble, l'activité sur le marché interbancaire gagé est restée plutôt modeste, ce qui s'explique surtout par le fait que la BNS a continué à approvisionner généreusement le marché en liquidités.

Les banques centrales ont poursuivi leur étroite collaboration. Le 24 septembre, la BNS a annoncé, d'entente avec la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre qu'elle continuera de mettre à disposition des liquidités en dollars des Etats-Unis, jusqu'à fin janvier 2010, sur la base de pensions de titres d'une durée de sept jours. Les conditions sur les marchés monétaires s'étant encore améliorées, la BNS a par contre signalé qu'elle ne proposera plus, après l'appel d'offres du 6 octobre 2009, des pensions de titres d'une durée de 84 jours contre dollars des Etats-Unis.

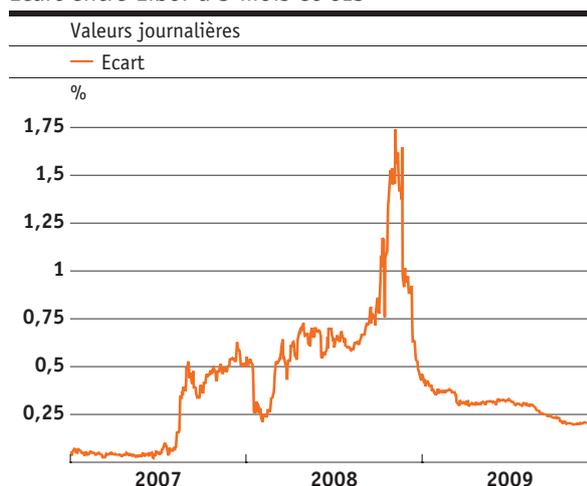
En outre, la BNS, la Banque centrale européenne, la Banque nationale de Pologne et la Banque nationale de Hongrie ont annoncé conjointement, le 24 septembre, qu'elles continueront de passer, jusqu'à fin janvier 2010, des swaps euros

Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: Reuters et BNS.

Graphique 3.2
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

contre francs d'une durée de sept jours afin de mettre des francs suisses à la disposition de contreparties. Ces opérations visent à améliorer encore la situation sur le marché monétaire en francs suisses à très court terme.

L'institut d'émission a également émis chaque semaine des Bons de la BNS en francs en vue de résorber de manière ciblée des liquidités. Ces derniers mois, il a placé exclusivement des Bons à sept jours. En moyenne des émissions réalisées en septembre et en octobre, 9 milliards de francs ont pu ainsi être résorbés (moyenne des souscriptions reçues: 13,5 milliards de francs). Les rendements moyens, pondérés par les volumes, ont varié entre 0,005% et 0,02%.

Enfin, la BNS a continué d'émettre ses propres titres de créance libellés en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS – USD). Ceux-ci ont été proposés toutes les deux semaines pour des durées de 28, 84 et 168 jours. Mi-décembre, l'encours de tel Bons s'élevait à environ 19 milliards de dollars. Les écarts entre les rendements de ces Bons et ceux des obligations d'Etat américaines correspondantes ont nettement diminué au troisième trimestre. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre, ils ont toutefois augmenté, mais de façon marginale.

Courbe légèrement plus plate des taux d'intérêt

En Suisse, les taux d'intérêt à court terme n'ont guère varié entre mi-septembre et mi-décembre, tandis que les taux à long terme se sont légèrement repliés. La courbe des taux d'intérêt est

ainsi devenue un peu plus plate (voir graphique 3.3). Le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a fluctué au cours de la période examinée, mais diminué finalement de 21 points de base pour s'établir à 2,03% à la mi-décembre.

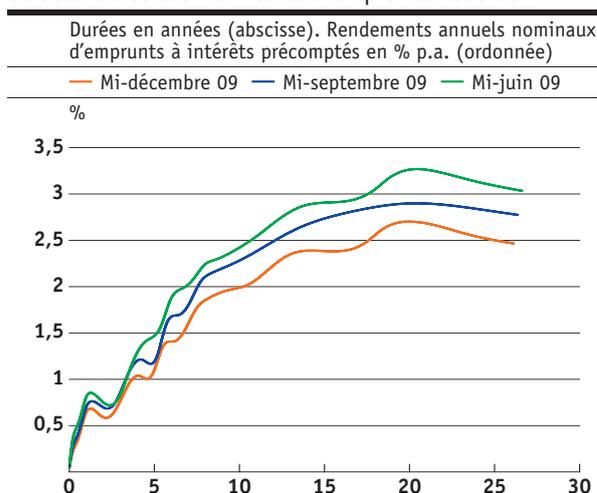
Ecarts vis-à-vis des zones euro et dollar presque inchangés sur les taux à court terme

Dans le domaine des taux d'intérêt à court terme, les écarts vis-à-vis des zones euro et dollar sont restés presque inchangés, ces rémunérations n'ayant guère varié en Suisse comme sur le plan international. Les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont toutefois évolué de manière inégale. Le rendement des emprunts d'Etat allemands à dix ans a fléchi approximativement autant que celui des emprunts de la Confédération. La baisse a été toutefois moins marquée du côté des emprunts émis à dix ans par le Trésor des Etats-Unis. Par conséquent, l'écart est resté presque inchangé entre les rendements des emprunts allemands et suisses, mais a augmenté entre emprunts américains et suisses.

Quasi stabilité du côté des emprunts d'entreprises quelle que soit leur notation

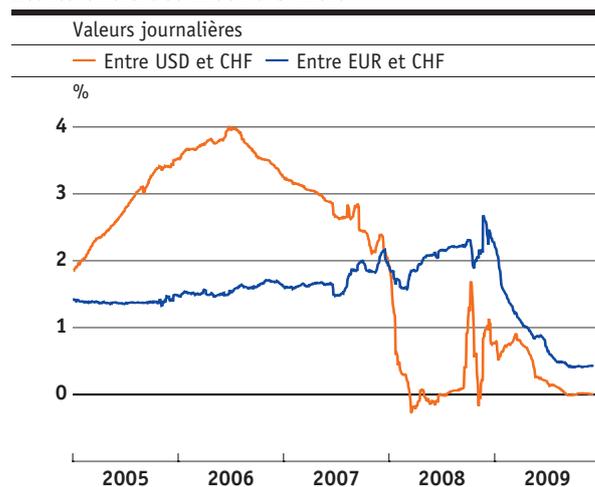
Quelle que soit leur notation, les emprunts des entreprises ont tous bénéficié, ces derniers trimestres, de l'amélioration des conditions appliquées aux crédits, mais également de celle des résultats des sociétés. Les achats par la BNS d'obligations émises en francs par des débiteurs du secteur privé ont sans doute contribué eux aussi à la

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



Source: BNS.

Graphique 3.4
Ecarts entre des Libor à 3 mois



Sources: Reuters et BNS.

détente. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre, les taux d'intérêt des emprunts d'entreprises n'ont toutefois fluctué que légèrement.

Nouvelle diminution des taux d'intérêt réels

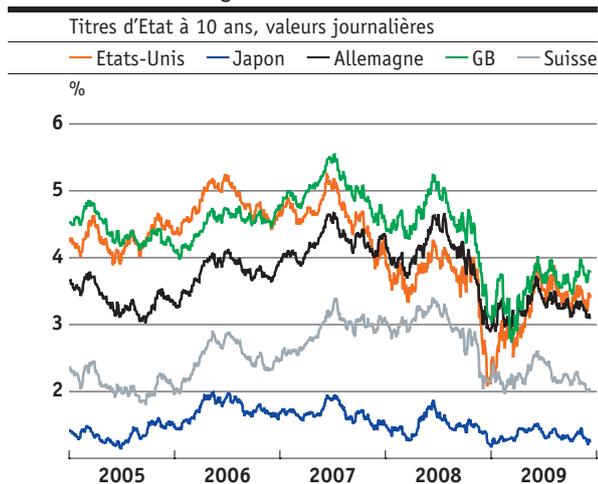
Le taux d'intérêt réel est une variable importante étant donné qu'il influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc crucial pour l'évolution future de la conjoncture. Le graphique 3.6 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel à trois 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 d'intérêt réel s'établissait à 0,1% au quatrième trimestre de 2009 et était légèrement inférieur à son niveau du trimestre précédent. Les taux réels sont à des niveaux historiquement très bas pour les durées moyennes. Il devrait en découler des effets stimulants sur l'économie.

3.2 Cours de change

Légère dépréciation du dollar

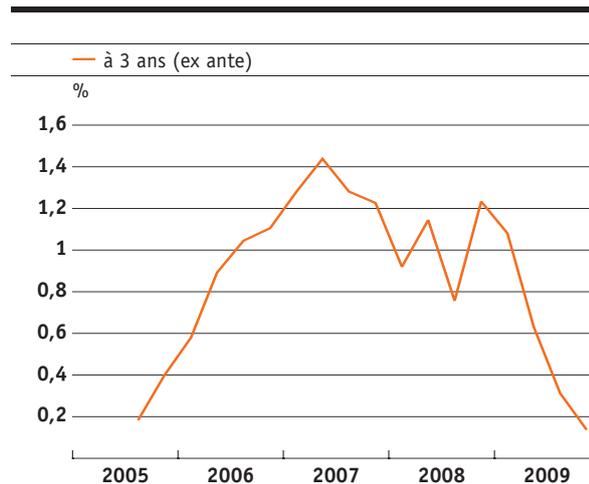
Au cours de la période considérée, les fluctuations sur les marchés des changes ont été relativement faibles par rapport à celles des trois trimestres qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers. A l'époque, les fluctuations au sein d'un trimestre avaient pris des amplitudes atteignant des pourcentages à deux chiffres. Depuis mi-septembre 2009, le dollar a cédé 1,1% face à l'euro. Mi-décembre, l'euro valait 1,48 dollar et était ainsi approximativement à son niveau d'août 2008, peu avant la faillite de Lehman Brothers. Ce cours est inférieur au niveau record de l'année 2008, soit 1,60, niveau qui avait été enregistré en juillet.

Graphique 3.5
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.6
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS.

Depuis mi-septembre, le franc s'est revalorisé de 1,4% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et de 0,3% par rapport à l'euro. Sa phase de fermeté face au dollar a commencé en mars 2009 déjà. Vis-à-vis de l'euro, le franc était, à la mi-décembre, approximativement à son niveau de mars 2009. Cette évolution est à considérer également dans le cadre des mesures non conventionnelles de la BNS, mesures qui visent notamment à éviter toute nouvelle revalorisation du franc face à l'euro.

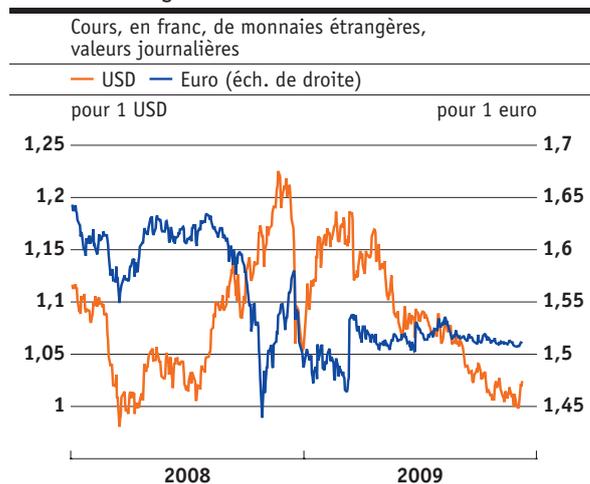
En termes nominaux, la valeur extérieure du franc, pondérée par le commerce extérieur, a encore augmenté depuis mi-septembre. Sa hausse, depuis l'éclatement de la crise financière en août 2007, atteint près de 11%. Les fluctuations des cours de change nominaux et les écarts entre les taux d'inflation des zones monétaires ont tendance à se compenser, de sorte que les relations de change restent stables en termes réels. Aussi la valeur extérieure du franc, pondérée par le commerce extérieur, a-t-elle été assez stable, en termes réels, depuis le milieu des années nonante. Elle a toutefois augmenté sensiblement, soit de 10%, depuis août 2007.

Conditions monétaires presque inchangées

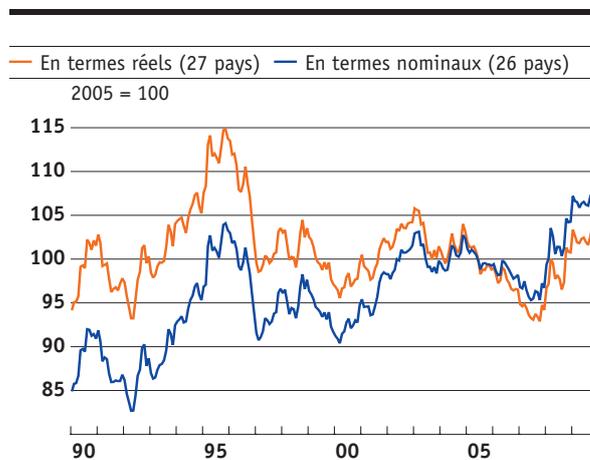
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Il est remis à zéro après chaque examen 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).

Avec une pondération des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par les exportations dans un rapport de trois pour un, les conditions monétaires étaient presque inchangées en Suisse, à la mi-décembre par rapport à celles découlant de l'examen de la situation économique et monétaire de septembre (graphique 3.9). Elles se sont entre-temps un peu durcies, du fait, en majeure partie, d'une légère revalorisation du franc consécutive à l'affaiblissement du dollar sur les marchés des changes.

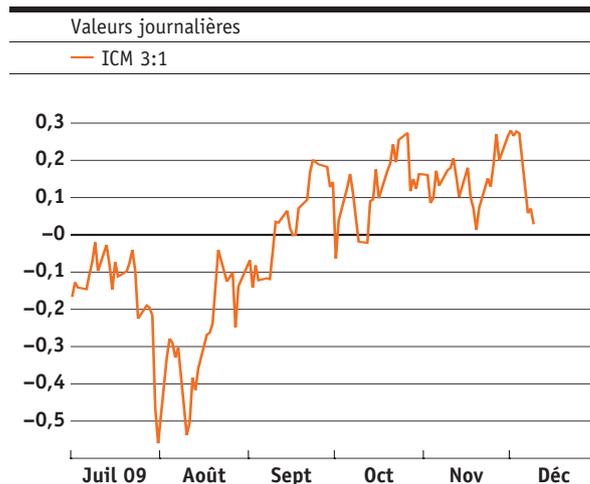
Graphique 3.7
Cours de change



Graphique 3.8
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Graphique 3.9
Indice nominal des conditions monétaires



Graphiques 3.7 et 3.9
Source: BNS.

Graphique 3.8
Source: BRI.

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, 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.

Stabilité sur les marchés des actions

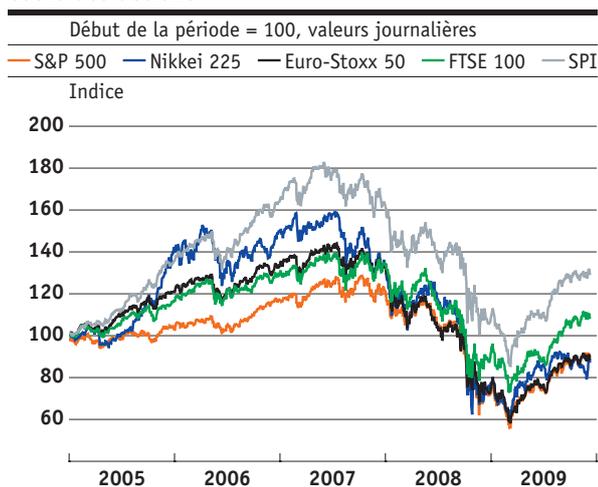
Sur les importants marchés des actions, les cours ont augmenté très faiblement ou n'ont pas varié du tout durant la période considérée. Ainsi, l'indice européen Euro-Stoxx 50 et le Swiss Performance Index (SPI) sont restés stables entre mi-septembre et mi-décembre, alors que l'indice américain S&P 500 a progressé de 2,2% dans le même temps.

Des incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture, une consommation peu soutenue et des craintes au sujet du chômage devraient peser sur les cours des actions. En outre, les inquiétudes causées par l'évolution de la situation à Dubaï ont influé négativement sur les cours des actions.

Les différentes composantes du SPI considérées en fonction de la taille des entreprises font apparaître de sensibles différences. Les cours des titres des grandes entreprises se sont accrus, alors que ceux des petites entreprises ont diminué (-4,8%). En particulier, les cours des actions des prestataires de services financiers ont perdu beaucoup de terrain (-13%). En revanche, ceux des actions des entreprises de la construction ont marqué une hausse (+6%).

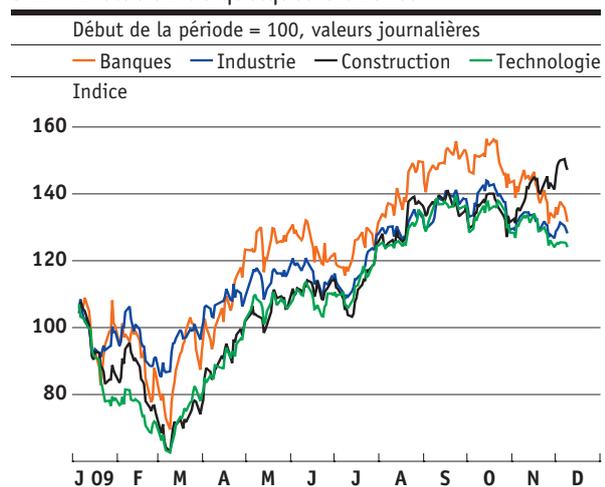
L'évolution qui a été observée ces derniers mois sur les marchés des actions incite à penser que les cours se sont rapprochés du niveau correspondant aux fondamentaux. Des résultats d'entreprises supérieurs aux attentes et des indicateurs économiques meilleurs que prévu ont conduit, au premier semestre de 2009, à une nouvelle et vaste évaluation des actions. L'adaptation à la hausse des bénéfices et des dividendes, tant effectifs qu'attendus, a eu des répercussions positives sur les cours des actions. Ainsi, pour les actions suisses, le rapport cours/bénéfices s'élevait à 17 à fin novembre, contre 13 au début de 2009. Sa moyenne à long terme (depuis 1980) est de 15,5.

Graphique 3.10
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.11
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

La volatilité des cours des actions est un indicateur de l'incertitude sur les marchés. Le graphique 3.12 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. Telle qu'elle ressort du VIX, la volatilité évolue en parallèle avec les cours des actions. Le VIX a fléchi jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2009, puis s'est maintenu à un niveau supérieur à 20.

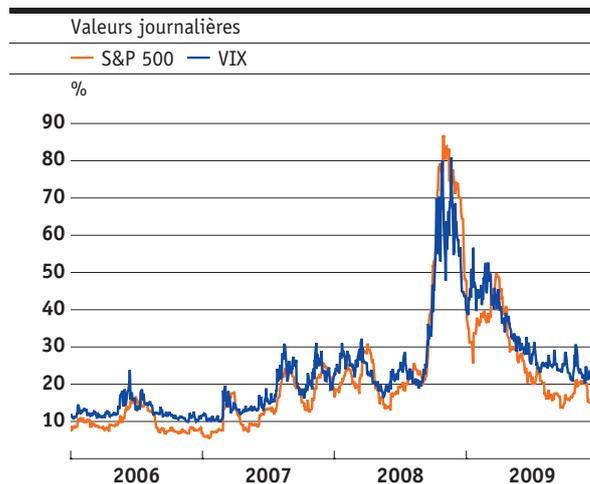
Hausse des prix des matières premières

Au contraire des cours des actions, les prix des matières premières ont sensiblement augmenté depuis la mi-septembre. Les agents énergétiques ont particulièrement renchéri. En dollars des Etats-Unis, le prix du baril de pétrole s'est accru de 8%, passant à 76 dollars à la mi-décembre. Mais les hausses ont été également fortes du côté des produits industriels (+11%) et de celui des céréales (+13%). Le prix de l'or a même atteint de nouveaux records. L'once d'or valait plus de 1 150 dollars à la mi-décembre.

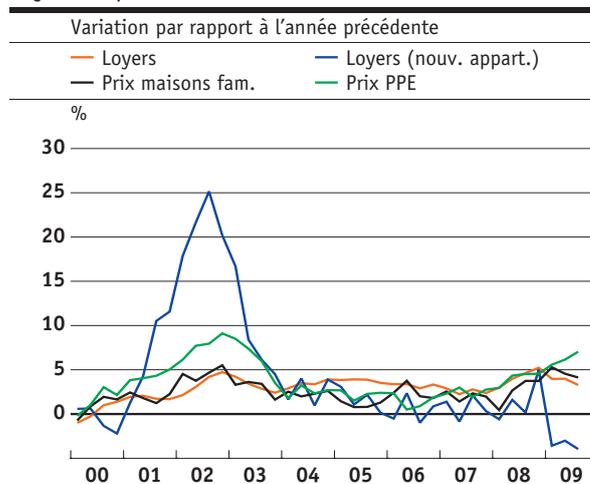
Evolution contrastée sur le marché de l'immobilier

Au troisième trimestre, les loyers et les prix n'ont pas évolué de façon homogène sur le marché de l'immobilier. Les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 6,8%, et ceux des maisons individuelles, de 4%. Les loyers des appartements – le marché suisse des logements est constitué en majorité d'appartements mis en location – ont augmenté plus modérément, soit de 3,2%. Les loyers des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont quant à eux diminué pour la troisième fois consécutive. Ils ont fléchi de 4% au troisième trimestre. En outre, les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont eux aussi diminué pour la troisième fois (-8,2% au troisième trimestre). En revanche, ceux des bureaux ont augmenté fortement (+6%).

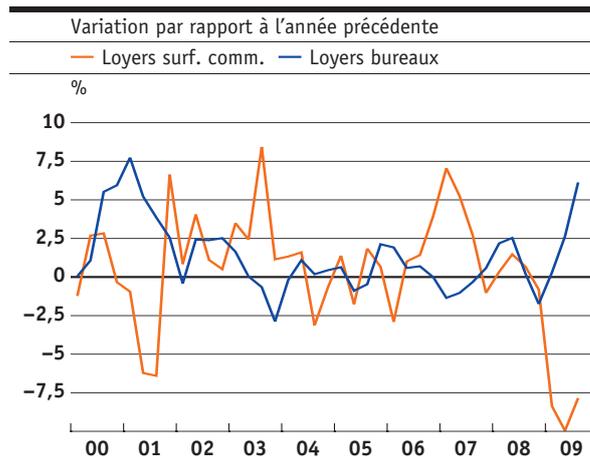
Graphique 3.12
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.13
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Graphique 3.14
Loyers en termes nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Graphique 3.12
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphiques 3.13 et 3.14
Source: Wüest & Partner.

3.4 Agrégats monétaires

Demande moins forte de monnaie centrale

Etant donné l'incertitude persistante, les banques et l'économie en général ont continué à vouloir détenir des liquidités abondantes. Comme précédemment, la BNS a mis de telles liquidités à disposition. La monnaie centrale, 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. Cet agrégat a augmenté vigoureusement, depuis le mois de septembre 2008, et atteint un niveau record en avril. Il s'est ensuite replié.

Avant la crise, le rapport entre les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS et les dépôts (à vue, à terme et d'épargne) du public était très stable, comme l'illustre le multiplicateur monétaire pour M3 (voir graphique 3.15). Ce multiplicateur correspond au quotient obtenu en divisant M3 par la monnaie centrale. Il montre que les banques peuvent, en accordant des crédits sur la base des disponibilités qu'elles détiennent, multiplier la quantité de monnaie dans le public. Depuis l'éclatement de la crise financière, les banques s'accordent moins de crédits entre elles et détiennent par précaution davantage de liquidités. Il en a découlé un fort recul du multiplicateur monétaire.

Tôt ou tard, le multiplicateur monétaire va se rapprocher de son niveau habituel. Sommairement, ce rapprochement peut s'opérer selon deux scénarios. Dans le premier, un cas de politique monétaire à éviter, le multiplicateur augmente, tandis que la

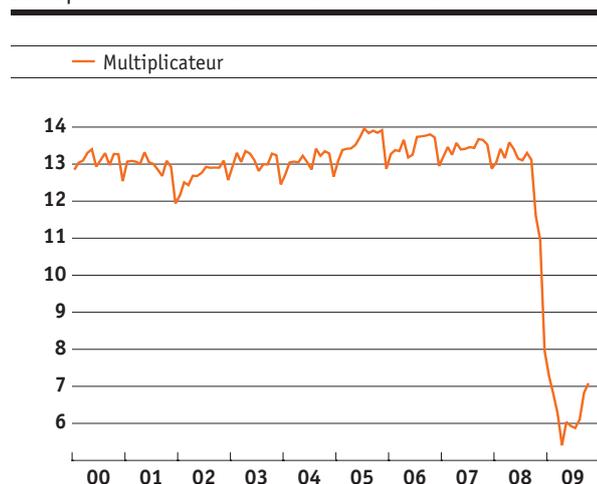
monnaie centrale reste inchangée. Les fortes liquidités détenues par les banques sont alors mises à la disposition du reste de l'économie par des octrois de crédits. D'où une expansion de M3 qui pourrait conduire avec le temps à une surchauffe inflationniste de l'économie. Si, en revanche, le multiplicateur 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. Il convient toutefois de relever que la monnaie centrale et M3 varient en général simultanément. Des deux agrégats, celui qui enregistre la variation la plus forte joue un rôle déterminant. La récente hausse du multiplicateur n'est pas inquiétante, sous l'angle de la politique monétaire, étant donné qu'elle est due principalement à un repli de la monnaie centrale et non à une création accrue de monnaie par les banques.

Expansion des autres agrégats monétaires

Les autres agrégats monétaires, soit M1, M2 et M3, n'ont dépassé leur niveau tendanciel que dans la période récente, mais ils sont depuis peu nettement au-dessus (voir graphique 3.16).

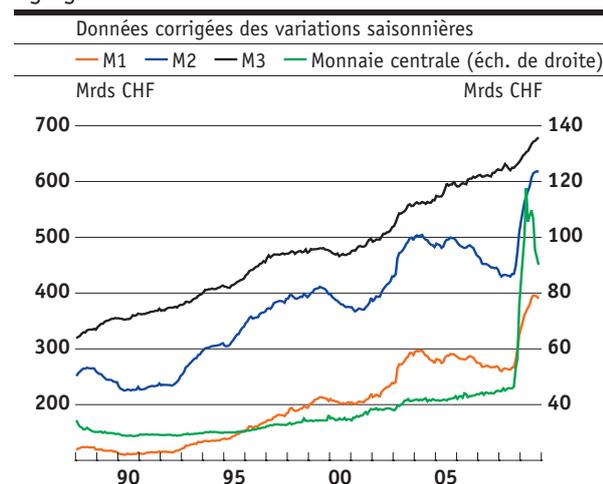
Tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont fortement augmenté dans les années 2003 à 2005, puis diminué jusqu'en été 2007 du fait de la hausse des taux d'intérêt. A partir de l'automne 2007, ces deux agrégats ont peu fluctué, ce qui concorde avec la phase de stabilité des taux d'intérêt à court terme. Après les récentes baisses de taux d'intérêt, M1 et M2 se sont remis

Graphique 3.15
Multiplicateur de la masse monétaire M3



Source: BNS.

Graphique 3.16
Agrégats monétaires



Source: BNS.

| | 2007 | 2008 | 2008 | | 2009 | | | 2009 | | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | Septembre | Octobre | Novembre |
| Monnaie centrale² | 44,2 | 49,6 | 45,3 | 61,7 | 92,9 | 110,2 | 103,0 | 94,3 | 91,9 | 89,4 |
| <i>Variation³</i> | 2,5 | 12,1 | 4,4 | 37,8 | 102,9 | 142,6 | 127,4 | 107,5 | 76,6 | 60,6 |
| M1² | 268,9 | 273,1 | 258,4 | 302,2 | 355,2 | 375,4 | 383,0 | 385,1 | 388,0 | 393,0 |
| <i>Variation³</i> | -4,8 | 1,5 | -1,1 | 12,5 | 33,3 | 41,5 | 48,2 | 47,7 | 40,7 | 30,2 |
| M2² | 450,5 | 443,1 | 423,8 | 475,8 | 554,9 | 586,4 | 599,5 | 603,2 | 608,9 | 616,5 |
| <i>Variation³</i> | -6,4 | -1,6 | -3,5 | 7,3 | 26,5 | 35,0 | 41,5 | 41,9 | 38,1 | 30,2 |
| M3² | 612,8 | 626,0 | 618,1 | 631,3 | 648,3 | 657,9 | 664,7 | 665,6 | 672,8 | 678,9 |
| <i>Variation³</i> | 2,1 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 3,7 | 4,5 | 7,5 | 7,7 | 7,6 | 7,6 |

1 Définition 1995.

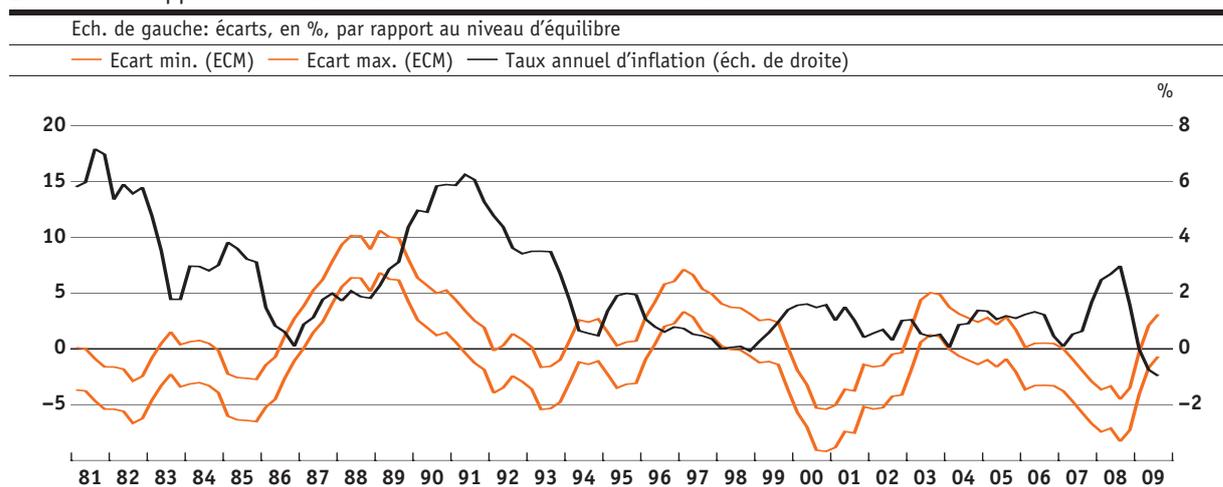
2 Niveau en milliards de francs.

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.

à croître vigoureusement. En novembre, ils dépassaient chacun de 30,2% leur niveau du mois correspondant de 2008. Quant à M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, il a augmenté de 7,6% entre novembre 2008 et le même mois de 2009 (voir tableau 3.1).

Taux d'inflation en hausse à moyen terme

Pour identifier 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 en pourcentage entre le niveau effectivement observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat indique un excédent de liquidités s'il est positif et 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 graphique montre que le déficit dans l'approvisionnement en monnaie s'est comblé au deuxième trimestre de 2009. Au troisième trimestre, la marge n'était pas encore pleinement au-dessus de la ligne zéro, mais la tendance va vers un excédent de monnaie, ce qui laisse présager des taux d'inflation plus élevés à moyen terme.

3.5 Crédits

La croissance annuelle des crédits bancaires a diminué, passant de 3,2% au deuxième trimestre à 3% au trimestre suivant (voir tableau 3.2). Son léger ralentissement a découlé en particulier des autres crédits qui, du fait de la conjoncture, ont reculé pour la deuxième fois consécutive. Le recul est dû principalement aux prêts en monnaies étrangères, les prêts en francs étant restés approximativement stables. Les créances hypothécaires, qui constituent les quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits bancaires, ont en revanche progressé à un rythme accru (+4,7%), étant donné le bas niveau des taux d'intérêt.

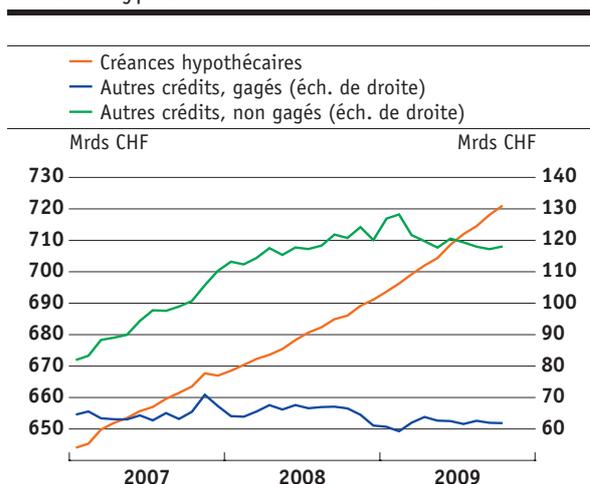
Au troisième trimestre, les crédits aux ménages dépassaient de plus de 20 milliards de francs (voir graphique 3.19) ou de 3,7% le niveau observé un an auparavant. Depuis le troisième trimestre de 2008, la croissance annuelle des créances hypothécaires sur les ménages s'est accélérée continuellement. Elle atteignait 5% au troisième

trimestre de 2009. Par contre, les autres crédits aux ménages ont fléchi de 13% en un an. L'évolution des dépenses de consommation se reflète dans ce recul. La part des autres crédits dans l'ensemble des prêts aux ménages est toutefois inférieure à 6%.

Dans la même période, les crédits aux entreprises privées ont augmenté de plus de 12 milliards de francs. Leur taux annuel de croissance a continué à diminuer, passant à 4,8% au troisième trimestre. Ce ralentissement est dû à un recul du taux annuel de progression des autres crédits. Ces derniers entrent pour 43% dans l'ensemble des crédits aux entreprises. En revanche, les créances hypothécaires sur les entreprises se sont accrues, au troisième trimestre, à un rythme qui n'avait plus été observé depuis l'année 1997.

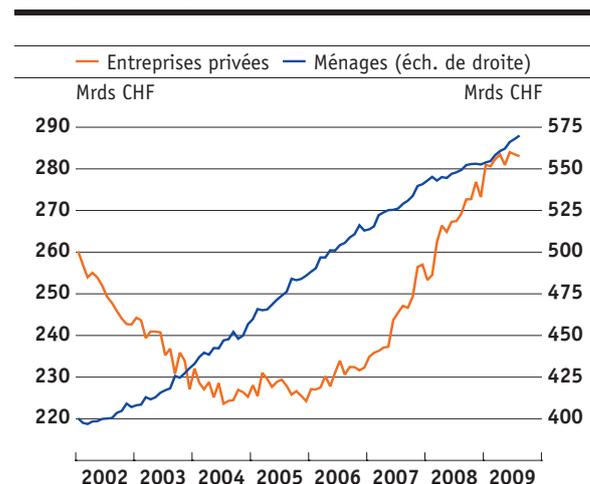
Bien que la progression des prêts bancaires ait marqué un ralentissement ces derniers trimestres, les données ne laissent pour le moment pas entrevoir une raréfaction des crédits. Tant les prêts aux ménages que les prêts aux entreprises atteignent actuellement des niveaux records.

Graphique 3.18
Créances hypothécaires et autres crédits



Source: BNS.

Graphique 3.19
Crédits bancaires



Source: BNS.

Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS.

4 Prédiction d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leur influence maximale sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. Publiée chaque trimestre, la prédiction d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs. La prédiction d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, d'influences exogènes. C'est pourquoi la BNS fonde sa

prédiction d'inflation en Suisse sur différents modèles dont plusieurs tiennent compte de l'environnement international. Le scénario envisagé pour la conjoncture internationale correspond à l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 présente les principales hypothèses de ce scénario qui ont été retenues pour les prévisions de septembre et de décembre 2009.

Reprise attendue à moyen terme

Alors que la prédiction de croissance pour le trimestre en cours est restée inchangée par rapport au trimestre précédent pour les Etats-Unis, elle a été légèrement révisée à la baisse pour l'Europe. Pour l'année en cours, on table sur un recul du PIB de 2,4% aux Etats-Unis et de 4% en Europe. Des taux de croissance positifs sont de nouveau attendus pour 2010, mais ils devraient rester relativement modestes en Europe (1,1%) en comparaison avec les Etats-Unis. A plus long terme, on s'attend par contre à ce qu'ils se rapprochent du potentiel de croissance, soit d'environ 3% aux Etats-Unis et de quelque 2% dans l'UE.

Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 77 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 75 dollars. Alors que les prix à la consommation restent vraisemblablement stables sur le plan mondial en 2009, une légère inflation, d'environ 1%, est prise comme hypothèse pour 2010 et 2011. Enfin, le cours de l'euro est fixé à 1,47 dollar pour toute la période sur laquelle porte la prédiction.

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

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

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

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

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

| Décembre 2009 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|--------------------|-------------------|
| PIB USA ¹ | -2,4 | 2,4 | 2,5 |
| PIB UE (à 15) ¹ | -4,0 | 1,1 | 2,1 |
| | | Court terme | Long terme |
| Cours de l'euro en dollar ² | | 1,47 | 1,47 |
| Prix du baril de pétrole en dollars ² | | 77 | 75 |
| Prix du baril de pétrole en francs suisses ³ | | 79 | 77 |

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

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 10 décembre 2009.

4 Niveau, cours du 17 septembre 2009.

Source: BNS.

4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire

Dans ses grandes lignes, l'appréciation de la situation conjoncturelle et monétaire reste identique à celle de septembre 2009. L'évolution conjoncturelle et financière récente correspond aux attentes de la Banque nationale. Les facteurs de risque demeurent importants. La Banque nationale maintient donc le cours expansionniste de sa politique monétaire.

Perspectives économiques internationales

Les signes de redressement de l'activité mondiale se sont renforcés dans la seconde partie de 2009. La poursuite de la normalisation des conditions sur les marchés interbancaires et financiers, d'une part, et les impulsions monétaires et budgétaires, d'autre part, ont favorisé une relance de la production, notamment dans le secteur manufacturier.

L'héritage de la crise reste toutefois lourd. Le rebond des derniers mois dépend largement de l'intervention du secteur public et ne repose pas encore sur des bases suffisamment solides. Sauf dans les pays émergents d'Asie, il n'a que partiellement compensé les pertes réalisées en 2008 et début 2009. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie reste généralement bas et l'accès au crédit bancaire difficile dans certains pays. De plus, tant la situation sur le marché du travail que la nécessité de reconstituer l'épargne pèsent sur les dépenses de consommation des ménages. Aussi la Banque nationale reste-t-elle d'avis que le retour à une situation d'équilibre au niveau mondial sera plus lent et incertain que cela est d'habitude le cas à l'issue d'une récession.

Perspectives économiques en Suisse

L'économie suisse est aussi sur le chemin de la reprise: le PIB suisse a retrouvé une croissance positive au troisième trimestre. La valeur ajoutée a toutefois poursuivi sa contraction dans le secteur manufacturier. Globalement, la demande de travail continue de se replier et le nombre de chômeurs est orienté à la hausse.

La Banque nationale table sur une reprise modérée à l'horizon 2010. La croissance de la consommation privée sera bridée par la faible progression des revenus des ménages.

Les exportations vont profiter d'un regain graduel de vigueur de la demande extérieure. Ceci

devrait permettre un redressement de la production dans le secteur manufacturier, redressement qui variera toutefois d'une branche à l'autre. Les entrées de commandes notamment dans l'industrie des biens d'équipement devraient continuer à souffrir de l'excédent de capacités au niveau international. En Suisse, la hausse de la production manufacturière ne sera pas non plus suffisante pour permettre une résorption des capacités de production excédentaires. Par conséquent, les investissements en équipements ne devraient pas connaître de reprise pendant plusieurs trimestres encore, et le nombre de places de travail pourrait diminuer dans le secteur manufacturier. La demande devrait par contre se stabiliser dans le secteur de la construction, où l'utilisation des capacités est actuellement plus que satisfaisante.

Pour l'ensemble de l'année 2010, la Banque nationale s'attend à une progression du PIB réel de 0,5% à 1%, après un recul de l'ordre de 1,5% en 2009.

Evolution du cadre monétaire et financier

Les conditions monétaires reflètent dans l'ensemble la politique expansionniste de la Banque nationale, en particulier si l'on considère les taux d'intérêt et les agrégats monétaires.

Le Libor se situe désormais au niveau visé depuis mars dernier, soit à 25 points de base, un taux qui peut être qualifié de plancher. L'impossibilité de viser un taux encore plus bas a conduit en mars dernier la Banque nationale à employer d'autres instruments pour relâcher les rênes monétaires autant que les circonstances l'exigeaient.

Les conditions monétaires sont devenues plus expansionnistes, notamment par le canal des taux d'intérêt. Les primes de crédit se sont effectivement repliées d'une manière continue depuis le début de l'année sur le marché des capitaux. Comme les rendements des obligations de la Confédération sont restés bas, les autres rendements à long terme ont eu tendance à baisser. Le financement des entreprises par l'emprunt sur le marché des capitaux est donc devenu meilleur marché. Les chiffres dont dispose la Banque nationale montrent de plus que le financement par le crédit bancaire est devenu lui aussi plus attrayant avec la baisse du Libor. Les taux d'intérêt sont même plus bas encore si on les évalue en termes réels, c'est-à-dire en tenant compte de l'évolution attendue du niveau des prix.

Le franc s'est légèrement apprécié en termes pondérés par le commerce extérieur, en raison de l'affaiblissement récent du dollar des Etats-Unis. Il est par contre resté stable face à l'euro, ce qui témoigne de l'efficacité de la politique monétaire menée depuis mars. Une appréciation du franc face à l'euro contrecarrerait l'assouplissement des conditions monétaires obtenu par le canal des taux d'intérêt. C'est pourquoi la Banque nationale s'opposera de manière résolue à une appréciation excessive du franc face à l'euro.

L'analyse des conditions monétaires en termes de prix peut induire en erreur lorsque le Libor a atteint un niveau plancher. L'analyse en termes de quantités – monnaie et crédit – revêt pour cette raison une importance particulière dans les circonstances actuelles.

La quantité de monnaie centrale a fortement augmenté dès octobre 2008, après que la crise financière est entrée dans une nouvelle phase à la suite de la faillite de Lehman Brothers. La Banque nationale a alimenté le marché interbancaire en liquidités suffisantes pour satisfaire à une demande grandissante dans un climat d'incertitude et pour prévenir de la sorte toute augmentation des taux sur le marché monétaire. Depuis, la demande de monnaie centrale à des fins de précaution a reculé, et la Banque nationale a réduit la liquidité en conséquence. Ainsi, la quantité de monnaie centrale a baissé de 28% par rapport à la valeur record atteinte en avril. Le niveau des avoirs en comptes de virement reste cependant presque dix fois plus élevé qu'avant la crise. De cette façon, la création monétaire risque de devenir excessive lorsque la confiance sera restaurée.

Les conditions monétaires ne doivent pas être jugées uniquement par rapport aux liquidités au sein du secteur bancaire, mais aussi en fonction de celles dont disposent les ménages et les entreprises, c'est-à-dire en fonction des agrégats monétaires. La croissance de M3, longtemps modérée, s'est accélérée pour atteindre 7,7%, en glissement annuel, au mois d'octobre. La croissance des agrégats M1 et M2 est également très forte. La signification de ces taux de croissance reste limitée, car les incertitudes de la crise ont renforcé la préférence du public pour la liquidité et les taux d'intérêt sont à des niveaux extrêmement bas. Il convient donc d'analyser également la transmission des impulsions monétaires à travers les crédits.

Les effets de la politique monétaire sont particulièrement visibles dans l'évolution des crédits hypothécaires. En effet, les crédits hypothécaires sont pour l'essentiel utilisés pour financer des projets immobiliers. Or, le rendement de ces investissements, qui de par leur nature sont de long terme, dépend fortement du niveau des taux d'intérêt. Cette relation s'est à nouveau confirmée: le rythme de croissance des crédits hypothécaires s'est mis à augmenter dès que la Banque nationale a baissé les taux d'intérêt. Alors que le taux de croissance avait atteint un minimum de 3,2% en novembre 2008, il s'est mis à croître de manière continue pour atteindre 5,1% en octobre 2009. Ce même mois, les autres crédits accordés en francs diminuaient de 0,3%, ce qui est normal lorsque l'activité économique est faible. Au total, les crédits accordés aux ménages et aux entreprises, petites et grandes, ont continué de progresser ces derniers mois, car la croissance des crédits hypothécaires a largement compensé le recul des autres crédits.

Selon la dernière enquête sur les conditions de crédit menée par la BNS auprès des banques (*Bank Lending Survey*), la phase de durcissement des conditions d'octroi de crédits pourrait arriver à son terme. La part des établissements indiquant un léger durcissement supplémentaire de leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises a très fortement baissé, passant de 40% lors de l'enquête du trimestre précédent à 3% ce trimestre. Les ménages semblent profiter de la même tendance, puisqu'aucune banque n'annonce de durcissement des conditions d'octroi de crédits aux ménages, alors que le trimestre précédent, 50% des banques annonçaient un durcissement légèrement accru des conditions pour les crédits non-hypothécaires et 20% pour les crédits hypothécaires octroyés aux ménages.

L'enquête indique également une stabilisation de la demande de crédits. La part des banques signalant une demande accrue d'hypothèques du côté des ménages est passée de 40% en début d'année à 10% actuellement.

La situation en Suisse est donc très différente de celle que l'on peut observer dans d'autres économies. Non seulement il n'y a pas de resserrement du crédit (*credit crunch*), mais une forte progression du volume des hypothèques a pu être observée. Des signes d'allègement des conditions d'octroi des crédits hypothécaires sont également apparus. La Banque nationale met en garde aussi bien les

banques que les entreprises et les ménages contre les risques que comporte un relâchement de la discipline dans le financement de l'immobilier.

Perspectives de renchérissement

La politique monétaire influence les perspectives de renchérissement à moyen et long terme. Par contre, les développements à court terme échappent pour l'essentiel à son contrôle. Les deux dernières années ont parfaitement illustré cet état de fait. Ainsi, l'inflation a atteint un pic de 3,1% en juillet 2008 pour plonger jusqu'à -1,2% en juillet de cette année. Cette évolution reflète les mouvements extrêmes du prix du pétrole, lequel a atteint 145 dollars le baril en juillet 2008, pour chuter ensuite à 35 dollars en décembre 2008. Le caractère temporaire des fluctuations de l'inflation a été correctement perçu, comme en témoignent les prévisions d'inflation passées de la BNS. En raison du temps qu'il faut à la politique monétaire pour produire ses effets, il aurait été inutile de tenter de s'opposer à ces mouvements.

L'évolution de l'inflation dans un avenir proche restera largement prédéterminée par les mouvements récents du prix du pétrole et par les effets de base qui en découlent. L'inflation redeviendra positive dès la fin de cette année. Il s'agit là en grande partie d'un effet de base lié au minimum de 35 dollars le baril atteint en décembre 2008 par le prix du pétrole. L'inflation aura tendance à décroître par la suite, malgré la reprise de la croissance. En effet, le niveau de l'activité écono-

mique reste faible et ne regagnera son niveau normal que progressivement. L'inflation restera cependant positive tout au long de l'année 2010. En supposant que la politique monétaire de la Banque nationale reste inchangée, la nouvelle prévision montre que l'inflation se remettra à croître dès le début de 2011, pour atteindre 2% au premier semestre de 2012. Le cours expansionniste ne pourra pas être maintenu indéfiniment sans risques inflationnistes.

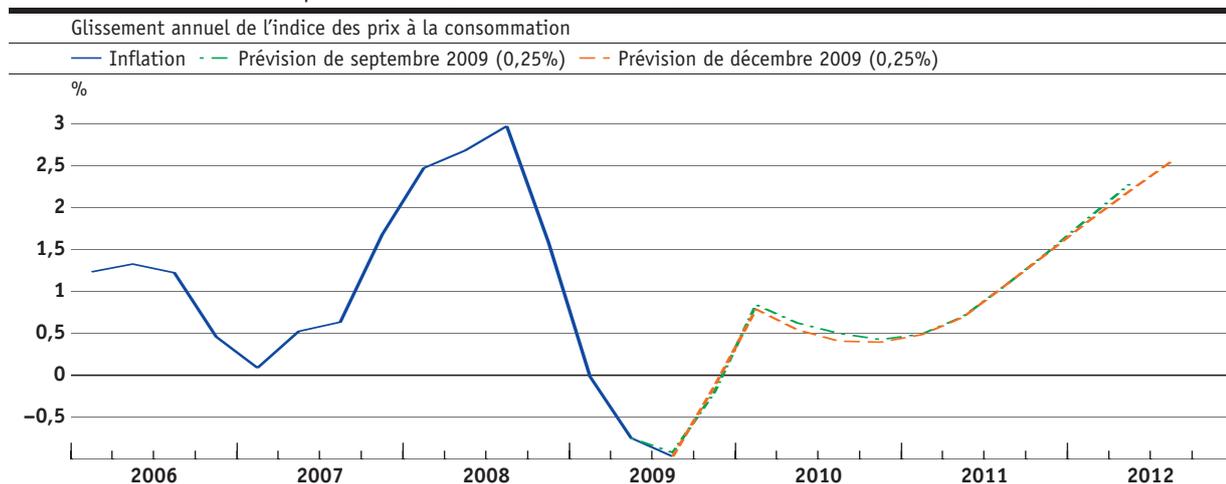
La prévision d'inflation est encore grevée d'incertitudes importantes. L'évolution de l'économie internationale pourrait être plus défavorable que celle esquissée au début du présent chapitre. La crise financière pourrait se manifester à nouveau.

La décision de politique monétaire

Les perspectives d'inflation n'ont pas changé depuis l'examen de septembre. Elles confirment que la politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue durant les trois prochaines années sans menacer à terme la stabilité des prix. Une correction rapide de la politique monétaire serait toutefois prématurée, car la prévision d'inflation reste exposée à des risques baissiers. Si ces risques devaient se concrétiser, le danger d'une déflation pourrait resurgir. Ces incertitudes concernent aussi bien la conjoncture mondiale que le degré de rétablissement du secteur financier. Ces différents facteurs incitant la Banque nationale à la prudence, celle-ci laisse pour l'instant inchangé le cap de sa politique monétaire.

Graphique 4.1

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



Source: BNS.

Inflation observée (décembre 2009)

Tableau 4.2

| | 2006 | | | | 2007 | | | | 2008 | | | | 2009 | | | | 2006 | 2007 | 2008 | | |
|-----------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------|------|------|-----|-----|
| | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | | | | | |
| Inflation | 1,23 | 1,33 | 1,22 | 0,46 | 0,09 | 0,52 | 0,63 | 1,68 | 2,47 | 2,68 | 2,97 | 1,58 | -0,02 | -0,75 | -0,97 | | | | 1,1 | 0,7 | 2,4 |

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

| | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | | 2012 | | | | 2009 | 2010 | 2011 | | |
|--|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------|------|------|-----|-----|
| | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | | | | | |
| 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 |
| Prédiction de déc. 2009, Libor à 0,25% | | | | -0,13 | 0,79 | 0,54 | 0,41 | 0,40 | 0,48 | 0,69 | 1,07 | 1,45 | 1,84 | 2,20 | 2,55 | | | | -0,5 | 0,5 | 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 décembre 2009

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois d'octobre et de novembre 2009, sont résumés ci-après.

Résumé

Les délégués aux relations avec l'économie régionale ont mené, en octobre et en novembre, des entretiens avec quelque 180 représentants de diverses branches économiques. L'image qui s'en est dégagée est celle d'une conjoncture qui redémarre progressivement. Les premiers signes, généralement encore faibles, d'un revirement de tendance dans certains pans de l'industrie d'exportation se sont confirmés et intensifiés. Lors du précédent cycle d'entretiens, ces signes étaient déjà perceptibles. De plus, les attentes qui s'étaient alors exprimées ont été largement dépassées. Ces évolutions positives n'incitent toutefois pas à l'euphorie. Le chômage a continué à augmenter, et les capacités de production sont en partie restées fortement sous-utilisées dans de nombreux domaines de l'économie.

La plupart des interlocuteurs ont estimé que l'année 2010 sera difficile. Pour la première fois depuis longtemps, ils sont un peu plus nombreux à tabler sur une hausse plutôt que sur un recul du chiffre d'affaires au cours des prochains mois. Toutefois, nombreux sont ceux qui prévoient une nouvelle baisse des effectifs, et les attentes concernant les prix de vente ont elles aussi tendance à fléchir.

La faible demande demeure la principale cause de préoccupation. La pression sur les marges et la situation bénéficiaire ont été fréquemment évoquées, de même que la faiblesse du dollar dans le domaine des cours de change. En revanche, la politique des banques en matière de crédit n'a guère donné matière à discussion. La crainte, largement répandue au début de la récession, de voir la crise financière déboucher sur un resserrement du crédit ne s'est pas confirmée.

1 Production

Industrie

Par rapport au mois d'août, le nombre de représentants de l'industrie ayant évoqué une reprise de la demande a sensiblement augmenté. Ils ont attribué cette reprise avant tout à la reconstitution partielle des stocks, qui s'étaient auparavant fortement réduits, ainsi qu'aux programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics dans plusieurs pays. La demande en provenance d'Asie, en particulier de la Chine, a montré du dynamisme. Une évolution similaire a été observée en Amérique latine, notamment au Brésil et au Mexique. Quant à la demande émanant des Etats-Unis et d'Europe, elle est restée modeste. Dans le cas des Etats-Unis, la faiblesse du dollar américain, qui a renchéri les exportations suisses, a joué un rôle.

Des différences parfois considérables peuvent être observées entre les diverses branches de l'industrie. Au mois d'août déjà, plusieurs entreprises en tête du cycle conjoncturel s'étaient montrées confiantes. Ces entreprises – principalement de la chimie et de l'industrie des matières plastiques – ont confirmé le revirement de tendance et signalé, en octobre et en novembre, une croissance positive tant du côté de la production que de celui des chiffres d'affaires. De surcroît, des signaux positifs ont émané également d'autres branches, au nombre desquelles figurent l'industrie énergétique et certains pans de l'industrie des machines. Bien que le tableau se soit dans l'ensemble éclairci, le climat est resté morose dans de vastes domaines de l'industrie. Dans l'horlogerie et dans l'industrie des machines, les réserves de travail étaient toujours en partie très inférieures au niveau enregistré un an auparavant. De plus, dans de nombreuses entreprises, le taux d'utilisation des capacités de production est resté à un bas niveau, bien que ces capacités aient été réduites.

Les interlocuteurs de l'industrie tablent en général sur une lente reprise. Un revirement de tendance ne devrait de toute façon pas intervenir avant 2010 dans les entreprises qui ressentent avec un plus grand décalage l'évolution de la conjoncture, notamment dans celles de l'industrie des machines qui fabriquent des biens d'équipement. Dans les autres branches de l'industrie également, la plupart des interlocuteurs estiment que la production ne retrouvera pas rapidement son niveau d'avant la récession. En outre, certains ont émis des doutes

quant à la solidité de la récente reprise de la demande. Le cycle des stocks et les programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics – deux mesures qui ont stimulé la demande – prendront fin dans un proche avenir. De plus, dans de nombreux domaines, la demande est encore trop faible pour que l'on puisse de nouveau envisager une perspective à long terme et, anticipant une reprise de la conjoncture, prendre ses dispositions et investir.

Services

Dans l'hôtellerie et la restauration, les attentes, qui avaient été revues à la baisse après une évolution modérée au début de l'été, ont été largement dépassées. La demande a certes nettement fléchi en un an, mais son recul n'a pas été aussi marqué que d'aucuns le craignaient. En outre, les hôtes suisses ont en partie compensé la diminution du nombre d'hôtes étrangers dans la plupart des régions. Dans les exploitations axées sur les voyages d'affaires ainsi que sur les séminaires et congrès, le taux d'occupation est resté faible en dépit de quelques signaux positifs. Une évolution similaire a été généralement observée du côté des hôtels de catégorie supérieure, alors que les hôtels de catégorie moyenne, bénéficiant de la prise de conscience accrue des coûts par les clients, n'ont souvent enregistré que de faibles baisses de fréquentation. A l'époque des entretiens (octobre et novembre), les réservations pour la saison d'hiver s'inscrivaient la plupart du temps à un bas niveau, mais les interlocuteurs des stations de ski ont signalé que les hôtes ont de plus en plus tendance à planifier et à réserver à court terme.

Les représentants du commerce de détail ont pour la plupart fait état d'une stagnation. D'une entreprise à l'autre, la situation pouvait cependant diverger fortement du fait en particulier que les consommateurs sont plus sensibles aux prix pratiqués, d'où des transferts de chiffres d'affaires entre fournisseurs et produits de différentes gammes de prix. La demande d'articles de sport et de loisirs est restée en général soutenue, à l'instar de celle de produits alimentaires, qui est peu sensible aux fluctuations de la conjoncture. Dans les secteurs de l'habillement, de la chaussure, de l'ameublement et des appareils électroniques, la demande a par contre fléchi. Les attentes pour ce qui a trait aux ventes durant la période de Noël étaient plutôt mitigées, et le commerce de détail nourrissait certaines inquiétudes en ce qui concerne l'année 2010.

Il redoutait en particulier les effets négatifs que la nouvelle hausse du chômage, à laquelle il s'attend, pourrait avoir sur le climat de consommation.

Les entretiens menés avec d'autres prestataires de services du domaine de la consommation et des entreprises ont donné un tableau mitigé. Ainsi, les prestataires de services informatiques, la branche des voyages et l'industrie des transports ont enregistré, dans des proportions inégales, des chiffres d'affaires parfois sensiblement inférieurs à ceux de la période correspondante de 2008. Dans ce segment, la plupart des entreprises interrogées s'attendent, pour les prochains mois, à des chiffres d'affaires en stagnation ou en légère hausse.

Comme cela avait déjà été le cas au mois d'août, les jugements des interlocuteurs du secteur bancaire étaient nettement plus positifs qu'au printemps. Les banques ont bénéficié principalement de l'évolution favorable des Bourses. Dans le domaine des crédits, la demande de prêts hypothécaires des particuliers est restée forte, alors que la demande de crédits des entreprises a fléchi. Presque toutes les banques ont signalé une concurrence très vive, d'où des pressions sur les marges dans les crédits. Pour 2010, les attentes sont majoritairement modérées. Les banques prennent des dispositions pour faire face à un accroissement des créances douteuses et ont par conséquent augmenté leurs provisions. Du côté de la gestion de fortune également, elles tablent sur une évolution mouvementée.

Construction

Dans la construction, les interlocuteurs se sont généralement montrés positifs en ce qui concerne la marche des affaires, du fait surtout de la réserve de travail, dont le niveau était jugé globalement satisfaisant. La construction d'immeubles industriels et artisanaux a certes continué à évoluer faiblement, quand bien même certains signaux étaient positifs, mais la situation est restée bonne tant du côté du génie civil que de celui de la construction de logements. Pour les prochains mois, la plupart des interlocuteurs tablent sur un chiffre d'affaires largement inchangé. Dans l'ensemble, la construction continue à bénéficier des taux d'intérêt bas, des mesures adoptées par l'Etat pour soutenir la conjoncture, d'un solde migratoire certes inférieur à ce qui était observé un an auparavant, mais toujours positif, ainsi que du désir de nombreux propriétaires immobiliers de recourir

à des mesures de protection de l'environnement et d'économies d'énergie.

2 Marché du travail

Face à la récession, la plupart des entreprises interrogées ont réagi en prenant des mesures pour réduire les coûts. Elles ont ainsi recouru, dès le début, aux fluctuations naturelles de personnel pour diminuer leurs effectifs. Un grand nombre d'entreprises – dans l'industrie et, dans une moindre mesure, dans les services – ont en outre introduit le chômage partiel. Depuis le printemps, on a observé également une augmentation des licenciements. Le tableau s'est toutefois modifié, ces deux ou trois derniers mois, en ce sens que maintes entreprises qui avaient introduit le chômage partiel l'ont réduit, voire supprimé. Il ressort de nombreux entretiens qu'on ne peut pas encore parler d'un revirement de tendance sur le marché du travail. La plupart des interlocuteurs ont estimé que la reprise était encore fragile et n'ont guère prévu de renforcer leurs effectifs dans un proche avenir. Ils veulent en outre majoritairement s'en tenir à une politique consistant à utiliser les fluctuations naturelles afin de réduire les effectifs. Actuellement, beaucoup reconsidèrent encore leur stratégie et cherchent à déterminer quel sera le niveau de la production à moyen terme. Dans quelques cas, un redimensionnement et, partant, une réduction des effectifs pourraient s'imposer.

3 Conditions de crédit

La crainte qui régnait, au début de la récession, de voir la crise financière déboucher sur un resserrement du crédit ne s'est pas confirmée jusqu'ici. Même en octobre et en novembre, les interlocuteurs du secteur non bancaire n'ont guère évoqué un tel resserrement. Les banques se montrent généralement arrangeantes et répercutent leurs coûts de refinancement qui sont très favorables. Mais les primes de risque sur les crédits bancaires ont apparemment augmenté du fait de la dégradation des chiffres repères sur le plan financier.

Les banques ont confirmé cette impression. Les primes de risque ont été effectivement relevées et, surtout, différenciées plus fortement en fonction de la situation propre à chaque entreprise. Les

banques interrogées estiment que la quasi-stagnation des crédits aux entreprises, voire le recul de ces crédits, traduit surtout un affaiblissement des investissements opérés par les entreprises. Pour 2010, elles tablent sur une augmentation des créances douteuses du fait de la détérioration de la situation bénéficiaire de nombreuses entreprises.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

Les interlocuteurs de toutes les branches ont signalé des pressions à la baisse, parfois fortes, sur les marges et une détérioration de la situation bénéficiaire des entreprises. Ils attribuent généralement cette évolution à la sous-utilisation des capacités dans les exploitations et même au niveau des branches. D'un côté, le repli de la demande peut, du fait d'importants blocs de coûts fixes, entraîner une hausse des coûts moyens de production. De l'autre, étant donné les surcapacités au niveau mondial, il est difficile, voire impossible pour les entreprises de répercuter les hausses de coûts sur les prix de vente. Comme précédemment, les interlocuteurs qui se préparent à une baisse des prix de vente sont plus nombreux que ceux qui tablent sur un relèvement de ces prix. Cela vaut non seulement pour l'industrie et la construction, mais aussi pour les services. Les interlocuteurs s'attendent par conséquent en majorité à ce que les

marges continuent à se réduire fortement, ce qui contribue à accroître l'inquiétude au sujet des liquidités, mais aussi l'incertitude généralisée des entreprises.

Les entreprises ont réagi très rapidement à la détérioration de leur situation bénéficiaire et ont géré leurs coûts avec plus de rigueur. Il ressort des entretiens avec des représentants de toutes les branches que les entreprises entendent maintenir ces mesures d'économies. La marge de manœuvre pour de nouvelles mesures en matière de réduction des coûts est toutefois considérée comme étroite, à moins de recourir à des licenciements ou à des baisses de salaires.

Interrogés sur l'évolution des salaires, la plupart des interlocuteurs ont parlé d'adaptations comprises entre 0 et 1%. En cas de diminution de l'emploi, il en résulterait une stagnation ou un léger recul des salaires en termes nominaux. Quelques interlocuteurs ont mentionné que leurs entreprises avaient même examiné l'éventualité de procéder à des baisses de salaires. La plupart y ont toutefois renoncé par crainte de répercussions négatives sur la motivation du personnel.

Les interlocuteurs de l'industrie d'exportation se sont déclarés majoritairement satisfaits d'une relation de change de plus de 1,50 franc pour un euro. Les cours du dollar des Etats-Unis et de la livre sterling, fréquemment qualifiés de trop bas, les préoccupent davantage.

SNB Working Papers et SNB Economic Studies: résumés

Explaining house price fluctuations

Christian Hott

Working Paper 2009-5

Cette étude développe un modèle pour le calcul de la valeur intrinsèque de biens immobiliers et adapte ce modèle aux marchés de l'immobilier de six pays différents. Il ressort des résultats obtenus que dans ces pays, les fluctuations des prix effectifs des biens immobiliers dépassent celles justifiées par les fondamentaux. Ce phénomène est très difficile à expliquer avec les modèles courants reposant sur des agents rationnels. C'est pourquoi la présente étude intègre différentes attentes de ces agents rationnels dans le modèle de base relatif aux prix de l'immobilier. Dans cet ordre d'idées, l'auteur démontre que la prise en compte d'aspects comportementaux comme l'instinct grégaire, la spéculation et le *momentum trading* peuvent permettre d'expliquer les fluctuations effectives des prix de l'immobilier. Le comportement grégaire semble être la meilleure explication de la bulle immobilière qui a touché la Suisse et le Royaume-Uni vers 1990. Par contre, la bulle observée au Japon en 1990 et la récente augmentation des prix au Royaume-Uni et aux Etats-Unis s'expliquent par la spéculation.

Capacity utilisation, constraints and price adjustments under the microscope

Sarah M. Lein¹ et Eva Köberl

Working Paper 2009-6

Dans la présente étude, les auteurs analysent le lien entre l'utilisation des capacités de production, les contraintes sur l'ajustement de la capacité et le comportement adopté par les entreprises industrielles en matière de fixation des prix en Suisse. Pour ce faire, elles se basent sur des données comportant des informations en rapport avec ces différentes variables au niveau de l'entreprise. En théorie, les restrictions de capacité peuvent conduire au fait que les entreprises n'arrivent pas à adapter leur production à court terme face à une demande croissante et qu'elles répondent à ce renforcement de la demande par une hausse des prix. Les estimations empiriques des auteurs confirment cette hypothèse. La probabilité d'une majoration des prix est de six à dix pour cent plus élevée pour les entreprises indiquant ne pas pouvoir accroître leur production par manque de capacité que pour celles ne présentant pas de problèmes de capacité. En outre, les entreprises ont également tendance à baisser leurs prix lorsque la demande à court terme est inférieure à l'offre. Du point de vue macroéconomique, il découle de ces observations que la courbe de Phillips affiche une forme plutôt convexe pendant les périodes de demande excédentaire et plutôt concave lors des périodes d'offre excédentaire.

¹ Pour cette étude, Sarah M. Lein a obtenu le prix SSES Young Economist Award 2009 de la Société suisse d'économie et de statistique.

Optimal central counterparty risk management

Philipp Haene et Andy Sturm
Working Paper 2009-7

Les contreparties centrales sont un élément-clé de l'infrastructure des marchés financiers. Lors de la conclusion d'une opération financière, la contrepartie centrale se place entre les participants impliqués dans l'opération, devenant acheteuse pour chaque vendeur et vendeuse pour chaque acheteur. Elle se charge des engagements pris et assure leur règlement.

Les contreparties centrales ont besoin de moyens financiers pour se protéger des pertes subies en cas de défaillance d'un participant et pour limiter les risques systémiques. En général, ces moyens financiers sont constitués d'exigences de marge propres à chaque participant et de contributions à un fond collectif contre le risque de défaut (*default fund*).

Les auteurs analysent la manière dont différents facteurs influent sur la combinaison optimale entre les exigences de marge et les contributions au fonds. Ces facteurs incluent les coûts inhérents aux garanties, la probabilité de défaillance des participants et le rôle joué par les incitations à la réduction des risques, incitations découlant des exigences de marge. Étant donné l'importance croissante des contreparties centrales sur les marchés financiers et eu égard à la stabilité financière, ces considérations sont décisives non seulement pour les contreparties centrales elles-mêmes, mais aussi pour les instances de réglementation des marchés financiers.

Banks and real estate prices

Christian Hott
Working Paper 2009-8

La volonté des banques d'octroyer un financement pour les achats de biens immobiliers dépend de la solvabilité des emprunteurs. Celle-ci est notamment liée à l'évolution des prix de l'immobilier, qui sont à leur tour soumis à la demande de biens immobiliers, elle-même influencée par la volonté des banques d'accorder un financement correspondant. L'auteur du présent article développe un modèle théorique qui expose cette relation circulaire. À l'aide de ce modèle, il montre comment les attentes irrationnelles des banques peuvent générer des cycles immobilier et de crédit. L'auteur étudie plus précisément les effets de trois types de formations d'anticipations sur le comportement des banques en matière de prêts, sur les prix de l'immobilier et sur les pertes sur prêt des banques. Cet article montre également que les banques réalisent des bénéfices supérieurs à la moyenne dans la phase ascendante du cycle immobilier, mais subissent des pertes importantes en cas de repli du marché.

Bank capital buffer and risk adjustment decisions

Terhi Jokipii et Alistair Milne
Working Paper 2009-9

Le présent document a pour but d'analyser la relation entre l'ajustement à court terme du capital et l'ajustement à court terme de la prise de risque. Pour ce faire, les auteurs établissent, pour une période allant de 1986 à 2008, un panel non cylindré (*unbalanced panel*) des bilans de holdings bancaires et de banques commerciales cotés en bourse et établis aux États-Unis. Se basant sur le fait que d'ordinaire, les banques gèrent leurs réserves servant d'amortisseurs en tenant essentiellement compte du risque de défaillance et qu'en même temps, la prise de risque dépend de l'importance de ces réserves, c'est-à-dire de l'excédent par rapport au niveau minimal requis, les auteurs constatent qu'il existe une interaction positive. Ils démontrent en outre que l'ajustement à court terme du capital et de la prise de risque ainsi que la rapidité avec laquelle les banques procèdent à des ajustements pour atteindre leur niveau optimal de capital dépendent du volume de capital qui dépasse le niveau minimal requis. Les auteurs examinent également l'évolution temporelle du rapport entre l'ajustement du capital et l'ajustement de la prise de risque, rapport qui se révèle cyclique: il était négatif après la crise de 1991/92 et positif avant 1991 et après 1997.

Bounded love of variety and patterns of trade

Philip Sauré
Working Paper 2009-10

Les données récentes afférentes au commerce permettent de dégager les quatre caractéristiques suivantes: 1° les pays n'importent qu'une faible part des variétés commercialisables; 2° le nombre de variétés importées est positivement corrélé au revenu par habitant; 3° le volume du commerce est positivement corrélé au revenu par habitant; 4° le volume global du commerce affiche une croissance nettement plus rapide que la production. Les théories courantes ne parviennent pas à expliquer simultanément ces quatre caractéristiques. La nouvelle théorie du commerce international (*new trade theory*), par contre, permet de le faire – comme le montre l'auteur dans le présent document –, en partant toutefois de l'hypothèse que l'utilité marginale des variétés pour les consommateurs est limitée. Il découle de cette hypothèse que la consommation porte uniquement sur la part bon marché de toutes les variétés et exclut les variétés étrangères acheminées à grands frais. Le progrès technologique accroît le revenu par habitant et ainsi la consommation des variétés retenues, de sorte que l'utilité marginale de ces dernières s'amoinde. Par conséquent, les consommateurs se mettent à acheter des variétés plus chères produites dans des régions plus éloignées, faisant grossir le volume du commerce. L'augmentation de la productivité influe donc simultanément sur le revenu par habitant, le volume du commerce et le nombre de variétés importées.

Banking and transparency: is more information always better?

Nicole Allenspach
Working Paper 2009-11

A la suite des récentes turbulences sur les marchés financiers, un regain d'intérêt s'est manifesté pour une transparence accrue dans le secteur bancaire. En effet, les établissements financiers se sont vus reprocher à plusieurs reprises pendant la crise de ne pas avoir publié toutes les informations pertinentes. Toutefois, les conséquences effectives d'une telle transparence sur le système bancaire sont peut-être moins évidentes qu'on ne le prétend souvent. Cette étude contribue au débat en montrant que la transparence peut également entraîner des effets néfastes. D'après le modèle retenu, si la transparence dépasse un certain niveau, elle peut entraîner la liquidation inefficace d'une banque. La raison tient à la nature même du contrat de dépôt classique: contrairement au potentiel de rendement d'une banque, celui d'un investisseur est plafonné (versement des intérêts fixes). S'ils risquent de perdre leur dépôt, les investisseurs préféreront le retirer sans tenir compte des éventuels bénéfices que la banque pourrait dégager à l'avenir. Le législateur est donc confronté à un conflit d'intérêts: une transparence accrue pourrait certes limiter la propension des banques à prendre des risques excessifs, mais elle pourrait également accentuer la menace de ruée inefficace sur les guichets.

Effects of trade on female labour force participation

Philip Sauré et Hosny Zoabi
Working Paper 2009-12

L'expansion ou la contraction de secteurs ayant une forte proportion de main-d'œuvre féminine devrait affecter la participation des femmes au marché du travail. Les auteurs de cet article démontrent à l'aide d'un modèle que cette participation diminue lorsque le commerce international et la spécialisation engendrent l'essor de secteurs employant beaucoup de femmes, et inversement. Cet effet s'explique par le fait que la croissance de ces secteurs est liée à la contraction d'autres branches, qui elle-même pousse les hommes à rechercher du travail dans les secteurs en expansion, où ils se substituent progressivement aux femmes. Ainsi, un pays qui exporte des biens produits par le travail des femmes remplace en fait ces dernières par des hommes. Les auteurs montrent l'existence d'un mécanisme similaire lorsque l'évolution technologique entraîne une progression des secteurs à forte main-d'œuvre féminine. Leur hypothèse théorique est testée à l'aide de données empiriques relatives à l'Accord de libre échange nord-américain (ALÉNA) conclu entre les États-Unis et le Mexique.

Productivity and economic growth in Switzerland 1991–2005

Barbara Rudolf et Mathias Zurlinden

Working Paper 2009-13

Cet article analyse les sources de la croissance économique en Suisse dans la période allant de 1991 à 2005. Les résultats indiquent que le travail et le capital en tant que facteurs de production ont contribué respectivement à raison de 0,57 et de 0,45 point de pourcentage à la croissance annuelle moyenne du PIB, qui était de 1,28% durant cette période. La fraction restante (0,25 point) correspond à la croissance de la productivité multifactorielle. Du côté de l'intrant en capital, l'analyse montre que sa croissance peut être attribuée à raison de 84% à l'augmentation du stock de capital et à raison de 16% à l'évolution de la qualité du capital (c'est-à-dire aux changements dans la composition du stock). Du côté de l'intrant en travail, l'analyse fait ressortir que 13% de sa croissance peuvent être attribués à l'augmentation du nombre d'heures de travail, et pas moins de 87%, à l'évolution de la qualité du travail. La croissance estimée de la productivité multifactorielle est plus faible que dans des études antérieures, du fait que la mesure de l'intrant en travail utilisée dans cet article tient compte de l'évolution de la qualité du travail (c'est-à-dire du capital humain). Ces résultats restent largement valables pour une économie ouverte.

DSGE-CH: a dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland

**Nicolas A. Cuche-Curti, Harris Dellas
et Jean-Marc Natal**
Economic Study No. 5 2009

Ce document présente un modèle DSGE – modèle d'équilibre général intertemporel et stochastique – de l'économie suisse utilisé depuis 2007 dans le processus de décision de politique monétaire de la Banque nationale suisse. Le modèle DSGE-CH sert non seulement aux prévisions, selon certains scénarios, des variables macroéconomiques importantes pour l'économie suisse, mais aussi de laboratoire pour étudier les cycles conjoncturels et examiner les effets de politiques monétaires existantes ou hypothétiques. Le DSGE-CH est un modèle microfondé qui représente la Suisse comme une petite économie ouverte peuplée d'agents économiques optimisants et faisant face à une multitude de rigidités réelles et nominales ainsi qu'à des chocs exogènes étrangers et domestiques. La comparaison, à l'aune de tests traditionnels, entre les implications du modèle et la réalité indique que le DSGE-CH fonctionne bien. Il reproduit la structure stochastique de l'économie suisse, comme le montrent les moments des principales variables macroéconomiques, et il fait preuve d'un comportement dynamique satisfaisant, comme l'attestent ses fonctions de réponse aux chocs. Enfin, le modèle rend assez fidèlement le tracé historique de la plupart des variables macroéconomiques se rapportant à la Suisse.

A VECX* model of the Swiss economy

**Katrin Assenmacher-Wesche
et M. Hashem Pesaran**
Economic Study No. 6 2009

Les auteurs du présent article se servent de la stratégie de modélisation de Garratt, Lee, Pesaran et Shin (2003) pour évaluer un modèle VAR structurel cointégré, qui met les principales variables macroéconomiques de la Suisse en relation avec plusieurs variables-clés actuelles et retardées de l'étranger. Ils distinguent et testent des structures à long terme reliant les différentes variables. De plus, les auteurs analysent les propriétés dynamiques du modèle à l'aide de fonctions généralisées de réponse aux impulsions (*Generalised Impulse Response Functions*). Sous sa forme actuelle, le modèle peut être utilisé afin d'établir des prévisions portant sur les variables endogènes à l'aide de spécifications alternatives du modèle marginal pour les variables exogènes ou de valeurs prédéfinies pour ces variables (prévision de scénarios). En temps utile, le modèle suisse VECX* peut également être intégré au modèle *Global VAR* (GVAR), dans lequel les variables étrangères sont déterminées de manière endogène.

Maintien de la politique monétaire

A l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 10 décembre 2009, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste 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 continuera d'approvisionner généreusement l'économie en liquidités, mais qu'elle suspendra ses achats d'obligations en francs suisses de débiteurs privés. De plus, la Banque nationale s'opposera de manière résolue à une revalorisation excessive du franc face à l'euro.

Table des matières, 27^e année, 2009

Bulletin trimestriel n° 1, mars 2009

| | |
|----|---|
| 5 | Aperçu |
| 6 | Rapport sur la politique monétaire |
| 42 | Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale |
| 46 | Mutations de la politique de stockage des entreprises: résultats d'un rapport structurel |
| 54 | SNB Working Papers: résumés |
| 58 | Chronique monétaire |

Bulletin trimestriel n° 2, juin 2009

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

Bulletin trimestriel n° 3, septembre 2009

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

Bulletin trimestriel n° 4, décembre 2009

| | |
|----|---|
| 5 | Aperçu |
| 6 | Rapport sur la politique monétaire |
| 44 | Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale |
| 50 | SNB Working Papers et SNB Economic studies: résumés |
| 58 | Chronique monétaire |
| 60 | Table des matières, 27 ^e année, 2009 |

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