

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2010

28^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: résumés
54	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

L'économie mondiale, qui a franchi le creux de son cycle au premier semestre de 2009, a amorcé depuis un redressement. La reprise s'est raffermie au quatrième trimestre et dans les premiers mois de 2010; dans l'ensemble, elle a même été un peu plus forte que prévu initialement. Le rythme d'expansion varie toutefois sensiblement selon les régions. Les économies émergentes ont été les plus rapides à se redresser et ont enregistré la plus forte progression. Dans les pays industrialisés, par contre, la reprise a été plutôt médiocre jusqu'ici.

L'économie suisse a continué à être bien orientée au quatrième trimestre de 2009 et au début de 2010. Le PIB a progressé plus fortement qu'au troisième trimestre, ce qui contraste avec la zone euro, où la croissance du PIB s'est affaiblie au dernier trimestre de 2009. Bien que le taux de chômage – en données corrigées des variations saisonnières – se soit stabilisé ces derniers mois, il reflète, comme l'écart de production et d'autres indicateurs, une sous-utilisation persistante des capacités de production de l'économie suisse. De ce fait, les pressions à la hausse sur les prix sont restées faibles jusqu'ici.

Pour 2010, la BNS table sur une poursuite de la reprise conjoncturelle internationale. Mais, en Europe du moins, la reprise devrait être assez médiocre. S'agissant de la Suisse, la BNS s'attend à une croissance économique d'environ 1,5% pour l'année en cours. Cette expansion reposera vraisemblablement avant tout sur la demande intérieure. La contribution des exportations nette devrait être faible. Les perspectives d'inflation restent favorables. Mais la prévision d'inflation, fondée sur un Libor à trois mois inchangé, montre que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans remettre en cause la stabilité des prix à moyen et long terme.

Le 11 mars, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la BNS a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir celui-ci dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, elle a annoncé qu'elle s'opposera résolument 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)

La reprise économique s'est poursuivie au premier trimestre de 2010. Les entreprises de l'industrie manufacturière ont été nettement plus nombreuses qu'elles ne l'étaient encore il y a quelques mois à connaître une tendance à la hausse de leur activité. Une progression modérée de la demande et des chiffres d'affaires en termes réels a été constatée dans la plupart des branches. Il en a résulté une réduction du chômage partiel auquel les entreprises avaient largement recouru auparavant. Etant donné toutefois que le mouvement de reprise était parti d'un niveau très bas, la sous-utilisation des capacités de production est restée substantielle dans certaines branches. Comme les trimestres précédents, la situation est demeurée favorable dans la construction et le second œuvre. Dans la construction, l'activité a enregistré un niveau satisfaisant, voire élevé, en début d'année. La poursuite d'une tendance modérément positive a aussi pu être observée dans le secteur des services.

Les attentes pour les six prochains mois sont prudemment optimistes. Sur le plan international, le climat s'est certes amélioré du fait qu'il a été possible de surmonter la crise financière et que les marchés financiers se sont redressés. Mais certains doutes liés à la crise demeurent, surtout en ce qui concerne la durabilité de la reprise. L'état des finances publiques sur le plan international et ses possibles répercussions sur les marchés des changes ainsi que sur la propension à consommer et à investir sont une source d'inquiétude. D'une manière générale, la situation bénéficiaire des entreprises devrait s'améliorer, essentiellement grâce à l'augmentation des chiffres d'affaires et, dans quelques rares cas, à des marges plus élevées.

SNB Working Papers (page 50)

Résumés de trois SNB Working Papers: Sébastien Kraenzlin et Martin Schlegel, *Bidding behaviour in the SNB's repo auctions*, SNB Working Paper 2009-14; Martin Schlegel et Sébastien Kraenzlin, *Demand for reserves and the central bank's management of interest rates*, SNB Working Paper 2009-15; Carlos Lenz et Marcel Savioz, *Monetary determinants of the Swiss franc*, SNB Working Paper 2009-16.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse
pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire
de mars 2010

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations
disponibles jusqu'au 11 mars 2010.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
10	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
16	2.1 Produit intérieur brut
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
30	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
33	3.4 Agrégats monétaires
36	3.5 Crédits
38	4 Prévision d'inflation de la BNS
38	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
40	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
38	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 BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en mars 2010. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation» tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 11 mars 2010.

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

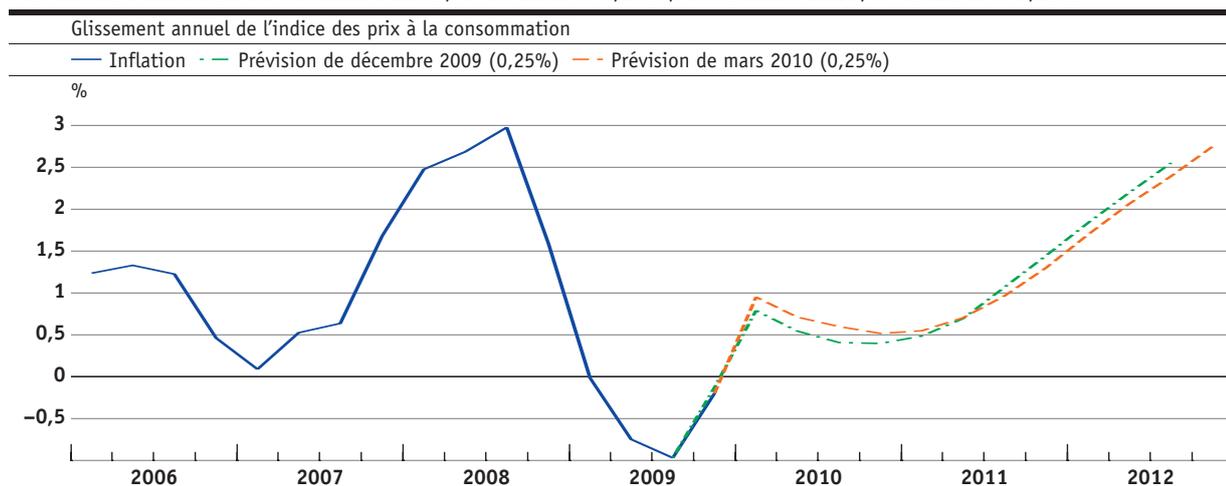
Décision de politique monétaire

Le 11 mars 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a donc laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, elle a annoncé qu'elle s'opposera résolument à une revalorisation excessive du franc face à l'euro.

Depuis l'examen de décembre, les signes d'une reprise conjoncturelle à l'échelle mondiale se sont intensifiés. En Suisse, le secteur des exportations commence à bénéficier de ce regain d'activité, et l'évolution du marché intérieur se montre encourageante. La reprise demeure toutefois fragile et grevée d'incertitudes. En cas de nouveaux chocs externes, les risques de déflation ne peuvent être entièrement exclus.

Les perspectives d'inflation restent favorables. La prévision d'inflation sur trois ans, basée sur un Libor maintenu constant, montre que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra pas être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et long terme.

Prévisions d'inflation de décembre 2009, avec Libor à 0,25%, et de mars 2010, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Prévisions d'inflation de décembre 2009 et de mars 2010

Inflation annuelle moyenne en %	2010	2011	2012
Prévision de décembre 2009, Libor à 0,25%	0,5	0,9	
Prévision de mars 2010, Libor à 0,25%	0,7	0,9	2,2

Source: BNS.

1 Environnement international

L'économie mondiale, qui a franchi le plus bas de son cycle au premier semestre de 2009, est orientée à la hausse. La reprise s'est affermie au quatrième trimestre et a été, dans l'ensemble, un peu plus forte que prévu initialement. Le rythme d'expansion varie toutefois sensiblement selon les régions. Les économies émergentes d'Asie ont été les plus rapides à se redresser et ont enregistré la plus forte progression. Dans les pays industrialisés, par contre, la reprise a été plutôt médiocre jusqu'ici. Elle est toujours soutenue par les mesures de politique monétaire et budgétaire expansionniste adoptées au début de la crise ainsi que par la détente marquée sur les marchés financiers. Dans ces pays, la reprise doit surtout son élan aux exportations et au revirement de tendance observé dans le cycle des stocks.

Malgré cette évolution positive, les perspectives restent modérées. Il est peu probable que les pays industrialisés retrouvent rapidement et sans difficultés leur ancien sentier de croissance. Dans de nombreuses économies, l'augmentation persistante du chômage devrait encore peser sur la consommation. Eu égard à la forte sous-utilisation des capacités de production, il ne faut pas non plus compter sur une rapide relance des investissements des entreprises. Compte tenu de la dette publique croissante et de la détérioration de la situation patrimoniale des entreprises et des ménages, la reprise devrait être plus lente que lors de cycles conjoncturels antérieurs.

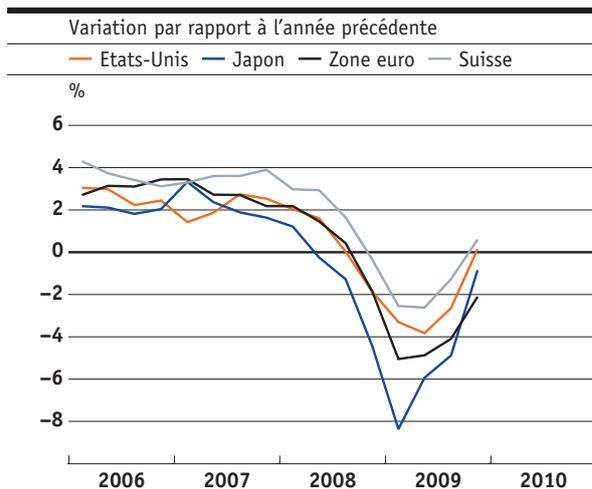
Les perspectives mitigées ont contraint les banques centrales à différer encore le resserrement de leur politique monétaire expansionniste. Ce resserrement ne s'imposait pas non plus au vu de l'évolution du renchérissement. Les taux annuels de renchérissement ont certes augmenté dans nombre de pays, mais cette évolution était notamment due à des effets de base afférents au recul des prix de l'énergie l'année précédente. Les anticipations inflationnistes sont elles aussi restées faibles.

La BNS a adapté ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2010 et 2011. Par rapport à décembre, elle les a revues à la hausse pour les Etats-Unis et pour les pays émergents d'Asie, et à la baisse pour la zone euro.

Forte croissance trimestrielle aux Etats-Unis

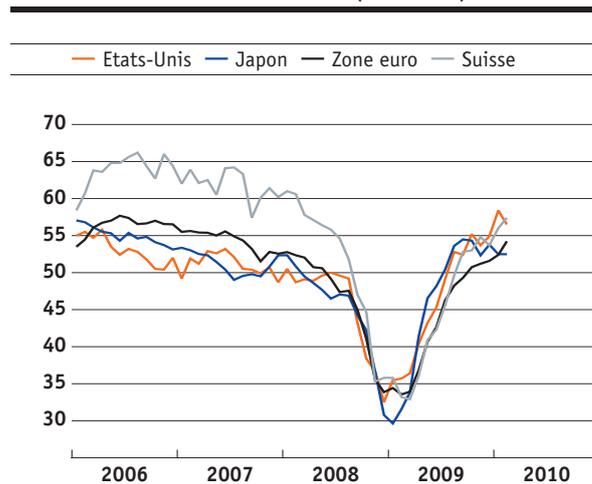
Aux Etats-Unis, le PIB a augmenté de 5,9% au quatrième trimestre, après avoir crû de 2,2% au troisième trimestre. Malgré cette forte progression, le PIB a fléchi, en 2009, de 2,4% par rapport à son niveau de l'année précédente, ce qui correspond au recul le plus marqué depuis 1946. La croissance vigoureuse observée au quatrième trimestre est due principalement au ralentissement de la réduction des stocks et à la hausse de la consommation privée. Pour la première fois depuis plus d'un an, les investissements en biens d'équipement ont eux aussi marqué une vive expansion, alors que les investissements en constructions industrielles et commerciales ont continué à se contracter. Dans la construction de logements, le redressement s'est

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.

certaines poursuivi, mais s'est avéré faible malgré le crédit d'impôt accordé aux acquéreurs d'un premier logement. Bien que la situation sur le marché du travail soit restée difficile, une stabilisation s'est amorcée. Le taux de chômage a baissé, passant de 10% en novembre à 9,7% en février.

La forte croissance économique enregistrée aux Etats-Unis au quatrième trimestre est due en partie à des facteurs temporaires. Elle ne devrait donc pas avoir la même amplitude les trimestres prochains. Malgré l'embellie du climat de consommation (graphique 1.3), on ne peut pas escompter une croissance vigoureuse de la consommation privée, compte tenu du taux de chômage élevé et des pertes patrimoniales considérables subies par de nombreux ménages. Il ne faut pas non plus s'attendre à ce que les investissements en constructions se redressent rapidement, étant donné le nombre important de maisons vacantes et la fin imminente des programmes budgétaires destinés à soutenir le marché du logement. Poussées par un dollar faible, les exportations devraient quant à elles continuer à s'améliorer. Les entrées de commandes plus nombreuses et la nette amélioration du moral des producteurs dans l'industrie manufacturière laissent par ailleurs présager une croissance des investissements en biens d'équipement. Les impulsions découlant des programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics perdront progressivement de leur vigueur en 2010. Des trains de mesures supplémentaires destinées à relancer l'emploi sont en cours de discussion au Congrès des Etats-Unis.

Pour l'année 2010, la BNS prévoit une croissance de l'économie américaine de 2,9%, contre 2,4% en décembre. Elle table toujours sur une reprise modérée en comparaison historique.

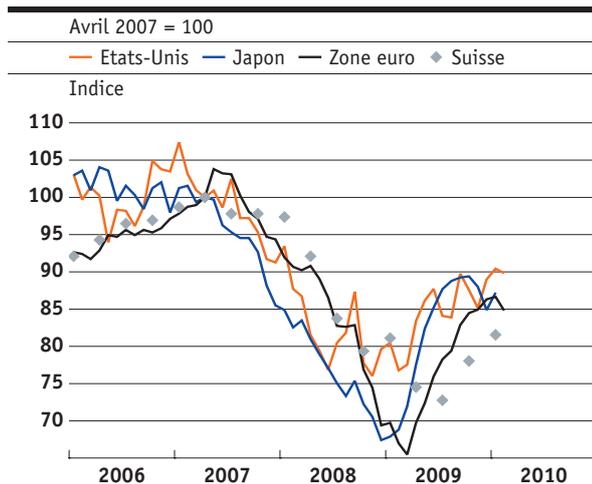
Lente reprise dans la zone euro

Contrairement à l'évolution observée aux Etats-Unis, la croissance du PIB dans la zone euro s'est sensiblement ralentie à la fin de 2009 et est passée de 1,7% au troisième trimestre à 0,5% au quatrième trimestre. Comme cela a déjà été le cas au cours des précédents trimestres, des différences de croissance notables ont été relevées entre les pays membres. En Allemagne, l'activité économique mesurée au PIB a stagné au quatrième trimestre; en France, elle a perdu de la vigueur et en Italie, elle a reculé après avoir progressé au troisième trimestre. A l'instar des Etats-Unis, les pays de la zone euro ont toutefois vu leur PIB se rétracter considérablement en 2009 par rapport à l'année précédente (-4,1%).

La demande étrangère a continué sa progression au quatrième trimestre, tandis que la demande intérieure a légèrement fléchi. La consommation privée a stagné. Les investissements, qui ont continué de pâtir de la faible utilisation des capacités de production, ont reculé par rapport au trimestre précédent pour la septième fois consécutive.

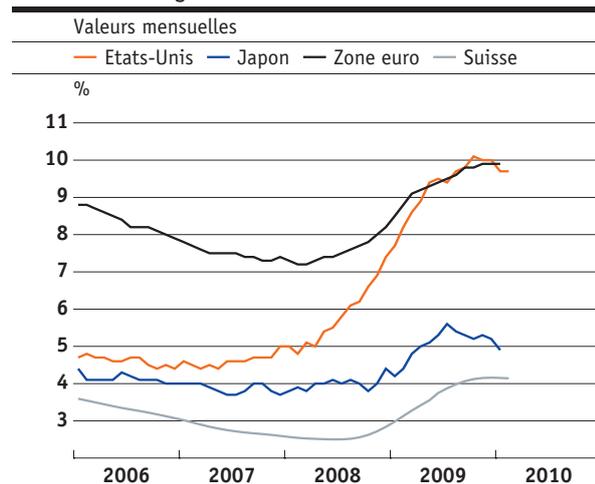
L'activité économique dans la zone euro devrait se redresser progressivement durant les prochains trimestres. Dans l'industrie manufacturière, les attentes se sont améliorées, ce qui dénote une poursuite de la reprise dans ce secteur économique

Graphique 1.3
Climat de consommation



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.4
Taux de chômage



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

important. La croissance économique reste toutefois vulnérable, car le chômage continuera probablement son ascension. Pour certains Etats membres méridionaux surtout, des risques d'affaiblissement de l'activité découlent de la pression exercée par les marchés en vue d'un assainissement des finances publiques.

Pour 2010, la BNS table sur une croissance économique de 1% dans la zone euro, alors qu'elle prévoyait 1,3% en décembre.

Croissance volatile au Japon

Au Japon, la reprise économique s'est également poursuivie. Après avoir marqué une pause durant la période précédente, le PIB a augmenté de 3,8% au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2009, le PIB a reculé de 5,2%, ce qui représente la baisse d'activité économique la plus marquée en un an depuis la Seconde Guerre mondiale.

Au quatrième trimestre, la croissance a reposé sur une plus large assise, les impulsions de politique budgétaire provenant du Japon et de l'étranger ayant continué à jouer un rôle prépondérant. Après avoir fortement fléchi sur une longue période, les investissements des entreprises privées en équipements sont repartis à la hausse. Les exportations ont poursuivi leur redressement, mais ont conservé un niveau nettement inférieur à celui atteint avant la récession.

Les perspectives pour l'économie japonaise restent réservées. La demande intérieure n'ayant fait preuve que d'un faible dynamisme jusqu'à présent, il est possible qu'un creux conjoncturel apparaisse au premier semestre de 2010 en raison de

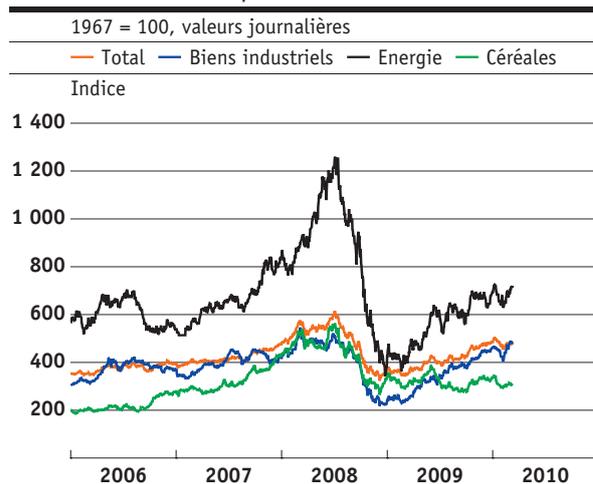
l'affaiblissement des impulsions émanant des programmes de relance. Compte tenu du taux de chômage élevé et des réductions de bonus massives, la consommation privée demeure fragile. Les incitations budgétaires continuent de déployer des effets positifs, mais c'est durant la seconde moitié de 2009 que leur contribution à la croissance devait avoir été la plus forte. Eu égard à la persistance d'une très faible utilisation des capacités de production et aux maigres bénéfices réalisés par les entreprises, les investissements de ces dernières seront eux aussi probablement limités pendant un certain temps encore. La demande étrangère devrait donc continuer d'être le principal pilier de la croissance. La robuste reprise observée dans les pays émergents d'Asie orientale ainsi que les plans de production de l'industrie manufacturière pour le début de l'année indiquent que les exportations devraient poursuivre leur redressement.

Pour 2010, la BNS prévoit une croissance de l'économie japonaise de 1,9%, contre 2% en décembre.

Persistance d'une reprise vigoureuse dans les économies émergentes d'Asie

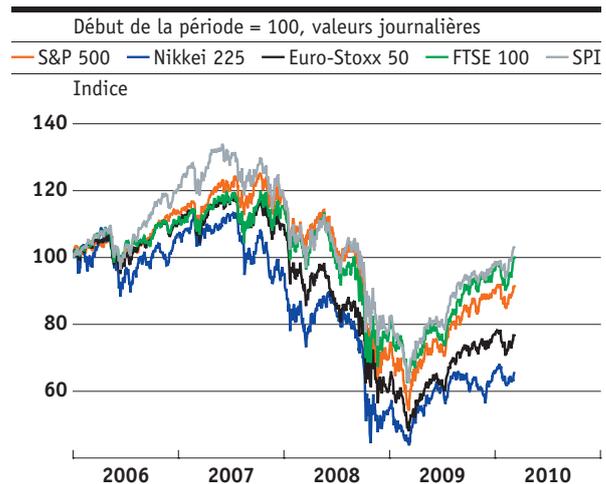
Les économies émergentes d'Asie se sont remises de la crise avec une étonnante rapidité. Au quatrième trimestre, la performance économique de la Chine dépassait de 10,7% le niveau enregistré à la même période de l'année précédente, ce qui traduit un taux de croissance élevé. La croissance de l'économie chinoise continue certes d'être soutenue par la demande intérieure, mais les exportations, qui n'avaient progressé que faiblement

Graphique 1.5
Indices des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.6
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

durant les périodes précédentes, ont elles aussi repris de la vigueur. En outre, la croissance de la demande intérieure privée a connu un léger glissement vers la consommation, au détriment des investissements, laquelle a profité des incitations de l'Etat et de la hausse des revenus des ménages.

Les perspectives pour la Chine sont favorables. La reprise des exportations semble reposer sur une plus large assise géographique et gagner en vigueur tandis que la production industrielle a de nouveau augmenté, comme l'attestent les dernières enquêtes. La croissance continue des importations depuis le début de l'année dernière s'accompagne d'une forte demande intérieure. Celle-ci devrait rester robuste sous l'effet du vaste plan de relance, qui prévoit également des mesures pour 2010. Le dynamisme persistant des investissements, dont la part dans le PIB s'est hissée à presque 43%, explique en partie le volume de crédits exceptionnellement élevé. La politique de crédit agressive menée en début d'année a toutefois semé le doute quant à la qualité des actifs bancaires et a fait craindre une surchauffe de l'économie chinoise.

La reprise économique s'est également poursuivie dans les économies d'Asie de l'Est, soit la Corée du Sud, Taiwan, Singapour et Hong Kong. Le PIB qui, durant la récession, avait chuté de presque 7% en un an, a retrouvé en fin d'année son niveau d'avant la crise. La forte demande en provenance de la Chine ainsi que les impulsions monétaires et budgétaires ont été les principaux moteurs de la croissance. En décembre, la production industrielle a atteint de nouveaux sommets en Corée du Sud et à Taiwan, et le taux d'utilisation des capacités

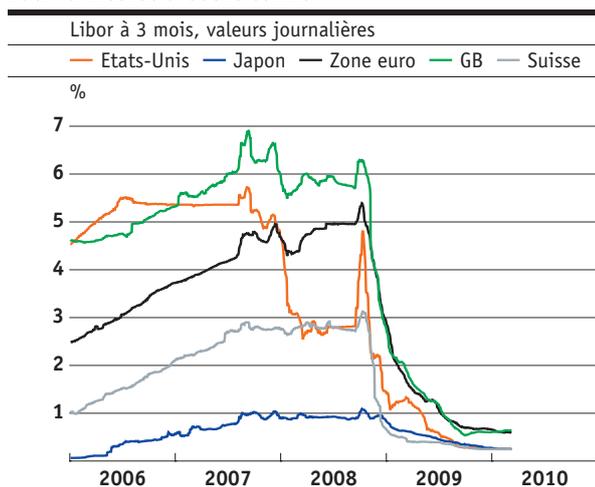
dans l'industrie s'est normalisé. La hausse des commandes à l'exportation conjuguée à la robuste demande chinoise et à de faibles stocks incitent à l'optimisme pour les prochains trimestres. Les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises de cette région ont certes fait ressortir une image quelque peu contrastée ces derniers mois, traduisant sans doute l'incertitude liée à la disparition des impulsions provenant des programmes de relance mis sur pied par les pouvoirs publics; mais dans l'ensemble, ils confirment l'hypothèse d'une croissance économique proche de sa tendance à long terme.

Faibles taux d'inflation sous-jacente

Les pressions inflationnistes sont restées faibles dans toutes les régions du monde. Dans les pays industrialisés, à l'exception du Japon, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation a certes progressé au cours des derniers mois pour retrouver une valeur positive (graphique 1.9). Mais cette évolution résulte essentiellement d'effets de base afférents au recul des prix de l'énergie enregistré durant le second semestre de 2008.

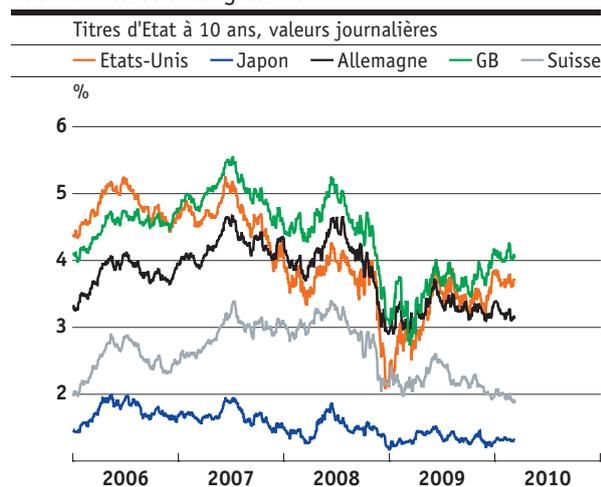
Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel est passé de -0,2% en octobre à 2,6% en janvier, en raison de forts effets de base. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, est restée pratiquement inchangée et s'est établie à 1,6% en janvier. Dans la zone euro, le renchérissement annuel a augmenté dans la même période, passant de -0,1% à 1%, tandis que l'inflation sous-jacente a reculé de 1,2% à 0,9%.

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.

Contrairement à l'évolution observée aux Etats-Unis et dans la zone euro, le renchérissement annuel est demeuré négatif au Japon, avec $-1,3\%$ en janvier contre $-2,5\%$ en octobre. L'inflation sous-jacente est quant à elle descendue à $-1,2\%$, sa valeur la plus basse depuis le début de la série chronologique, en 1971. Chez les «dragons asiatiques» et en Chine, des effets de base ont également entraîné une nouvelle hausse du renchérissement annuel, lequel s'est inscrit respectivement à $1,7\%$ et à $1,5\%$ en moyenne. En Chine, l'inflation sous-jacente a quitté la zone négative pour la première fois depuis plus d'un an (0%).

Dans la zone euro, le renchérissement annuel correspondant pour l'année 2009 a reculé jusqu'à atteindre sa plus faible valeur depuis la création de l'Union monétaire européenne ($0,3\%$). Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a été négatif pour la première fois depuis 1955 ($-0,3\%$), tandis qu'au Japon, il est redevenu négatif après une interruption de trois ans ($-1,4\%$). Compte tenu de la faible utilisation des capacités de production et du taux de chômage élevé, les pressions inflationnistes dans les pays industrialisés devraient rester faibles cette année.

Jusqu'à présent, aucune normalisation de la politique expansionniste en matière de taux d'intérêt

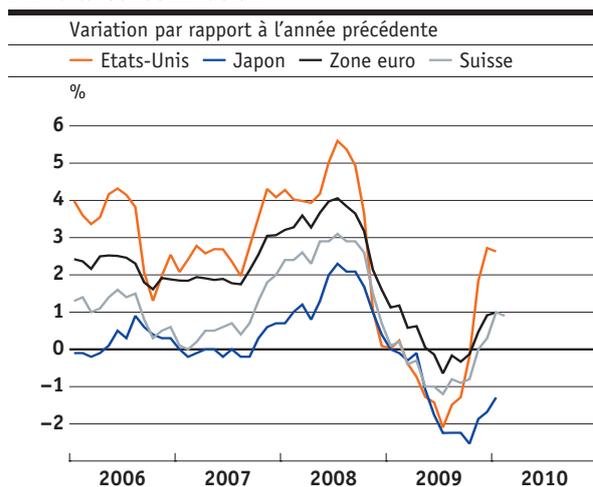
Dans les grands pays industrialisés, les banques centrales ont poursuivi leur politique expansionniste en matière de taux d'intérêt (graphique 1.10). La Réserve fédérale des Etats-Unis

a laissé inchangée, à 0% - $0,25\%$, la marge de fluctuation de son taux directeur, mais a augmenté le taux de l'escompte de 25 points de base pour le fixer à $0,75\%$. Elle a par ailleurs annoncé que, comme prévu, elle suspendra au premier trimestre de 2010 les achats de titres adossés à des prêts hypothécaires effectués à hauteur de 1425 milliards de dollars des Etats-Unis. La réduction des réserves excédentaires détenues par les banques auprès de la Réserve fédérale, qui s'élèvent à plus d'un milliard de dollars, n'a pas encore commencé.

Eu égard aux perspectives de croissance incertaines et au ralentissement de l'expansion du crédit et de la masse monétaire, la BCE a elle aussi laissé inchangé, à 1% , son taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Elle a toutefois pris de nouvelles mesures en vue de réduire celles, non conventionnelles, instaurées durant la crise. Elle prévoit ainsi, à partir d'avril, de réintroduire un taux variable pour les opérations de refinancement à long terme portant sur trois mois. Elle poursuit l'achat d'obligations adossées à des prêts hypothécaires (*covered bonds*) libellées en euros. Ces achats devraient atteindre un montant total de 60 milliards d'euros d'ici la mi-2010.

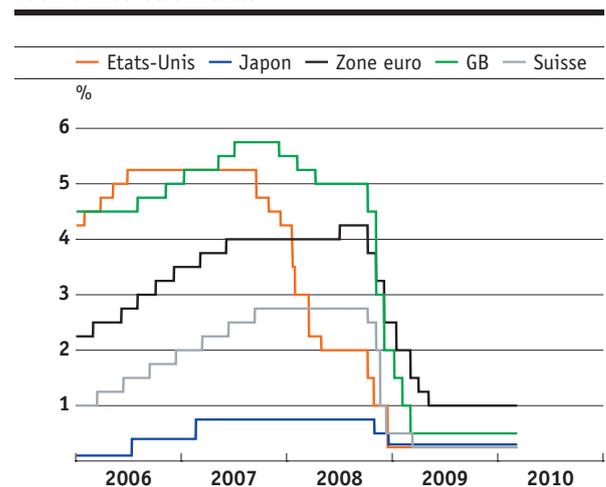
La banque centrale du Japon a maintenu à $0,1\%$ son taux de l'argent au jour le jour. Elle a par ailleurs affirmé qu'elle ne tolérerait pas un taux d'inflation annuel inférieur ou égal à 0% . La banque centrale de Chine a relevé le taux de réserves obligatoires des banques pour la première fois depuis 2008. Ce faisant, elle entendait surtout réagir au fort taux de croissance des crédits.

Graphique 1.9
Prix à la consommation



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

Graphique 1.10
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

2 Evolution économique en Suisse

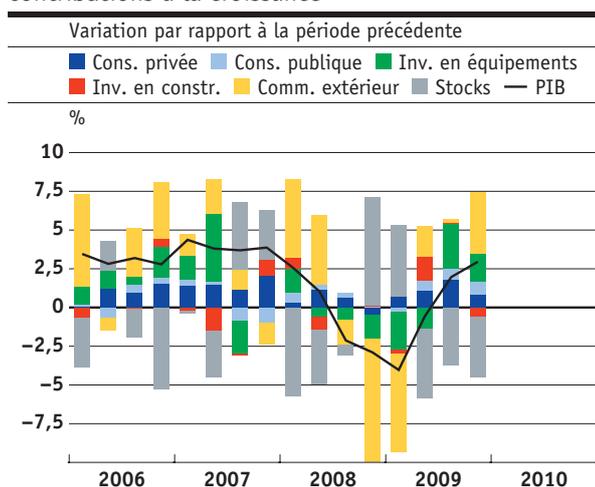
L'économie suisse a encore repris des couleurs au quatrième trimestre. Le PIB a progressé plus fortement qu'au trimestre précédent, ce qui contraste avec la zone euro, où la croissance du PIB s'est affaiblie au dernier trimestre de 2009.

L'évolution de l'emploi a été meilleure que prévu au quatrième trimestre, de sorte que l'accroissement du taux de chômage s'est révélé marginal par rapport au troisième trimestre. Le chômage, tout comme l'écart de production, reflète néanmoins une sous-utilisation persistante des capaci-

tés de production de l'économie suisse. De ce fait, la pression à la hausse sur les prix est restée faible. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est certes accru, mais cette évolution était essentiellement due à des effets de base. L'inflation sous-jacente est demeurée pratiquement inchangée, à un niveau bas.

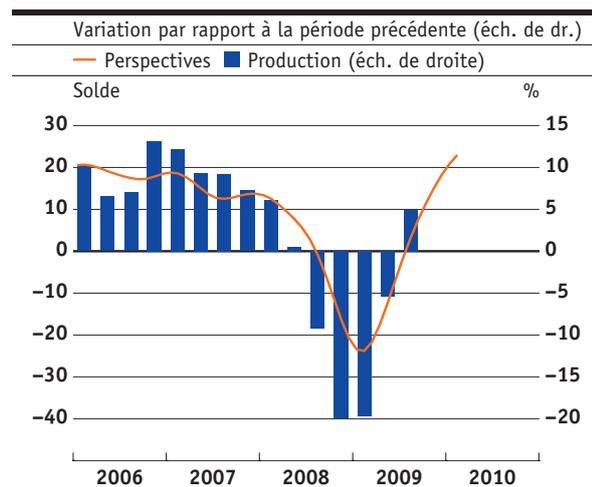
La reprise devrait se poursuivre au premier semestre de 2010, mais son rythme sera probablement plus faible. Selon les indicateurs avancés établis pour janvier et février, l'expansion de l'activité économique devrait se poursuivre.

Graphique 2.1
Contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 2.2
Production industrielle



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

2.1 Produit intérieur brut

Forte croissance économique au quatrième trimestre

La croissance du PIB s'est accélérée au quatrième trimestre. Selon l'estimation provisoire du SECO, elle a progressé de 3% par rapport au troisième trimestre et de 0,6% par rapport à la même période de l'année précédente.

La publication, par le SECO, des résultats pour le quatrième trimestre a coïncidé avec la révision des estimations trimestrielles depuis 2008. De ce fait, l'image suivante se dégage pour la récession de 2008/2009: le PIB a progressé jusqu'au deuxième trimestre de 2008, au cours duquel sa croissance atteignait 1%. Les quatre trimestres suivants, c'est-à-dire du troisième trimestre de 2008 au deuxième trimestre de 2009, ont présenté des taux de croissance négatifs (-2,1%, -2,9%, -4%, -0,6%). Le PIB augmente de nouveau depuis le troisième trimestre de 2009 (2%) et il a cru de 3% au quatrième trimestre. Dans son ensemble, l'année 2009 affiche toutefois un recul du PIB de 1,5% par rapport à 2008.

Les estimations du SECO indiquent que les pertes de production cumulées, mesurées au PIB,

s'élevaient à 2,4% durant la récession de 2008/2009. Elles étaient donc supérieures à celles enregistrées pendant les récessions de 1981/1982, 1992/1993 et 2002/2003. Cependant, les pertes de production les plus importantes subies par l'économie suisse depuis la Seconde Guerre mondiale sont celles observées durant la récession de 1975/1976, la chute cumulée du PIB s'étant alors inscrite à 10% environ.

Au quatrième trimestre, toutes les composantes de la demande finale ont contribué à la croissance du PIB, à l'exception des investissements en constructions. Comme au deuxième et au troisième trimestres, les mouvements de stocks ont eu une influence négative importante sur cette croissance.

Les chiffres produits par le SECO en rapport avec l'estimation du PIB par secteur montrent, comme au trimestre précédent, une forte hausse de la création de valeur dans le domaine bancaire. Les autres branches du secteur tertiaire ont, à l'exception du tourisme et des services axés sur les entreprises, également accru leur création de valeur. Par contre, l'évolution est demeurée faible dans l'industrie. Dans ce secteur, la création de valeur a fortement reculé jusqu'au troisième trimestre de 2009, puis a stagné au quatrième trimestre.

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2006	2007	2008	2009	2008				2009			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	1,6	2,4	1,7	1,2	0,6	1,9	1,0	-0,7	1,1	1,8	3,1	1,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	0,5	-0,1	2,5	6,0	3,0	3,6	0,6	-2,2	5,9	6,2	7,1
Formation de capital fixe	4,7	5,2	0,4	-3,7	10,6	-6,5	-3,8	-7,4	-13,3	0,5	14,3	5,9
Construction	-1,4	-2,3	0,9	1,3	8,1	-9,5	-0,3	0,6	-3,4	17,1	1,3	-6,0
Biens d'équipement	10,1	11,1	0,1	-7,5	12,4	-4,3	-6,3	-13,0	-20,6	-11,7	26,8	16,5
Demande intérieure finale	2,1	2,8	1,1	0,2	3,5	-0,0	0,2	-2,2	-2,8	2,0	5,9	3,1
Demande intérieure	1,4	1,3	0,4	1,7	-5,6	-0,3	-3,5	7,1	5,9	-3,4	0,4	0,2
Exportations totales	10,3	9,5	2,9	-10,0	6,4	16,2	-4,1	-27,4	-19,3	-7,8	13,8	6,4
Biens	11,1	8,4	2,6	-11,8	9,2	16,7	-3,7	-34,5	-22,8	-5,6	17,3	9,7
Sans objets de valeur ¹	11,2	8,3	2,1	-11,0	3,4	23,2	-9,6	-33,2	-20,5	-4,0	13,7	13,5
Services	8,4	12,5	3,4	-5,7	-0,2	15,0	-5,1	-7,4	-10,4	-12,6	6,1	-0,9
Demande globale	4,5	4,3	1,4	-2,9	-1,1	5,9	-3,7	-7,9	-4,0	-5,0	5,0	2,4
Importations totales	6,5	6,0	0,4	-5,9	-8,8	17,4	-7,1	-18,1	-4,1	-14,5	12,3	1,2
Biens	7,8	5,1	-0,5	-8,5	-9,8	22,4	-10,3	-26,6	-1,1	-20,8	15,1	-0,3
Sans objets de valeur ¹	7,4	6,7	-1,0	-8,2	-9,7	20,1	-10,4	-23,3	-4,3	-20,1	17,2	-0,8
Services	0,6	10,3	4,8	5,9	-4,2	-3,6	9,4	31,6	-14,6	16,9	2,0	7,6
PIB	3,6	3,6	1,8	-1,5	2,6	1,0	-2,1	-2,9	-4,0	-0,6	2,0	3,0

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

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Poursuite de la reprise des exportations

Tirées par la demande étrangère en hausse, les exportations helvétiques ont poursuivi leur redressement au quatrième trimestre. Toutefois, seules les exportations de biens ont augmenté, tandis que celles de services ont stagné. Dans l'ensemble, les exportations de biens et de services (hors objets de valeur) ont progressé de 8,9%. Le volume des exportations reste cependant très inférieur à son niveau d'avant la récession.

Le fort dynamisme persistant des exportations de biens a gagné de l'ampleur au quatrième trimestre. Poussées par l'expansion vigoureuse dans le domaine des marchandises transportées, les exportations de biens d'équipement sont reparties à la hausse pour la première fois depuis le début de la crise. Les livraisons à l'étranger de produits pharmaceutiques ont continué d'évoluer de façon très dynamique. Elles entrent désormais pour un tiers dans les exportations de biens et ont de ce fait contribué notablement à la croissance des exportations. La tendance haussière a aussi perduré dans les exportations de matières premières et de produits semi-finis. La croissance répartie selon les débouchés reposait sur une base plus large au quatrième trimestre qu'au troisième. Outre les économies asiatiques, l'Europe occidentale et les Etats-Unis ont participé notablement à la hausse de la demande.

Le redressement des exportations de services ne s'est pas poursuivi au quatrième trimestre. Les recettes issues du secteur des assurances privées et du commerce de transit ont certes augmenté légèrement et les exportations dans le secteur du tourisme ont fortement progressé grâce au nombre toujours croissant de nuitées d'hôtes étrangers, mais les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère sont restées chétives, de sorte que les exportations de services ont, dans l'ensemble, faiblement reculé.

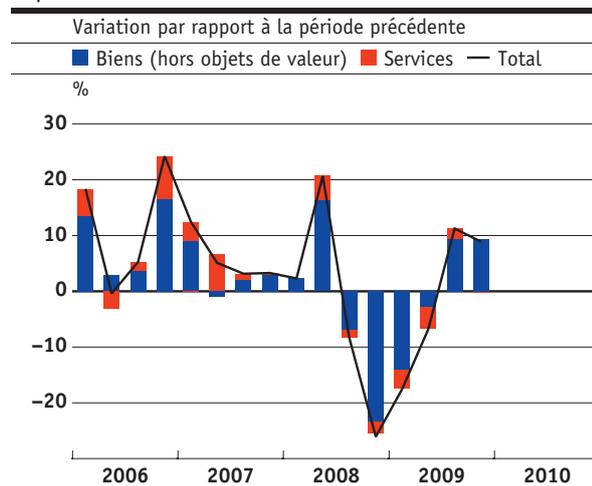
Selon le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la situation concernant les commandes attendues dans l'industrie s'est clairement améliorée. La reprise des exportations devrait donc se poursuivre. Toutefois, compte tenu de la nouvelle dégradation de la compétitivité-prix des exportations helvétiques, le rebond devrait perdre un peu de sa vigueur. La croissance des exportations de biens sur une base mensuelle s'est d'ailleurs un peu ralentie jusqu'en janvier.

Recul des investissements en constructions, mais niveau toujours élevé

L'activité de construction est demeurée élevée tout au long de l'année 2009, ce qui distingue la Suisse de nombreux autres pays. Elle a ainsi soutenu la croissance du PIB. Les investissements en

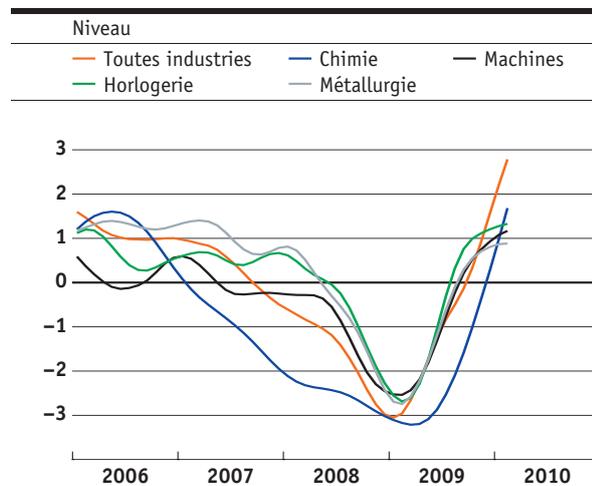
Graphique 2.3

Exportations: contributions à la croissance



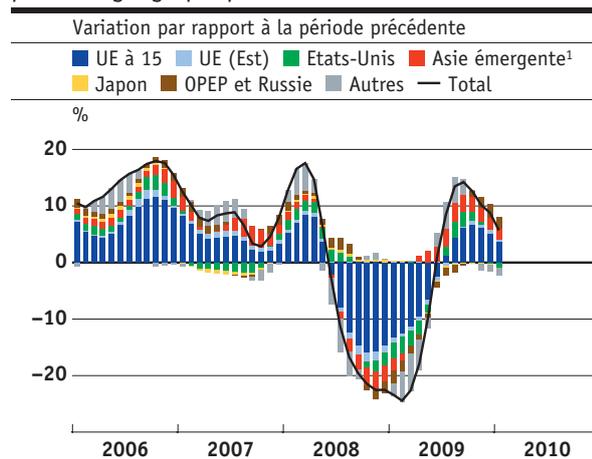
Graphique 2.4

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).

constructions ont certes légèrement reculé au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent, mais ils sont restés supérieurs au niveau de la même période de 2008. Les taux hypothécaires ont conservé un niveau très bas, et comme l'augmentation des coûts de construction s'est révélée peu importante, elle n'a pratiquement eu aucun effet sur les bonnes conditions d'investissement dans l'immobilier résidentiel. Le génie civil a, lui aussi, gardé son dynamisme en 2009, profitant principalement des mesures de soutien conjoncturel décidées par la Confédération et les cantons. Seuls les investissements dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services étaient très faibles. C'est ce que confirment également les enquêtes de la Société Suisse des Entrepreneurs, qui montrent un net recul tant des entrées de commandes que de l'activité de construction dans ce domaine. Une reprise semblait toutefois s'y amorcer au quatrième trimestre.

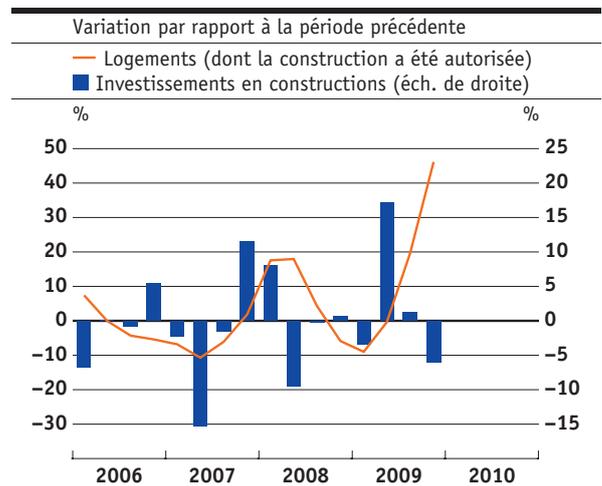
Croissance inégale des investissements en biens d'équipement

La croissance des investissements en biens d'équipement a un peu fléchi au quatrième trimestre, après avoir connu une forte hausse au trimestre précédent. Cette croissance reposait, au quatrième trimestre comme les mois précédents, surtout sur une demande élevée d'appareils de télécommunication importés. Les importations de biens d'équipement d'autres catégories ainsi que la production nationale de ces biens ont été relativement faibles, ce qui indique que les entreprises industrielles n'ont guère relancé leurs investissements. Cette impression est confirmée par les indicateurs du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, qui sont déterminés sur la base d'enquêtes. L'utilisation des capacités de production dans l'industrie n'a que très légèrement progressé au quatrième trimestre et elle est demeurée à un niveau exceptionnellement bas. De plus, la majorité des entreprises industrielles ont précisé que leurs capacités techniques étaient largement suffisantes, ce qui ne laisse présager que de très rares investissements en biens d'équipement.

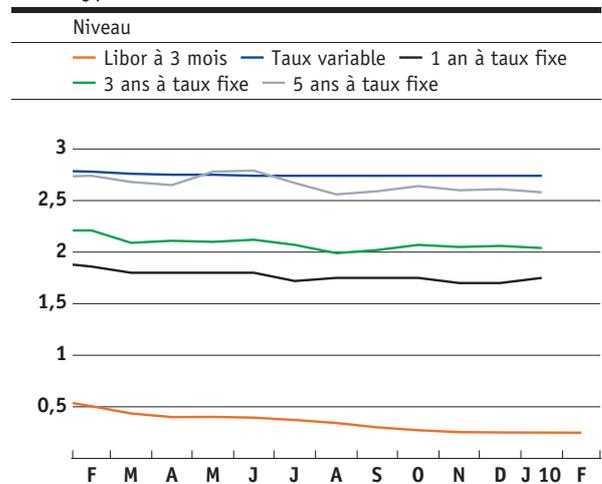
Croissance robuste de la consommation

La consommation privée s'est accrue de 1,4% au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent et elle dépassait de 2,1% son niveau de la même période de 2008. Elle a de nouveau soutenu fortement la croissance économique. De plus, la hausse de la consommation reposait sur une large base: les ventes du commerce de détail, corrigées des variations saisonnières, ont augmenté de 3%, ce qui s'explique notamment par la demande élevée de denrées alimentaires et de boissons. De même, les ventes d'ustensiles de ménage et de biens d'ameublement ont été robustes, alors que la demande de vêtements et de chaussures est demeurée basse. Les nouvelles immatriculations de voitures ont, elles aussi, pro-

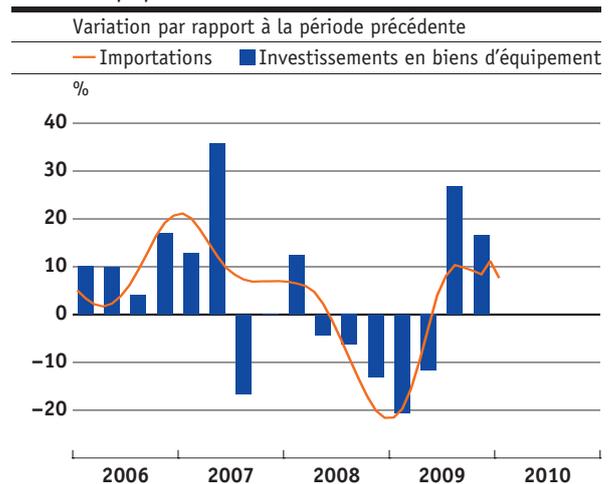
Graphique 2.6
Constructions



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.

gressé au quatrième trimestre; néanmoins, l'année 2009 a affiché une baisse à cause des faibles chiffres du premier semestre. La demande intérieure dans le secteur du tourisme, qui constitue un indicateur de la consommation de services, présente une tendance similaire: au quatrième trimestre, le nombre de nuitées, corrigé des variations saisonnières, s'est accru de 2,9%. On observe néanmoins une baisse d'environ 2,5% sur l'ensemble de l'année 2009.

Climat de consommation plus serein

Le climat de consommation s'est nettement amélioré au cours des derniers trimestres. L'indice du SECO publié depuis 2007, qui permet des comparaisons sur le plan international, se situait en janvier à son plus haut niveau depuis le printemps 2008. Comme le montre l'ancien indice actualisé, le climat de consommation demeure toutefois très inférieur à la moyenne à long terme.

Les attentes relatives à l'évolution économique générale ces douze prochains mois sont clairement plus positives. Elles n'avaient pas atteint un niveau élevé similaire depuis 2007. Les attentes concernant l'évolution de la situation financière et du chômage sont également meilleures, même si elles restent à un niveau très bas dans ce dernier cas.

Stagnation des importations

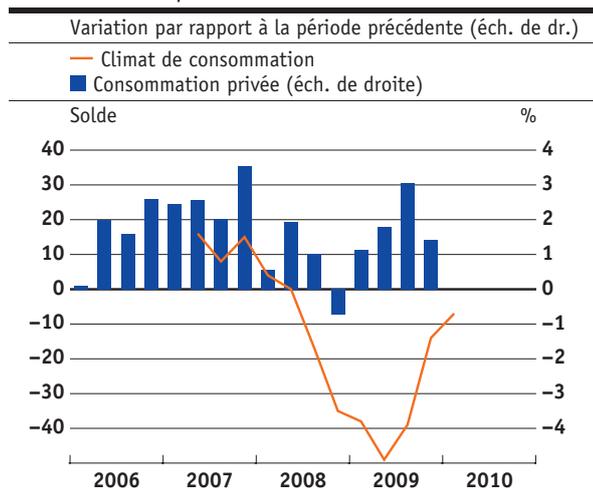
Après avoir marqué une forte hausse au troisième trimestre, les importations n'ont pas poursuivi leur reprise au dernier trimestre de 2009. Les importations de biens et de services (hors objets de valeur) n'ont progressé que de 0,9%, le ralentissement de la croissance découlant principalement des

importations de biens, qui ont légèrement baissé par rapport au troisième trimestre. Les importations de matières premières et de produits semi-finis n'ont enregistré aucune hausse supplémentaire après celle, vigoureuse, observée au trimestre précédent. Il en va de même pour les importations de biens d'équipement, qui s'étaient fortement accrues au troisième trimestre en raison d'une livraison importante de véhicules ferroviaires. Enfin, la croissance des importations de biens de consommation a également été freinée, car la progression plus élevée du côté des produits pharmaceutiques s'est accompagnée d'un ralentissement des importations dans les autres catégories de biens de consommation.

Les importations de services ont augmenté modérément au quatrième trimestre. Cette évolution tient surtout à la forte hausse des dépenses dans le domaine des licences et brevets, qui présentent traditionnellement des fluctuations importantes. Les importations de services en matière de transport sont demeurées quant à elles à un faible niveau en dépit d'un raffermissement des échanges de marchandises, alors que les voyages à l'étranger, qui sont comptabilisés comme des importations dans le secteur du tourisme, n'ont pas conservé leur niveau élevé.

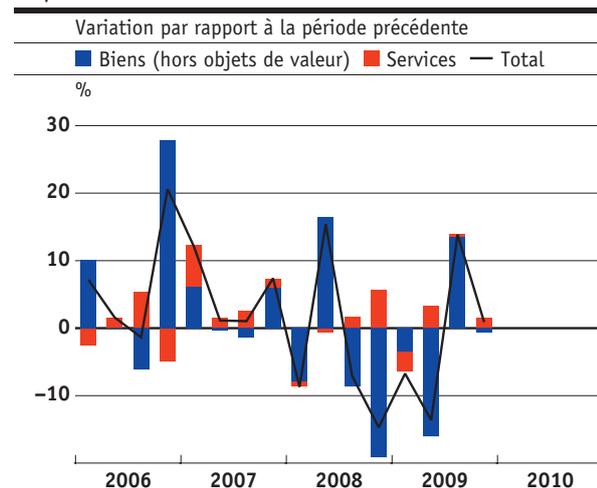
En raison de la situation qui reste fragile dans l'industrie, la faiblesse des importations sur une base mensuelle s'est poursuivie jusqu'en janvier. L'enquête réalisée dans ce secteur par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ révèle cependant une amélioration des attentes relatives aux achats de produits en amont. Les importations de biens devraient donc repartir à la hausse dans les prochains mois.

Graphique 2.9
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.10
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

2.3 Emploi et marché du travail

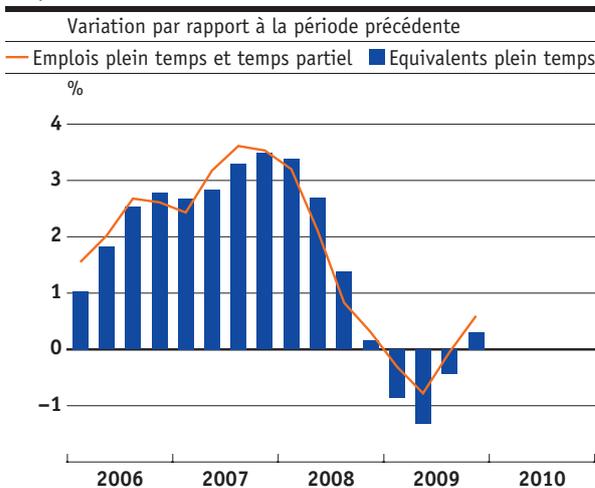
Légère augmentation de l'emploi ...

L'emploi, qui avait baissé durant trois trimestres, a de nouveau augmenté au quatrième trimestre (0,3% en équivalents plein temps, contre une diminution de 0,4% au troisième trimestre). Après avoir fléchi de 0,1% au troisième trimestre, le nombre de travailleurs s'est accru de 0,6% en raison d'une forte progression du travail à temps partiel.

L'emploi a progressé dans la plupart des branches, à l'exception de l'industrie manufacturière, du commerce et du secteur «Transports et communications», qui ont enregistré un recul, même si celui-ci était moins important que durant les trimestres précédents.

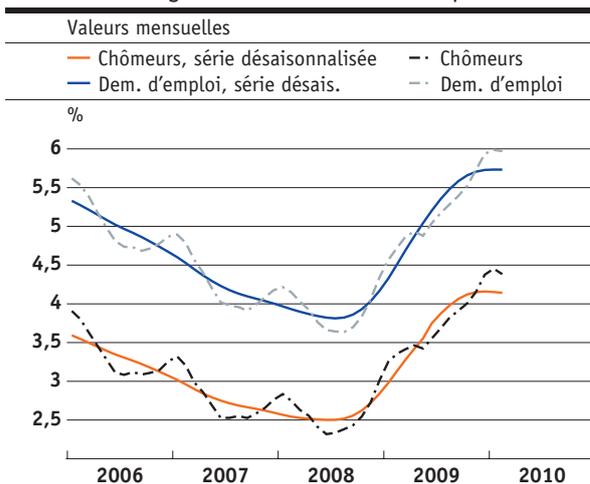
Graphique 2.11

Emploi



Graphique 2.13

Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



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.

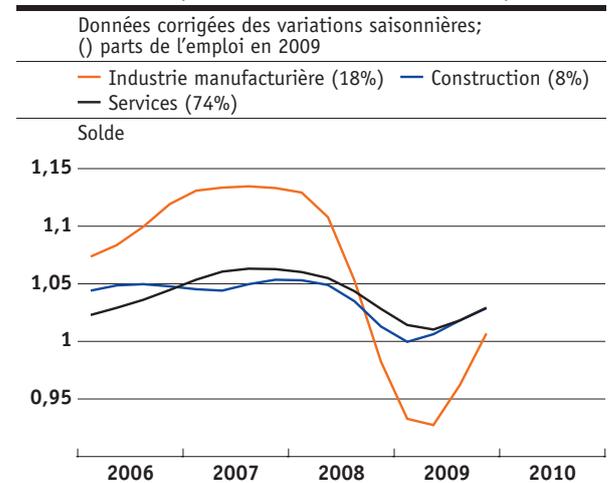
Pour l'année 2009, il en résulte une hausse du nombre de travailleurs de 0,1%, alors que l'emploi en équivalents plein temps a diminué de 0,1%. L'industrie manufacturière (-2,8%), l'hôtellerie et la restauration (-1,6%) ainsi que les branches «Commerce et réparation de véhicules» (-1,1%) et «Transports et communications» (-1,3%) comptent parmi les secteurs ayant accusé le plus fort recul en termes d'emploi en 2009.

... et amélioration des perspectives d'emploi

Les indicateurs avancés dans le domaine de l'emploi constituent un élément supplémentaire qui traduit l'amélioration des perspectives conjoncturelles. L'indice des places vacantes et l'indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi, établis par

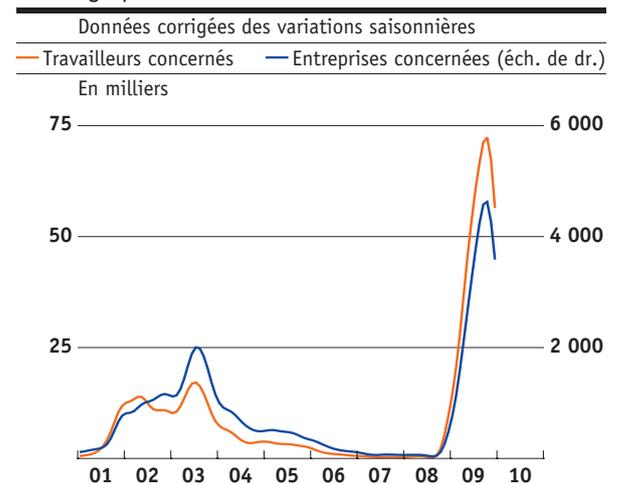
Graphique 2.12

Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.14

Chômage partiel



Graphique 2.12

Source: OFS, correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 2.14

Source: OFS, correction des variations saisonnières: BNS.

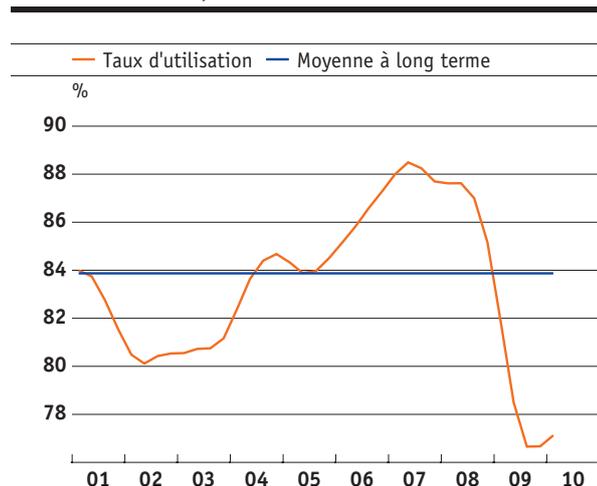
l'Office fédéral de la statistique (OFS), ont progressé. Cette amélioration s'étend à presque toutes les branches. L'évolution des indicateurs avancés laisse présager une croissance modeste de l'emploi en 2010.

Stabilisation du chômage

Le taux de chômage était de 4,3% en novembre comme en février. Cette stabilité contraste avec les trois premiers trimestres de 2009, durant lesquels le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) avait subi, en données corrigées des variations saisonnières, une hausse mensuelle moyenne de près de 5 000 personnes. La proportion de demandeurs d'emploi, qui comprend les chômeurs inscrits et les personnes prenant part à des programmes de formation et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, était de 5,7% en février, soit au même niveau que trois mois plus tôt.

Les chiffres officiels du chômage ne mesurent qu'une partie du sous-emploi. Malgré l'amorce d'un tournant l'automne dernier déjà, le chômage partiel se situait à un niveau élevé entre octobre et décembre. En données corrigées des variations saisonnières, 3 500 entreprises avaient introduit le chômage partiel en décembre, et 60 400 personnes étaient concernées. En raison de la stabilisation du chômage observé ces derniers mois, on peut espérer que les licenciements de chômeurs partiels resteront limités.

Graphique 2.15
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

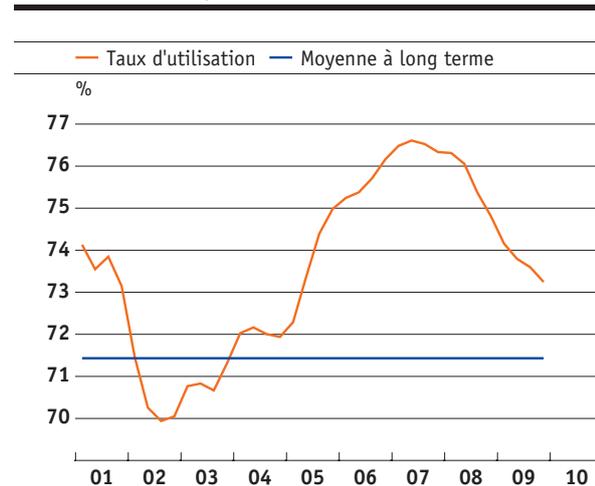
2.4 Utilisation des capacités de production

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 rigide sur le court terme. Les fluctuations de la demande se traduisent donc par une modification du taux d'utilisation des capacités techniques et des effectifs. Si ce taux dépasse son niveau normal pendant une période prolongée, la demande est excédentaire et, partant, les pressions inflationnistes s'accroissent. À l'inverse, s'il est inférieur à son niveau normal pendant une période prolongée, l'offre est excédentaire et, partant, les pressions déflationnistes diminuent.

Faible utilisation des capacités de production dans l'industrie

D'après les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est peu améliorée au quatrième trimestre également. Elle se situait à 77,1%, soit environ 0,4 point de pourcentage au-dessus de la valeur du troisième trimestre, mais bien au-dessous de la moyenne à long terme de 83,9%. Cela montre que le capital est encore fortement sous-utilisé dans l'industrie et que les signes d'une amélioration notable n'ont guère eu d'effets sur la production au quatrième trimestre. La situation est très différente dans la construction, où le

Graphique 2.16
Utilisation des capacités dans la construction



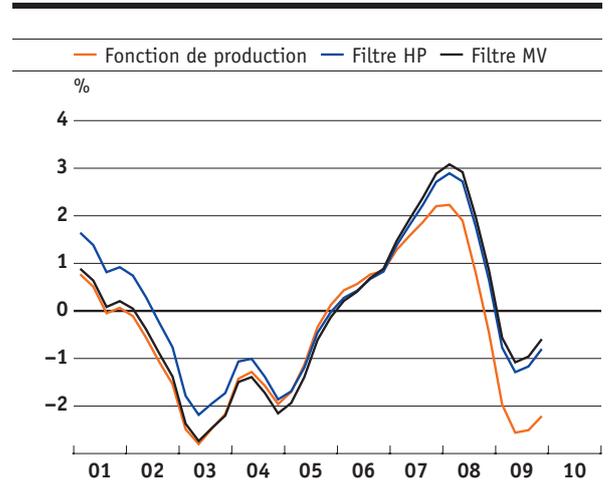
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

taux d'utilisation des machines est nettement supérieur à la moyenne à long terme. Il était toutefois en repli, ce qui laisse présager un ralentissement de la conjoncture dans la construction en 2010.

Ecart de production négatif

L'écart de production, qui demeure clairement négatif, s'est réduit quelque peu au quatrième trimestre. D'après la fonction de production (FP), la sous-utilisation du potentiel de production se situe à 2,2%, alors que les estimations faites à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott (HP) et du filtre multi-varié (MV) indiquent un écart modéré, mais toujours négatif, de -0,5%. Le potentiel de croissance, qui s'est un peu affaibli pendant la récession, a encore reculé au cours du quatrième trimestre, notamment en raison d'une immigration plus faible et de taux de participation plus bas. Il reste néanmoins positif, à un niveau comparable à celui de 2004 et de 2005.

Graphique 2.17
Ecart de production



Source: BNS.

2.5 Prix et anticipations inflationnistes

Indice des prix de l'offre totale caractérisé par une hausse des prix des matières premières

Entre novembre et janvier, les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont un peu augmenté dans l'ensemble. Des prix plus élevés ont principalement été observés pour l'énergie et, dans une moindre mesure, pour les produits agricoles et les biens intermédiaires. Tandis que les prix des biens de consommation sont restés stables, ceux des biens d'équipement ont baissé, notamment grâce aux réductions de prix pour les produits métalliques manufacturés fournis par l'étranger. Aussi les augmentations de prix concernaient-elles, pour l'essentiel, les biens situés au début de la chaîne de création de valeur. A court terme, les prix à la consommation ne devraient donc pas connaître de pression à la hausse.

En dépit de la hausse enregistrée entre novembre et janvier, les prix de l'offre totale demeurent inférieurs à ceux de la même période de l'année précédente. Le recul, qui s'établissait à 3,3% en novembre, était encore de 1,3% en janvier.

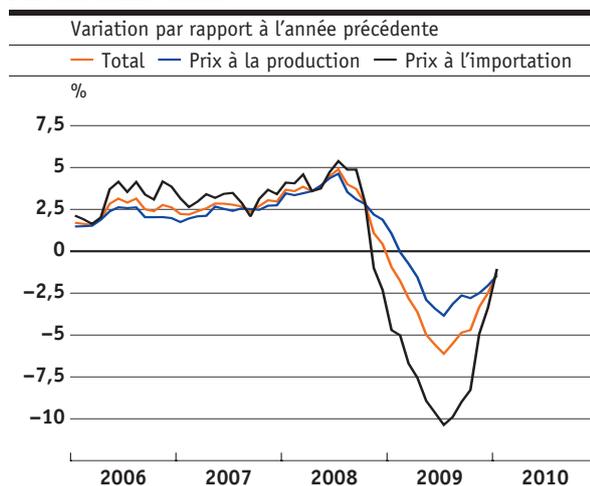
Renchérissement annuel de 0,9% en février

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a atteint 0,9% en février, alors qu'il était nul en novembre. Cette progression tient principalement aux prix plus élevés des produits pétroliers et à un effet de base positif. Les prix des produits pétroliers avaient fortement baissé jusqu'au premier trimestre de 2009, avant de retrouver une tendance haussière. Abstraction faite de ces produits, le renchérissement annuel était presque stable et s'établissait à 0,4% en février.

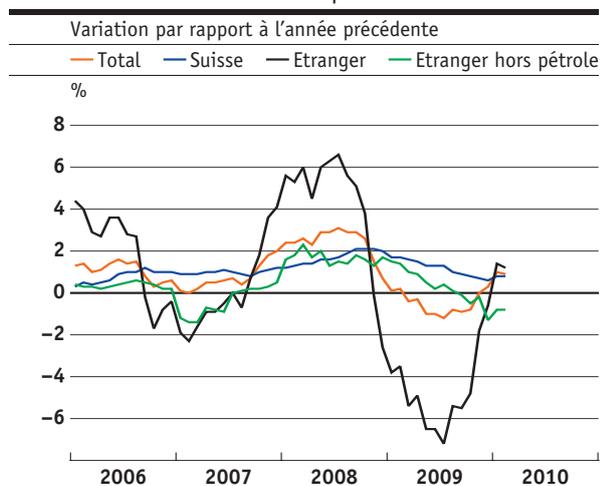
Mesuré aux biens et services d'origine suisse de l'IPC, le renchérissement intérieur s'est stabilisé en février, après avoir marqué un net fléchissement entre le troisième et le quatrième trimestre. Cette stabilisation est notamment liée aux prix plus élevés de l'électricité et des services de restauration et d'hôtellerie. Les loyers ont pour leur part connu une hausse de 1,2% en février (en comparaison annuelle), ce qui représente un renchérissement légèrement inférieur à celui des mois précédents.

Pour la première fois depuis octobre 2008, les biens et services étrangers de l'IPC ont affiché un

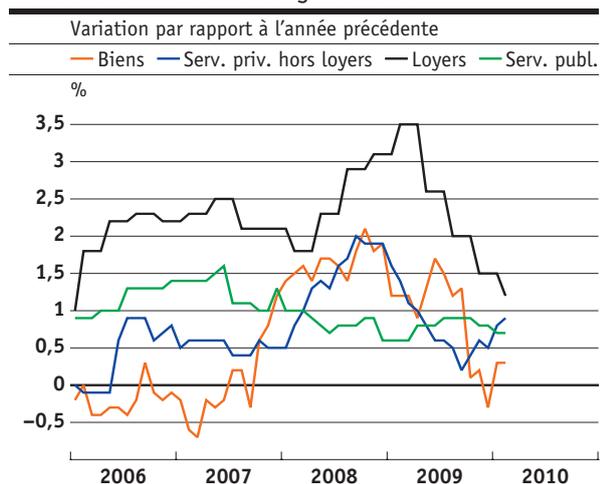
Graphique 2.18
Prix de l'offre totale



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: BNS et OFS.

renchérissement annuel positif en janvier (1,4%). En février, les prix à l'importation se sont tassés quelque peu et le renchérissement s'est inscrit à 1,2%, car le mazout et les carburants étaient devenus moins chers. Sans les produits pétroliers, le renchérissement serait toutefois demeuré négatif (-0,8%), principalement à cause de la baisse des prix du gaz et des produits électroniques.

Inflation sous-jacente stable

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, calcu-

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

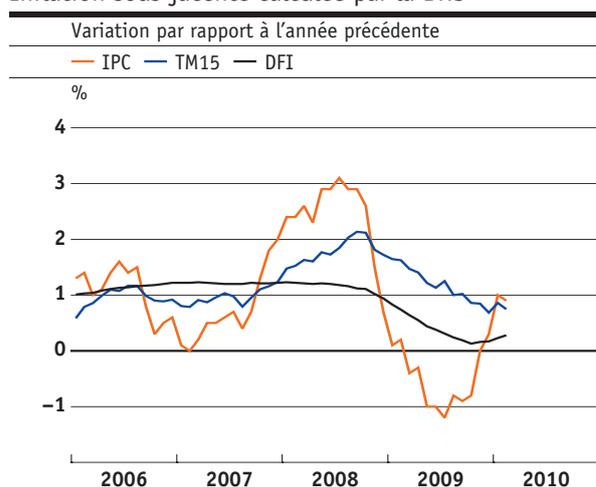
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2008	2008		2009		2010		
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	-0,5	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	0,3	1,0	0,9
Biens et services du pays	1,2	1,4	1,1	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8
Biens	1,0	1,3	1,3	0,0	0,2	-0,3	0,3	0,3
Services	1,3	1,4	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9
Services privés (hors loyers)	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,9
Loyers	2,5	2,9	2,2	1,6	1,5	1,5	1,5	1,2
Services publics	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Biens et services de l'étranger	-4,7	-6,0	-6,0	-2,4	-1,8	-0,6	1,4	1,2
Hors produits pétroliers	0,3	0,6	0,1	-0,7	-0,2	-1,3	-0,8	-0,8
Produits pétroliers	-25,9	-32,1	-30,5	-10,9	-8,8	3,4	15,7	13,4

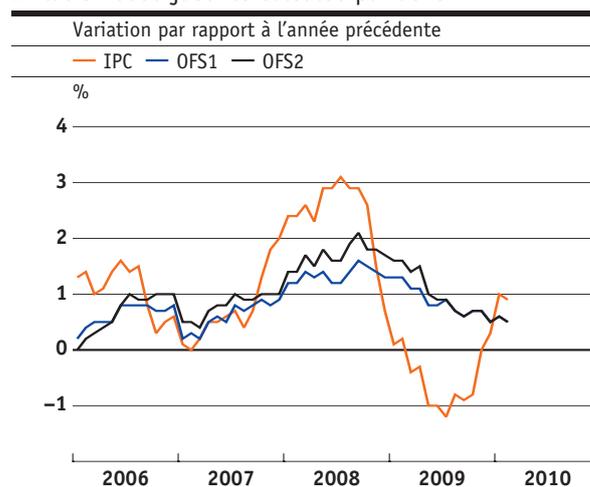
Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.21
Inflation sous-jacente calculée par la BNS



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.22
Inflation sous-jacente calculée par l'OFS



Source: OFS.

le 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, 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.

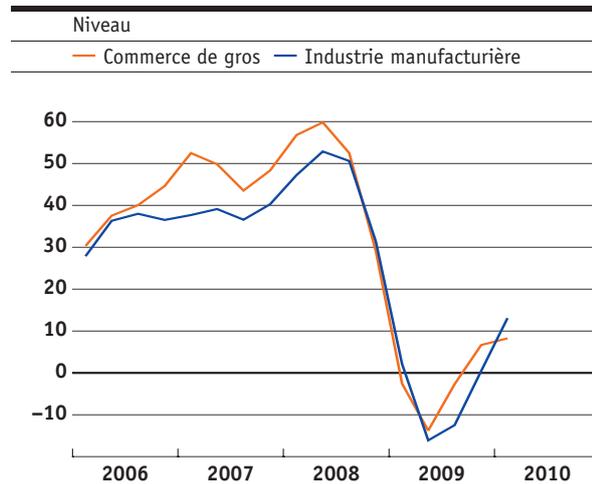
Les différents taux de l'inflation sous-jacente ont peu changé entre novembre et février. Durant ce dernier mois, ils se situaient entre 0,5% et 1%, à l'exception de la DFI. Celle-ci a atteint son plus bas niveau (0,1%) en octobre; elle est depuis légèrement remontée pour s'inscrire à 0,3% en février. D'après la DFI, les risques déflationnistes ont légèrement diminué.

Anticipations inflationnistes faibles

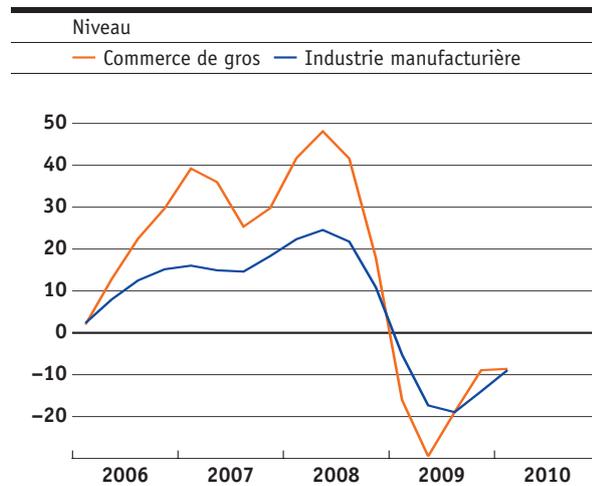
Plusieurs enquêtes fournissent des indications sur les anticipations inflationnistes des entreprises et des ménages. Les collaborateurs qui exercent des fonctions dirigeantes dans des entreprises opérant en Suisse sont interrogés dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et du sondage destiné à déterminer l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les résultats montrent l'évolution des prix d'achat et de vente escomptée par les entreprises pour les trois prochains mois. Alors que des baisses de prix avaient clairement été attendues pendant plusieurs trimestres, le commerce de gros et l'industrie manufacturière tablaient récemment sur des prix d'achat majoritairement en hausse (graphique 2.23). La même tendance est observée pour la composante «prix d'achat» du PMI, qui fait tous les mois l'objet d'une enquête. Cette composante s'est fortement redressée depuis le seuil atteint en février 2009 et, en février 2010, elle dépassait de nouveau le niveau de la moyenne à long terme. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre pour les prix de vente attendus un retournement de tendance similaire à celui enregistré pour les prix d'achat, mais la plupart des entreprises continuent à tableur sur un recul plutôt que sur une hausse (graphique 2.24).

L'enquête que le SECO mène une fois par trimestre auprès des ménages mesure l'évolution des prix attendue par les consommateurs pour les douze prochains mois. Les résultats publiés en janvier indiquent que les attentes inflationnistes sont, dans

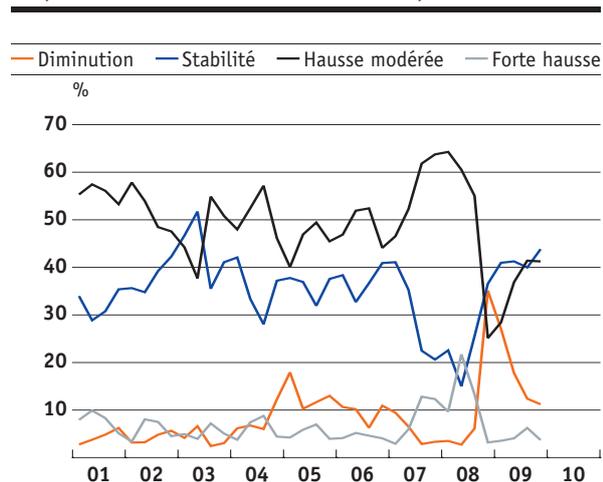
Graphique 2.23
Prix d'achat attendus



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: BNS et SECO.

l'ensemble, inchangées par rapport à la dernière enquête (graphique 2.25). Ces quatre derniers trimestres, la part des ménages interrogés qui s'attendaient à une baisse des prix a nettement diminué. Dans le même temps, le nombre de personnes interrogées qui escomptent des hausses de prix modérées a progressé. La part des ménages tablant sur des prix stables ou encore sur des prix en forte augmentation n'a pratiquement pas changé. Près de la moitié des ménages interrogés s'attendaient à des prix stables, alors que très peu pensaient que les prix augmenteraient considérablement. Les anticipations inflationnistes relatives aux prix à la consommation restent donc très modestes pour l'année à venir.

2.6 Perspectives économiques

Essor modéré de la conjoncture

La BNS table sur un accroissement du PIB suisse d'environ 1,5% en 2010. Pour 2009 par contre, elle estime que le PIB a reculé de 1,5%. Cette progression attendue du PIB ne suffira pas à combler, d'ici à fin 2010, l'écart de production de l'ensemble de l'économie, et ce malgré le tassement du potentiel de croissance.

En 2010, la croissance du PIB devrait reposer principalement sur la demande intérieure. Les exportations nettes y contribueront vraisemblablement dans une moindre mesure en raison de la lente reprise dans de nombreux pays européens importants et de l'appréciation du franc sur les marchés des changes.

Les risques à la hausse et à la baisse sont actuellement équilibrés. D'une part, le commerce mondial pourrait se rétablir plus rapidement que prévu et soutenir les exportations suisses. D'autre part, on ne peut exclure que la croissance économique soit de nouveau hésitante, une fois estompés les effets des plans de relance étatiques. De même, une forte hausse inattendue du prix des matières premières ou une appréciation excessive du franc pourraient entraver la reprise escomptée.

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Résumé de la politique monétaire menée depuis mi-décembre

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de décembre, la Banque nationale a maintenu à 0%-0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de maintenir ce taux à un niveau de 0,25%. Elle a en outre réaffirmé son intention de continuer à approvisionner généreusement l'économie en liquidités et annoncé vouloir mettre fin à ses achats d'obligations en francs de débiteurs du secteur privé. Enfin, la Banque nationale a réaffirmé sa volonté de s'opposer résolument à une appréciation excessive du franc face à l'euro.

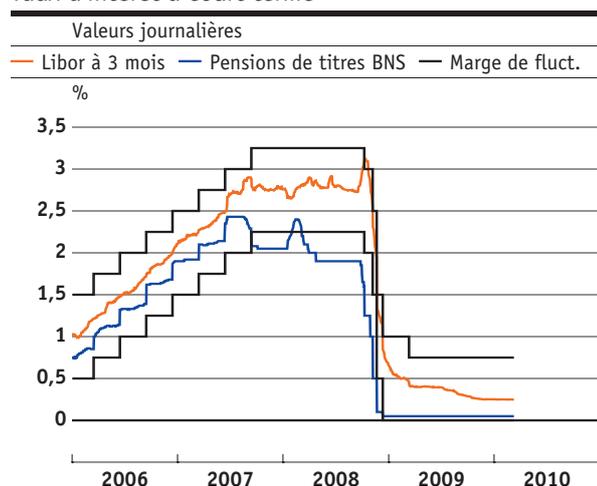
Les marchés monétaires à court terme s'étant rétablis, plusieurs nouvelles mesures ont été adoptées en vue de la normalisation de la politique monétaire. En janvier, la BNS a confirmé, conjointement avec d'autres banques centrales, l'expiration, le 1^{er} février 2010, des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de swaps) avec la Réserve fédérale des Etats-Unis. Ces accords avaient été conclus afin de contrer, sur le plan mondial, les tensions perturbant les marchés monétaires en dollars des Etats-Unis. Il n'était plus nécessaire de les maintenir étant donné la détente intervenue en 2009. Au besoin, les banques cen-

trales reprendront toutefois leur coopération. D'entente avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, la BNS a ainsi suspendu, le 31 janvier 2010, ses pensions de titres contre dollars des Etats-Unis. En outre, elle a annoncé, conjointement avec la Banque centrale européenne, la Banque nationale de Pologne (Narodowy Bank Polski) et la Banque nationale de Hongrie (Magyar Nemzeti Bank), la suspension de ses swaps euros contre francs, les conditions s'étant améliorées sur le marché monétaire en francs. Les derniers swaps de ce type ont été conclus le 25 janvier 2010. Les banques établies en Suisse ou à l'étranger peuvent toujours se procurer des liquidités en francs en recourant au système des pensions de titres contre francs ou au marché interbancaire.

Comme les trimestres précédents, la BNS a émis chaque semaine ses propres titres de créance (Bons de la BNS en francs) en vue de résorber de manière ciblée des liquidités en francs. Au cours des derniers trimestres, elle a placé des Bons en francs à sept jours uniquement. En moyenne des émissions réalisées en décembre et en janvier, 13,9 milliards de francs ont pu ainsi être résorbés (moyenne des souscriptions reçues: 15,3 milliards de francs). Le rendement marginal moyen par émission s'est établi à 0,026%.

La BNS a également continué d'émettre ses propres titres de créance en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS – USD). Ceux-ci ont été émis toutes les deux semaines pour des durées de 28, 84 et 168 jours en alternance. Mi-mars, l'encours de ces Bons

Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

Graphique 3.2
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

s'élevait à environ 17 milliards de dollars. L'écart entre les rendements de ces Bons et ceux des emprunts d'Etat américains correspondants a légèrement augmenté au quatrième trimestre de 2009, en particulier dans les durées les plus longues. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, il est cependant resté presque inchangé.

Calme sur les marchés monétaires

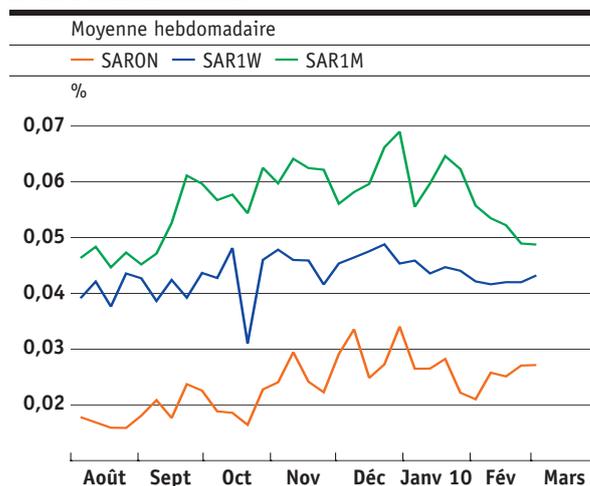
Sur le marché monétaire en francs, les taux d'intérêt appliqués aux opérations en blanc n'ont pas enregistré de fluctuations sensibles au cours des trois derniers mois. Entre mi-décembre et mi-mars, le Libor à trois mois est resté très proche du niveau visé, soit 0,25%, comme le montre le graphique 3.1. Dans la même période, les primes de risque sur les marchés monétaires se sont maintenues à des niveaux stables. Ainsi, l'écart entre le Libor à trois mois et l'Overnight Index Swap (OIS) correspondant est resté presque inchangé à environ 0,20 point. Comme l'indique le graphique 3.2, il est toujours légèrement supérieur au niveau habituel qu'il avait avant la crise, mais nettement inférieur au record (1,74 point) observé après la faillite de Lehman Brothers.

Sur le marché interbancaire en francs, les taux d'intérêt appliqués aux opérations gagées ont eux aussi évolué de façon modérée ces trois derniers mois. On peut y voir les effets de l'approvisionnement en liquidités, toujours généreux, par la BNS. En août 2009, la BNS et SIX Swiss Exchange SA ont introduit de nouveaux taux d'intérêt de référence pour les opérations gagées sur le marché monétaire en francs: les Swiss Reference Rates. Le graphique 3.3 montre l'évolution, depuis leur introduction, de certains de ces taux portant sur diverses durées. Dans cette nouvelle gamme de taux, le Swiss Average Overnight Rate (SARON), soit la rémunération de l'argent au jour le jour, s'est maintenu autour de 0,03% depuis mi-décembre, tandis que le taux du marché à une semaine, le SAR1W, a fluctué autour de 0,05%, restant ainsi proche du taux appliqué par la BNS à ses pensions de titres à une semaine.

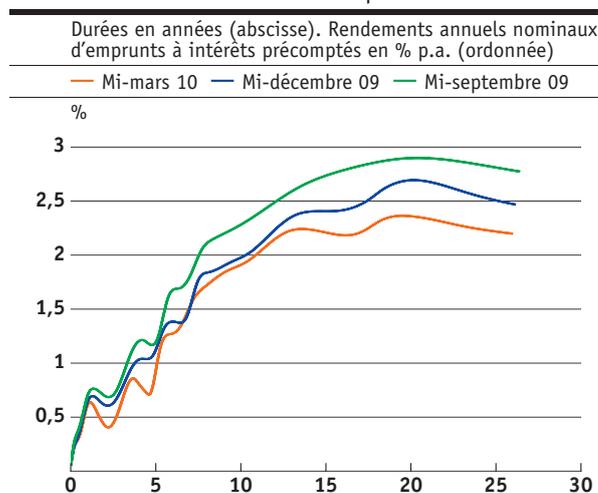
Pente de la courbe des taux relativement forte dans une perspective historique ...

Entre mi-décembre et mi-mars, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse a légèrement fléchi pour s'établir à 1,8% à la fin de cette période. Les rémunérations à court terme ayant peu varié, les écarts entre les taux à long

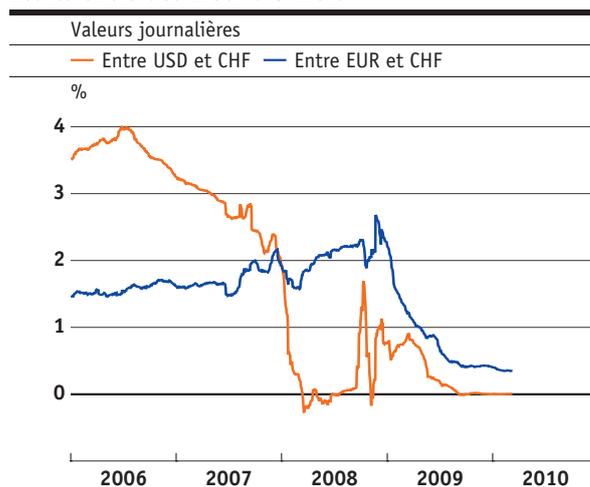
Graphique 3.3
Swiss Reference Rates



Graphique 3.4
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 3.5
Ecart entre des Libor à 3 mois



Graphique 3.3
Source: SIX Swiss Exchange AG.

Graphique 3.4
Source: BNS.

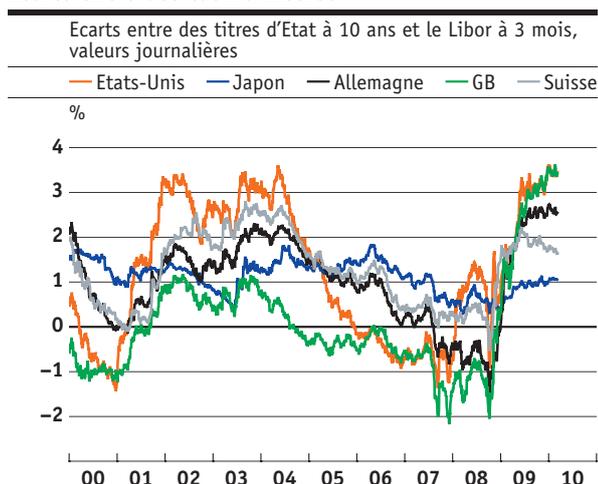
Graphique 3.5
Sources: BNS et Reuters.

terme et à court terme (*term spreads*) se sont réduits quelque peu ces trois derniers mois. L'écart entre le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse et le Libor à trois mois (graphique 3.6) sert d'indicateur sommaire pour mesurer la pente de la courbe des taux d'intérêt. A partir de début 2009, un redressement est intervenu après les creux enregistrés dans la phase aiguë de la crise. Mi-mars, cet écart était d'environ 1,5 point de pourcentage. Ce niveau, toujours élevé dans une perspective historique, reflète la politique monétaire expansionniste.

... mais relativement faible en comparaison internationale

Sur le plan international également, les taux d'intérêt à court terme n'ont guère varié. Aussi les écarts entre la Suisse et l'étranger (zone euro et zone dollar) sont-ils restés presque inchangés dans le segment du court terme (voir graphique 3.5). Contrairement à ce qu'on a observé en Suisse, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont cependant augmenté dans plusieurs pays, probablement pour des raisons liées à la politique budgétaire. Par conséquent, les écarts de rendement entre les emprunts d'Etat de nombreux pays et ceux de la Confédération suisse se sont creusés. En outre, les écarts entre les taux à long terme et à court terme (*term spreads*) ont marqué à l'étranger une tendance à la hausse ces trois derniers mois (voir graphique 3.6). Aux Etats-Unis, cet écart atteignait environ 3,5 points, niveau qui n'avait plus été enregistré depuis l'année 2004.

Graphique 3.6
Ecart entre des taux d'intérêt



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

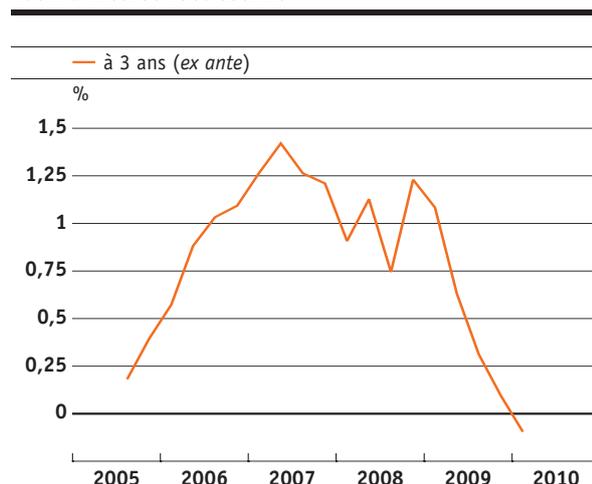
Nouveau repli des rendements des emprunts émis par des entreprises

Au cours des trois mois examinés, les rendements des emprunts émis en francs suisses par des entreprises ont poursuivi leur mouvement de repli, en harmonie avec l'évolution observée sur les marchés internationaux. En effet, les débiteurs, quelle que soit leur notation, ont tous bénéficié des conditions plus avantageuses appliquées à l'octroi de crédits et de l'amélioration des résultats des entreprises. Mi-mars, l'écart de rendement entre entreprises ayant une bonne notation et entreprises de qualité moindre était toutefois toujours supérieur à son niveau d'avant l'éclatement de la crise l'été 2007.

Taux d'intérêt réel toujours bas

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 de la conjoncture. Le graphique 3.7 se rapporte au taux d'intérêt réel à trois ans. Celui-ci correspond à la différence entre le taux nominal à trois ans et la hausse des prix à la consommation attendue durant cette période. Ces anticipations sont estimées en prenant la moyenne des prévisions non conditionnelles tirées de divers modèles de la BNS. Comme le taux nominal à trois ans a légèrement diminué et que les prévisions d'inflation ont quelque peu augmenté, le taux d'intérêt réel à trois ans a encore fléchi, passant à -0,1% au premier trimestre de 2010. Ce taux reste ainsi à un niveau historiquement très bas. Il devrait en découler des effets stimulants sur l'économie.

Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS.

3.2 Cours de change

Raffermissement du dollar des Etats-Unis

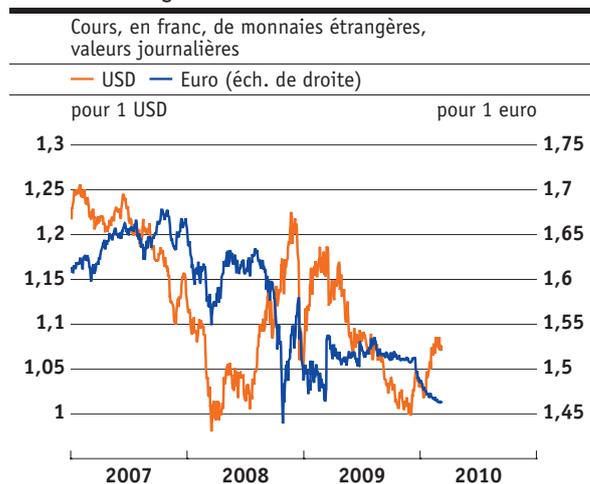
Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre, le raffermissement du dollar des Etats-Unis a constitué le fait le plus marquant sur les marchés des changes. La monnaie américaine s'est revalorisée surtout face à l'euro. Entre mi-décembre et mi-mars, sa hausse a atteint 8%. Ce mouvement contraste avec la phase de faiblesse que le dollar a traversée de mi-mars 2009 à décembre 2009.

Le franc suisse a lui aussi faibli vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, soit de 4,7% entre mi-décembre et mi-mars. Toutefois, son cours de mi-mars était à un niveau correspondant approximativement à la moyenne de 2009. La relation de change entre le franc et l'euro a suivi une évolution moins contrastée. Face à l'euro, le franc s'est revalorisé de 3,3% entre mi-décembre et mi-mars et de 3,2% par rapport à la moyenne de 2009. L'évolution récente de cette relation de change doit cependant être placée dans le contexte des mesures non conventionnelles que la BNS a prises, après la mi-mars 2009, pour contrecarrer une nouvelle hausse du franc vis-à-vis de l'euro.

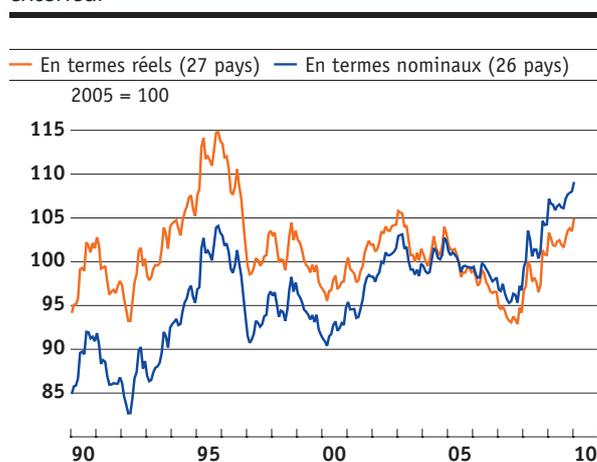
Hausse du franc, en termes nominaux, pendant la crise

En termes nominaux, la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur s'établissait, en janvier 2010, à un niveau supérieur de 2% à sa moyenne de l'année 2009, et de 12% à son niveau d'avant la crise en août 2007 (voir graphique 3.9). La même constatation peut être plus ou moins faite pour la valeur extérieure du franc en termes réels. A plus long terme cependant, le cours réel du franc fluctue, depuis le milieu des années 1990, autour d'une moyenne stable. Sur une longue durée, les relations de change ont tendance à rester stables, en termes réels, étant donné que les écarts entre les taux d'inflation des zones monétaires compensent assez bien les fluctuations des cours de change nominaux.

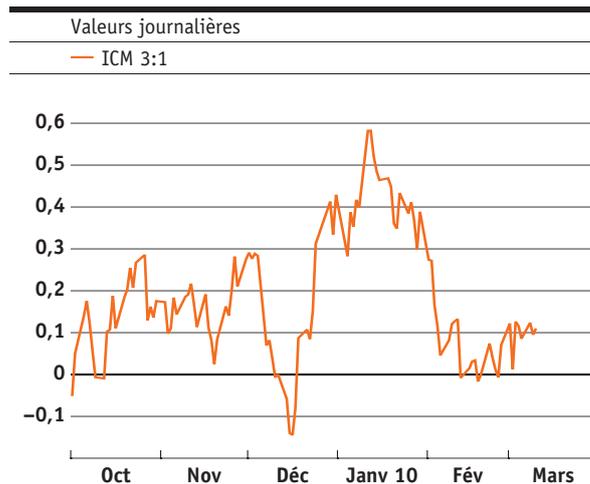
Graphique 3.8
Cours de change



Graphique 3.9
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Graphique 3.10
Indice nominal des conditions monétaires



Graphiques 3.8 et 3.10
Source: BNS.

Graphique 3.9
Source: BRI.

Conditions monétaires un peu plus restrictives

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 déterminantes pour l'économie suisse 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, il traduit un durcissement des conditions monétaires; s'il évolue dans la zone négative, il reflète un assouplissement (voir Bulletin trimestriel 1/2004, encadré inséré dans le rapport sur la politique monétaire, page 27).

Avec une pondération dans un rapport de trois pour un des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par les exportations, l'ICM indiquait, mi-mars, des conditions monétaires légèrement plus restrictives. En effet, le taux de change effectif nominal a légèrement augmenté, alors que le Libor à trois mois est resté pratiquement inchangé (voir graphique 3.10).

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 un rôle important dans l'analyse de la situation économique, et cela pour deux raisons. D'une part, les ménages et les entreprises voient la valeur

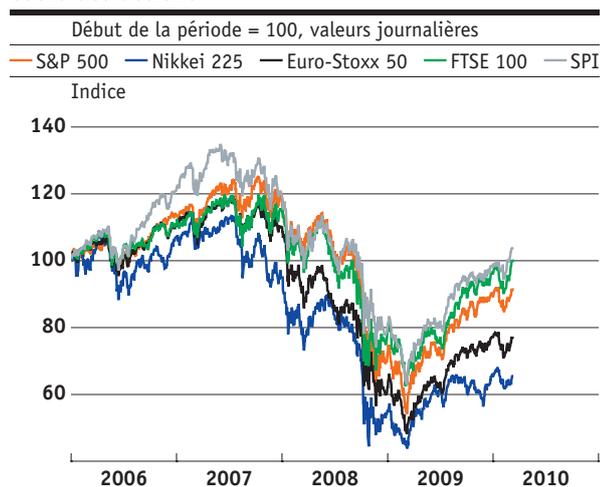
de leur patrimoine évoluer du fait de la fluctuation de ces prix. La qualité de leur signature s'en trouve changée, mais aussi leur comportement en matière de consommation et d'investissement. D'autre part, une modification des anticipations inflationnistes engendre une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième raison. Elles représentent en effet 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.

Hausse sur les marchés des actions

Sur les marchés des actions, les cours ont enregistré une hausse ces derniers mois. L'indice américain S&P 500 a ainsi augmenté de 4% et l'indice européen Euro-STOXX 50 de 5% entre mi-décembre et mi-mars. Le Swiss Performance Index (SPI) a même gagné 8% dans le même intervalle. Les cours ont toutefois fluctué durant la période sous revue. Des indicateurs conjoncturels tels que les taux de chômage en Europe ou l'évolution de la dette publique dans plusieurs pays européens ont par moments influé négativement sur les marchés des actions.

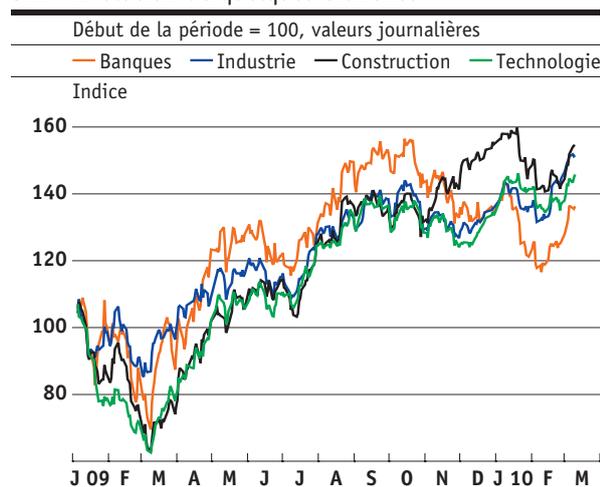
Un examen des diverses composantes du SPI montre que les cours des titres des petites, des moyennes et des grandes entreprises ont progressé à peu près dans la même mesure. L'évolution a toutefois divergé fortement selon la branche. En effet, les valeurs industrielles ont gagné 16%, alors que celles des services financiers ont progressé de 1%

Graphique 3.11
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.12
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

seulement. D'une manière générale, les branches et les entreprises axées sur le marché intérieur sont restées à l'abri des répercussions les plus graves de la crise. L'évolution relativement robuste enregistrée en 2009 par les dépenses de consommation en Suisse y a contribué.

La volatilité des cours des actions est un indicateur de l'incertitude régnant sur les marchés. Le graphique 3.13 présente la volatilité attendue pour les trente prochains jours, calculée au moyen du Chicago Board Options Exchange volatility Index (VIX), et la volatilité effective, mesurée comme écart type annualisé des rendements mensuels du S&P 500. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, le VIX a légèrement fléchi pour s'établir à 19. Il est ainsi nettement inférieur aux records qu'il avait atteints pendant la crise, et à peu près au niveau de sa moyenne historique à long terme.

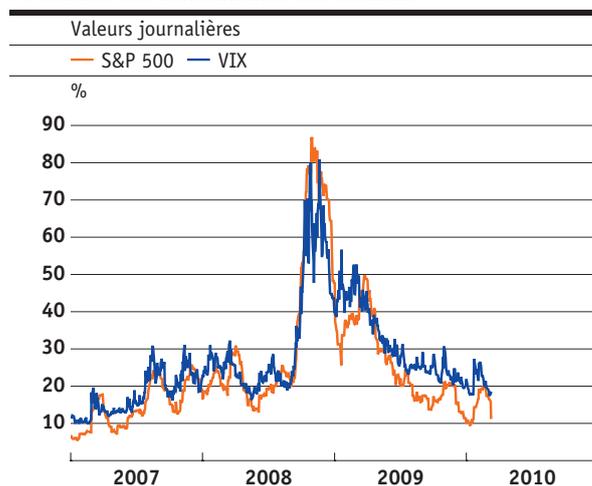
Prix du pétrole en légère hausse

Les prix des matières premières ont généralement évolué sans marquer de tendance claire. Les prix des agents énergétiques ont toutefois enregistré une nette augmentation ces trois derniers mois, alors que ceux des céréales ont fléchi de 7%. Le baril de pétrole a renchéri, son prix passant de 72 dollars mi-décembre à 79 dollars mi-mars. Quant au prix de l'or, il s'établissait à 1 125 dollars l'once mi-mars et était ainsi à son niveau de mi-décembre, restant inférieur au record enregistré début décembre.

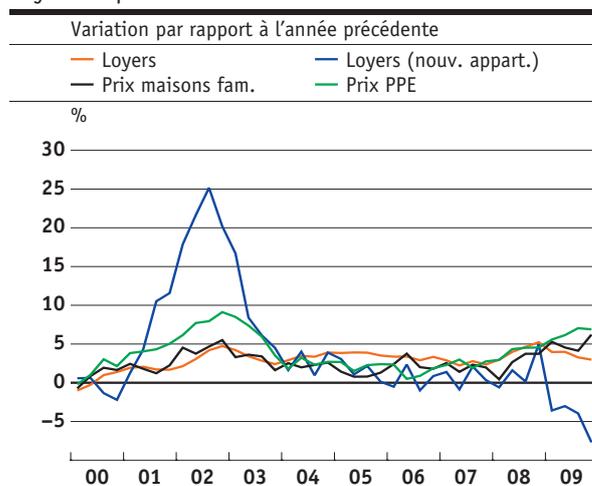
Tendances divergentes des prix sur le marché de l'immobilier

Au quatrième trimestre de 2009, les loyers et les prix, en termes nominaux, ont continué d'évoluer de façon contrastée sur le marché de l'immobilier. En un an, les prix des appartements en propriété par étage ont augmenté de 6,7%, et ceux des maisons individuelles, de 6%. La hausse des loyers des appartements – le marché suisse des logements est constitué en majeure partie d'appartements en location – a été plus modérée puisqu'elle s'est établie à 2,9%. Il convient toutefois de relever que les loyers des appartements neufs reflètent mieux la situation régnant sur le marché. Ces loyers ont fléchi pour la quatrième fois consécutive (-8% au quatrième trimestre). Les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont eux aussi reculé pour la quatrième fois de suite (-4,8%). En revanche, ceux des bureaux ont augmenté de 6,6%.

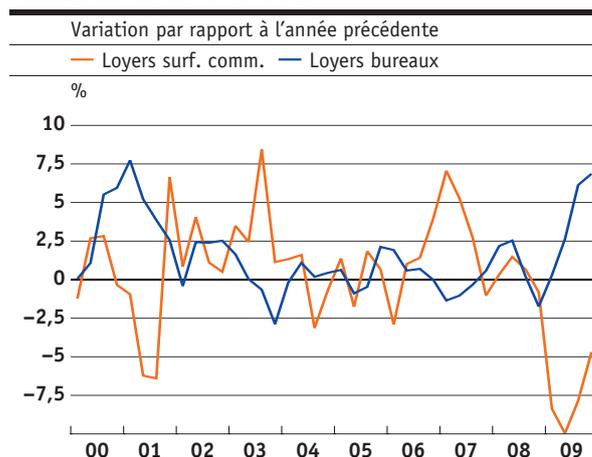
Graphique 3.13
Volatilité des rendements des actions



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



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



Graphique 3.13
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphiques 3.14 et 3.15
Source: Wüest & Partner.

3.4 Agrégats monétaires

Demande moins forte de monnaie centrale

La demande de liquidités de la part des banques a faibli ces derniers mois. La BNS a par conséquent réduit les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement auprès d'elle. Après avoir augmenté très fortement entre septembre 2008 et avril 2009, la monnaie centrale a elle aussi diminué. Constitué des avoirs en comptes de virement et des billets en circulation, cet agrégat reste toutefois à des niveaux nettement supérieurs à ceux d'avant la crise, ce qui reflète l'incertitude persistante.

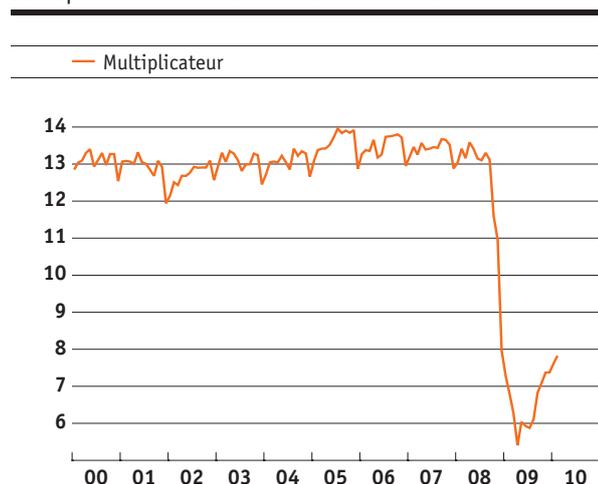
Avant la crise, les rapports entre la monnaie centrale et les autres agrégats monétaires étaient très stables, comme on peut le déduire de l'évolution du multiplicateur monétaire pour M3 (voir graphique 3.16). Ce multiplicateur correspond au quotient obtenu en divisant l'agrégat monétaire M3 par la monnaie centrale. Il montre dans quelle mesure 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 détiennent davantage de liquidités, par précaution, et s'accordent entre elles moins de crédits. Il en a découlé un fort recul du multiplicateur monétaire. Ce dernier se rapproche toutefois peu

à peu de son niveau habituel du fait que la BNS réduit les avoirs des banques en comptes de virement et, partant, résorbe des liquidités. Cette hausse du multiplicateur en direction de la valeur normale n'a donc rien d'inquiétant, sous l'angle de la politique monétaire, étant donné qu'elle résulte essentiellement d'une diminution de la monnaie centrale et non d'une création accrue de monnaie par les banques.

Expansion des autres agrégats monétaires

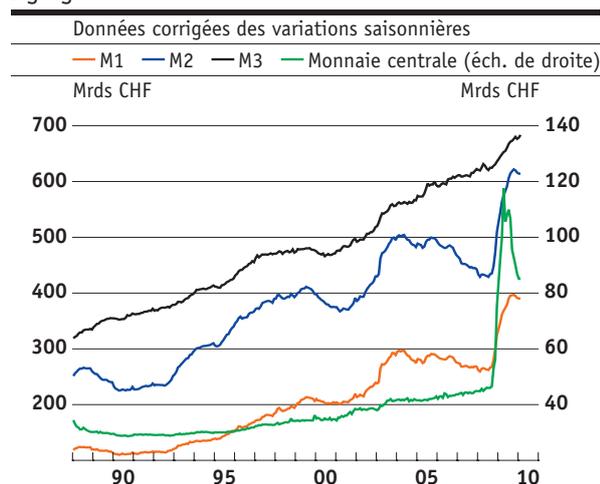
Les autres agrégats monétaires, à savoir M1, M2 et M3, ont dépassé récemment leur niveau tendanciel et sont, depuis peu, nettement au-dessus (voir graphique 3.17). Tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont fortement augmenté dans les années 2003 à 2005, puis se sont repliés 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 dépassaient de respectivement 12,5% et 12,9% leur niveau du mois correspondant de 2009. M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, a augmenté de 6,1% dans cette période (voir tableau 3.1).

Graphique 3.16
Multiplicateur de la masse monétaire M3



Source: BNS.

Graphique 3.17
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2008	2009	2008	2009				2009	2010	
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	Janvier	Février
Monnaie centrale²	49,6	99,1	61,7	92,9	110,2	103,0	90,1	89,2	87,0	85,5
Variation ³	12,1	99,9	37,8	102,9	142,6	127,4	46,1	15,2	1,2	-7,7
M1²	273,1	377,2	302,2	355,2	375,4	383,0	395,3	396,7	399,5	401,1
Variation ³	1,5	38,1	12,5	33,3	41,5	48,2	30,8	20,7	16,3	12,5
M2²	443,1	589,7	475,8	554,9	586,4	599,5	617,8	621,0	626,2	629,0
Variation ³	-1,6	33,1	7,3	26,5	35,0	41,5	29,8	21,0	16,5	12,9
M3²	626,0	662,1	631,3	648,3	657,9	664,7	677,4	678,6	683,1	689,7
Variation ³	2,2	5,8	2,0	3,7	4,5	7,5	7,3	6,4	6,1	6,1

1 Définition 1995.

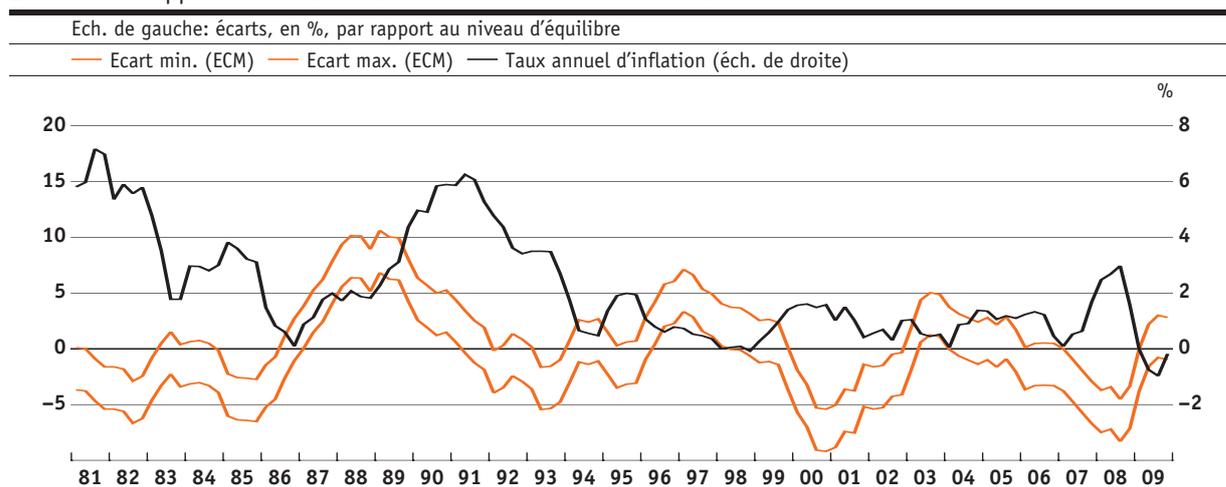
2 Niveau en milliards de francs.

3 En % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS.

Graphique 3.18

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



Source: BNS.

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 3.18 indique les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Le graphique montre que le déficit dans l'approvisionnement en monnaie s'est comblé au deuxième trimestre de 2009. Au quatrième trimestre de 2009, 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

Croissance plus forte des crédits

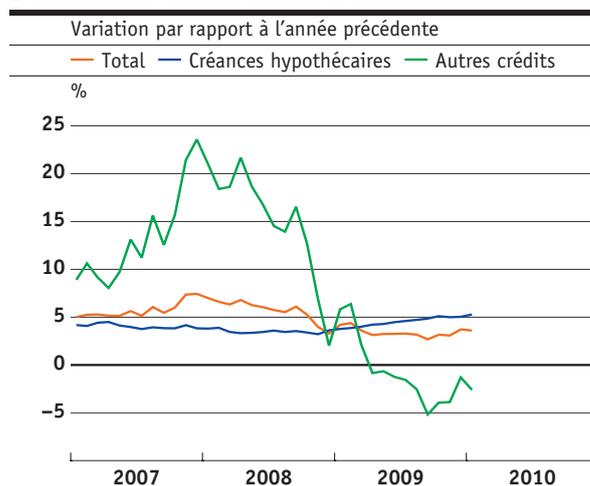
Au quatrième trimestre de 2009, le taux annuel de croissance des crédits a augmenté pour la première fois depuis fin 2007. Cette évolution est due essentiellement aux créances hypothécaires qui, stimulées par des taux d'intérêt en repli depuis octobre 2008, ont poursuivi leur expansion (5,1%). Par contre, les autres crédits ont continué de reculer (-3,2%).

Le graphique 3.20 montre l'influence que la baisse des taux d'intérêt a exercée sur la répartition des hypothèques selon leur durée résiduelle. Dans une phase de taux d'intérêt bas, les hypothèques conclues à taux fixe pour des durées relativement longues sont préférées à celles qui sont assorties d'un taux variable. En octobre 2008, les hypothèques dénonçables – il s'agit principalement d'hypothèques assorties d'un taux variable – constituaient encore 30% du total des créances hypothécaires. Cette part a ensuite fléchi pour s'établir à 16% en décembre 2009. Inversement, la part des hypothèques ayant une durée résiduelle comprise entre un an et cinq ans s'est accrue, passant dans la même période de 38% à 50%.

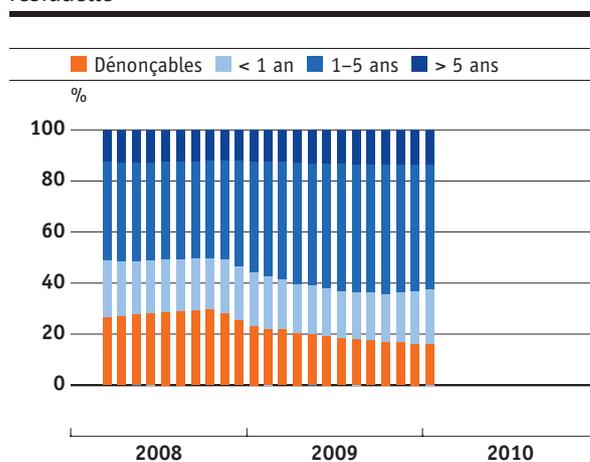
On observe également une divergence entre l'évolution des crédits aux ménages et celle des crédits aux entreprises. Les crédits aux ménages ont progressé à un rythme accru, alors que les crédits aux entreprises se sont stabilisés (voir graphique 3.21). Le taux annuel de croissance des crédits aux ménages a augmenté pour s'inscrire à 4,3% au quatrième trimestre de 2009. Son accélération a découlé essentiellement des créances hypothécaires, les autres crédits aux ménages – qui n'entrent toutefois que pour 6% dans le total des crédits aux ménages – ayant continué à se replier nettement. Quant au taux annuel de croissance des crédits aux entreprises, il a fléchi, passant de plus de 9% au premier trimestre de 2009 à 3,1% au quatrième trimestre de 2009. Ce ralentissement est dû en particulier aux autres crédits aux entreprises. Ceux-ci ont en effet enregistré un taux de croissance légèrement négatif, au quatrième trimestre de 2009, pour la première fois depuis l'année 2005.

L'enquête trimestrielle menée par la BNS auprès des banques montre que la phase de durcissement des conditions d'octroi de crédits est en train de s'achever. Pour le deuxième trimestre consécutif, les banques n'ont signalé aucun resserrement notable.

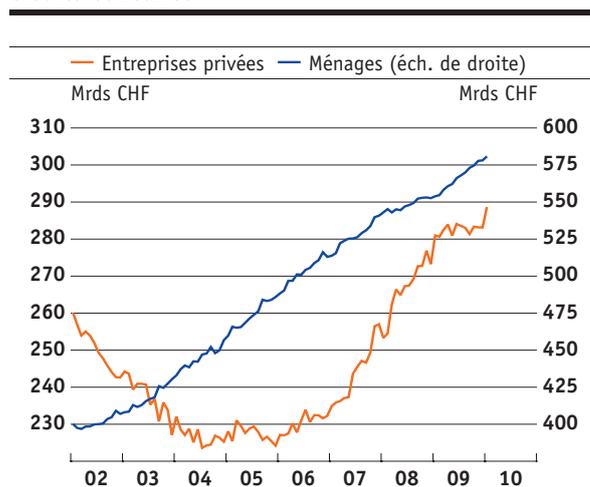
Graphique 3.19
Evolution des crédits bancaires



Graphique 3.20
Créances hypothécaires ventilées selon la durée résiduelle



Graphique 3.21
Crédits bancaires



Graphiques 3.19, 3.20 et 3.21
Source: BNS.

Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2008	2009	2008	2009				2009		2010
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier
Total ¹	5,7	3,4	4,2	4,1	3,2	3,0	3,3	3,1	3,7	3,6
Créances hypothécaires ¹	3,5	4,5	3,4	3,9	4,3	4,7	5,1	5,0	5,2	5,3
dont ménages ²	3,3	4,7	3,2	3,7	4,6	5,0	5,4	5,4	5,5	5,5
dont entreprises										
privées ²	3,8	5,8	3,6	5,2	5,8	6,2	6,1	6,1	5,8	5,9
Autres crédits ¹	14,8	-0,7	7,1	4,7	-0,9	-3,1	-3,2	-3,9	-1,8	-2,6
dont gagés ¹	1,2	-5,4	-5,6	-6,0	-6,2	-7,2	-2,2	-0,1	1,0	2,2
dont non gagés ¹	24,2	2,0	15,3	10,9	2,1	-0,8	-3,8	-5,8	-3,2	-4,9
dont en francs										
suisses ¹	20,3	1,5	16,3	6,2	1,2	0,4	-1,7	-1,9	-2,9	-4,1
dont en autres monnaies ¹	-1,8	-10,0	-18,5	-3,2	-9,7	-16,5	-9,8	-11,6	3,0	4,4

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 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 décembre 2009 et de mars 2010.

Raffermissement de la reprise de l'économie mondiale

Les Etats-Unis ayant enregistré une forte expansion au quatrième trimestre de 2009, les hypothèses pour 2010, en matière de croissance, ont été légèrement revues à la hausse par rapport à ce qui avait été retenu le trimestre précédent. Du côté de l'Europe par contre, les prévisions restent pour l'essentiel inchangées. Pour 2010, la BNS table sur un taux annuel de croissance de 2,9% aux Etats-Unis et sur une progression plus modeste en Europe, soit de l'ordre de 1%. A plus long terme, on s'attend à ce que la croissance s'accélère grâce à une reprise graduelle pour atteindre, en 2012, des taux de 3,4% aux Etats-Unis et de 2,9% en Europe.

Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 76 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 75 dollars. En outre, l'inflation dans les pays industrialisés devrait rester modérée et se maintenir autour de 1,6% ces prochaines années. Quant au cours de l'euro, il a été fixé à 1,38 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 des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. La BNS – deuxième élément – résume chaque trimestre, sous forme

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

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

Mars 2010	2010	2011	2012
PIB USA ¹	2,9	2,6	3,4
PIB UE (à 15) ¹	1,0	2,2	2,9
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1,38	1,38
Prix du baril de pétrole en dollars ²		76	75
Prix du baril de pétrole en francs suisses ³		81	80

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 ⁴		79	77

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 11 mars 2010.

4 Niveau, cours du 10 décembre 2009.

Source: BNS.

4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire

La Banque nationale suisse (BNS) poursuit sa politique monétaire expansionniste. C'est pourquoi elle maintient la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs à 0%–0,75% et tend à garder ce dernier dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, la BNS s'opposera résolument à une appréciation excessive du franc face à l'euro.

Les signes d'une reprise conjoncturelle s'intensifient. En Suisse, le secteur des exportations commence à bénéficier de la reprise, et l'évolution du marché intérieur se montre encourageante. Par conséquent, la Banque nationale table désormais sur une progression du PIB réel d'environ 1,5% pour 2010. La reprise demeure toutefois fragile et incertaine.

La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS reste quasiment inchangée par rapport à celle de décembre. Le renchérissement annuel moyen se situera aux alentours de 0,7% en 2010 et de 0,9% en 2011. La prévision d'inflation indique que la stabilité des prix n'est pas menacée à court terme. La reprise de la conjoncture mondiale est certes bien engagée, mais cette dernière demeure vulnérable. En cas de nouveaux chocs externes, les risques de déflation ne peuvent être entièrement exclus. La prévision d'inflation montre que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra pas être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme. Elle demeure grevée de lourdes incertitudes.

Perspectives économiques internationales

Dans l'ensemble, l'économie mondiale se développe conformément aux attentes. Depuis le dernier examen trimestriel, la dynamique de croissance s'est montrée robuste dans les pays émergents, notamment en Asie. Aux Etats-Unis comme en Europe, une reprise conjoncturelle est également amorcée. Toutefois, si la croissance s'est révélée étonnamment bien orientée Outre-Atlantique, elle s'est avérée décevante en Europe. La Banque nationale s'attend à ce que la reprise se poursuive à un rythme modéré. L'évolution de la conjoncture internationale reste cependant entachée de risques

importants. Les taux de chômage élevés et les perspectives difficiles pour les finances publiques, en particulier, devraient continuer de peser sur la demande finale.

Perspectives économiques en Suisse

En Suisse également, une reprise est en cours. Le PIB réel a progressé de 0,7% entre le troisième et le quatrième trimestre de 2009, soutenu à la fois par la croissance de la demande intérieure et par les exportations. Le commerce de détail et de gros, le secteur financier et la construction, notamment, ont enregistré une croissance vigoureuse. Dans l'industrie manufacturière, le secteur le plus touché par la récession, les signes de reprise se sont renforcés et étendus à un plus grand nombre de branches. Cette embellie a produit ses premiers effets positifs sur la demande de main-d'œuvre: durant les derniers mois de 2009, le chômage partiel a accusé un léger recul, et le taux de chômage a cessé de croître. La reprise devrait se poursuivre, mais demeurer fragile, en raison des différentes répercussions de la crise sur l'économie mondiale. Ainsi, ni dans l'industrie manufacturière ni dans les services, les entreprises ne s'attendent à une résorption rapide de leurs capacités excédentaires de production. Dans la construction, néanmoins, le taux d'utilisation des capacités de production devrait se maintenir au niveau satisfaisant qu'il connaît actuellement.

Sur l'ensemble de l'année 2010, la Banque nationale prévoit désormais une progression du PIB réel d'environ 1,5%.

Evolution du cadre monétaire et financier

Les conditions monétaires reflètent la politique monétaire expansionniste de la Banque nationale.

Le Libor se situe au niveau visé, soit à 0,25%. Les rendements des obligations de la Confédération sont très bas d'un point de vue historique. Cette situation montre, d'une part, que les finances publiques sont solides et, d'autre part, que les anticipations inflationnistes à long terme sont compatibles avec la stabilité des prix. Les primes de risque sont dorénavant basses et ont parfois même continué à se replier. De ce fait, les conditions des emprunts sur le marché des capitaux sont devenues attrayantes pour les entreprises.

La valeur extérieure du franc pondérée par les exportations a encore augmenté, ce qui s'explique surtout par la récente faiblesse de l'euro. Ne disposant plus de marge de manœuvre au niveau des taux d'intérêt, la Banque nationale est intervenue sur les marchés des changes. Elle entend de la sorte s'opposer résolument à une revalorisation excessive du franc face à l'euro, qui entraînerait un resserrement indésirable des conditions monétaires.

La monnaie centrale a certes diminué, mais elle reste très élevée. Elle devra être réduite en temps opportun pour éviter une création monétaire excessive de la part du secteur bancaire. La forte croissance des agrégats monétaires en automne 2008 a généré une détention élevée de liquidités chez les ménages et les entreprises. La situation s'est stabilisée depuis quelques mois; la croissance des agrégats monétaires s'est ralentie. En janvier, M2 a augmenté de 16,5% en rythme annuel. Ce taux a ainsi diminué de moitié par rapport à celui observé il y a trois mois. De son côté, M3 a affiché un taux annuel de croissance de 6,1% en janvier, contre 7,9% en novembre. Malgré cette baisse, les liquidités détenues par les ménages et les entreprises demeurent élevées. La Banque nationale continue d'observer attentivement l'évolution des agrégats monétaires.

Le bas niveau des taux d'intérêt est à l'origine de l'accélération de la croissance des prêts hypothécaires. En janvier, ces prêts se sont accrus de 5,3% en rythme annuel. Les crédits qui ne sont pas assortis d'une garantie hypothécaire enregistrent généralement un repli au cours d'une période marquée par une faible activité économique. Une telle situation est observée actuellement, puisque ces crédits en francs ont reculé de 4,1% en janvier. Le niveau de cette catégorie de crédits est toutefois nettement supérieur à celui enregistré dans des phases semblables lors de précédents cycles conjoncturels.

La Banque nationale suit attentivement les développements sur le marché des crédits. Son enquête trimestrielle menée auprès des banques montre que la phase de durcissement des conditions d'octroi de crédits est en train de s'achever. Pour le deuxième trimestre consécutif, les banques ne signalent aucun resserrement notable.

La Banque nationale invite les banques et les emprunteurs à la plus grande prudence, eu égard à la croissance des prêts hypothécaires et à la hausse persistante des prix de l'immobilier résidentiel. Elle rappelle que, dans l'évaluation de la qualité des emprunteurs à supporter leur dette, il faut tenir compte du fait que les taux d'intérêt sont extrêmement bas d'un point de vue historique. Une grande prudence s'impose donc dans la fixation du ratio de financement.

La Banque nationale mène actuellement une enquête approfondie auprès des banques. Cette enquête doit permettre d'obtenir des informations sur la pratique de ces dernières en matière d'octroi de prêts hypothécaires dans le domaine de l'immobilier résidentiel. En se fondant sur les résultats de l'enquête, la Banque nationale examinera, en étroite collaboration avec l'autorité de surveillance des banques, s'il convient d'agir.

Décision de politique monétaire

La prévision d'inflation est restée quasiment inchangée depuis l'examen trimestriel de décembre. Elle indique que la stabilité des prix n'est pas menacée à court terme. Cependant, elle montre également que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra pas être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme. L'économie mondiale se trouve certes sur la voie de la reprise, mais cette dernière demeure fragile. En cas de nouveaux chocs externes, les risques de déflation ne peuvent être entièrement exclus. La Banque nationale maintient donc la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0%–0,75%, son objectif restant de garder ce dernier dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, la Banque nationale s'opposera résolument à une appréciation excessive du franc face à l'euro.

La prévision reste entachée de risques importants quant à la reprise conjoncturelle mondiale. L'économie continuera de bénéficier largement des mesures de soutien adoptées par les gouvernements. Le caractère durable de la stabilisation ou du redressement observés sur certains marchés ne sera connu que lorsque ces mesures auront cessé de produire leurs effets.

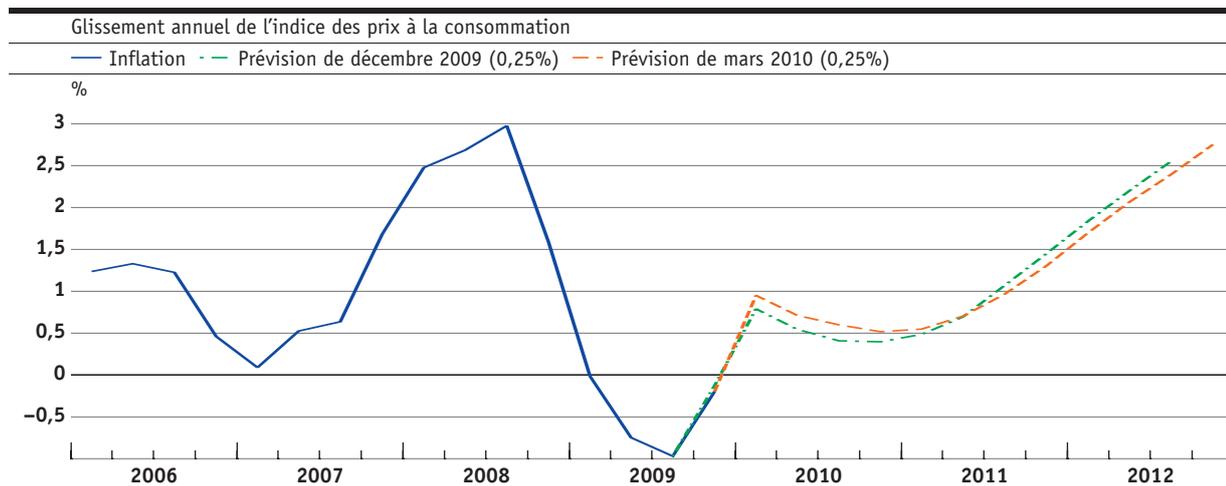
Graphique présentant la prévision de la BNS en matière d'inflation

La nouvelle prévision d'inflation (voir courbe en tirets rouges du graphique) couvre la période allant du premier trimestre de 2010 au quatrième trimestre de 2012. Comme celle de décembre (voir courbe verte en tirets et points), elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25%. C'est pourquoi elle revêt le caractère d'une prévision conditionnelle.

En raison d'un effet de base lié au prix du pétrole, la nouvelle prévision d'inflation atteint un pic passager au premier trimestre de 2010. L'inflation décroît ensuite progressivement au cours de l'année 2010. L'effet de base lié à l'évolution du prix du pétrole faiblit peu à peu, et le PIB reste inférieur à son potentiel de croissance, d'où un impact modérateur sur les prix. Cependant, l'activité économique étant plus dynamique que la BNS ne l'estimait encore en décembre, la nouvelle prévision se situe, dans une première phase, au-dessus de la précédente. Pondérée par les exportations, la valeur extérieure du franc a encore augmenté, ce qui s'est traduit par un durcissement des conditions monétaires depuis le dernier examen trimestriel. Cette évolution finira par compenser l'effet, sur l'inflation, de la conjoncture plus favorable. A partir de 2011, la nouvelle courbe d'inflation est donc légèrement inférieure à celle de décembre. L'inflation atteint néanmoins 2,75% au quatrième trimestre de 2012. La prévision d'inflation montre donc que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra pas être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation de décembre 2009, avec Libor à 0,25%, et de mars 2010, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Inflation observée (mars 2010)

Tableau 4.2

	2006				2007				2008				2009				2007	2008	2009
	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	-0,20	0,7	2,4	-0,5

Prévisions d'inflation de décembre 2009, avec Libor à 0,25%, et de mars 2010, avec Libor à 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2010	2011	2012	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Prévision de décembre 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	0,9	
Prévision de mars 2010, Libor à 0,25%					0,95	0,71	0,60	0,52	0,55	0,70	0,96	1,30	1,70	2,07	2,39	2,75		0,7	0,9	2,2

Source: BNS.

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2010

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 avec quelque 220 représentants des entreprises durant les mois de janvier et de février 2010, sont résumés ci-après.

Résumé

La reprise économique s'est poursuivie au premier trimestre de 2010. Les entreprises de l'industrie manufacturière ont été nettement plus nombreuses à connaître une tendance à la hausse qu'il y en avait encore quelques mois. Dans la plupart des branches, on a constaté une progression modérée de la demande et des chiffres d'affaires en termes réels. Cette évolution a conduit à une réduction du chômage partiel, auquel les entreprises avaient largement recouru auparavant. Étant donné toutefois que le mouvement de reprise est parti d'un niveau très bas, la sous-utilisation des capacités de production reste substantielle dans certaines branches. Comme pour les trimestres précédents, la situation dans la construction et le second œuvre a été favorable. En début d'année, l'activité de construction s'est située à un niveau satisfaisant, voire élevé, et elle est restée stable, s'intensifiant même parfois légèrement. La poursuite d'une tendance modérée-

ment positive a pu aussi être observée dans le secteur des services.

Les perspectives pour les six prochains mois sont prudemment optimistes. Tous les interlocuteurs s'attendent encore à ce que la reprise reste modeste et quelque peu fragile à court terme. Sur le plan international, le climat s'est certes amélioré du fait qu'il a été possible de surmonter la crise financière et que les marchés financiers se sont redressés. Mais une certaine incertitude liée à la crise demeure, surtout en ce qui concerne la durabilité de la reprise. L'état des finances publiques au niveau international et ses possibles répercussions sur les marchés des changes ainsi que sur la propension à consommer et à investir sont autant de sujets d'inquiétude.

D'une manière générale, la situation financière des entreprises devrait s'améliorer, essentiellement grâce à l'augmentation des chiffres d'affaires et, dans de rares cas seulement, à des marges plus élevées.

1 Evolution au premier trimestre de 2010

Industrie

Au quatrième trimestre de 2009, l'industrie manufacturière a connu un net redressement de la demande. Durant les premiers mois de 2010, la tendance positive s'est poursuivie, même si elle a été moins prononcée. Le regain d'activité a concerné aussi certaines branches de l'industrie qui, jusqu'à récemment, se trouvaient encore confrontées à une stagnation ou à un ralentissement de la marche des affaires. Par rapport au quatrième trimestre de 2009, une augmentation des chiffres d'affaires a été constatée sur un large front, encore qu'ils soient restés dans plusieurs cas en-deçà du niveau observé un an auparavant. Concernant les commandes, les carnets ont augmenté, mais les entrées se sont caractérisées par une volatilité inhabituellement élevée.

Le processus d'adaptation des stocks est achevé pour l'essentiel. Pratiquement toutes les entreprises interrogées ont estimé que les stocks de produits finis étaient adéquats. Une nouveau redressement de la demande devrait donc se traduire immédiatement par un accroissement de la production. L'industrie horlogère constitue à cet égard une exception, son stock étant encore supérieur au niveau souhaité.

La reprise a concerné surtout la métallurgie et l'industrie des machines, même si l'évolution a beaucoup varié d'une entreprise à l'autre. De même, les segments de la chimie qui fabriquent des produits en amont pour l'industrie manufacturière ont connu une amélioration au premier trimestre de 2010. La tendance positive s'est poursuivie dans l'industrie pharmaceutique et celle des produits alimentaires. Les chiffres d'affaires sont restés à un niveau très faible uniquement dans l'industrie textile et l'habillement.

Alors qu'au second semestre de 2009 le redressement de la demande avait émané essentiellement des marchés émergents, les entrées de commandes sont venues de l'ensemble des marchés au début de 2010. La demande d'Extrême-Orient a continué à jouer un rôle de soutien, tandis que les commandes provenant des marchés traditionnels (Etats-Unis, zone euro et Suisse) se sont accrues. Dans la zone euro en particulier, la vigueur de la demande a varié considérablement selon les pays et dans le temps.

Construction

Au premier trimestre, les chiffres d'affaires et les carnets de commandes dans la construction se sont situés nettement au-delà du niveau observé un an auparavant. Par rapport au quatrième trimestre de 2009, la tendance était encore positive, bien que s'inscrivant dans une dynamique de ralentissement, une évolution qui pourrait s'expliquer en partie par les conditions climatiques défavorables. L'immobilier résidentiel et le génie civil ont de nouveau stimulé la croissance, tandis que la construction d'immeubles industriels et commerciaux a évolué faiblement. Dans l'ensemble, les interlocuteurs s'attendent, pour les prochains mois, à ce que la marche des affaires reste stable, voire progresse légèrement.

Services

Les chiffres d'affaires du secteur des services se situent globalement au même niveau que celui de la même période de 2009. Une tendance positive a été observée du quatrième trimestre de 2009 au premier trimestre de 2010. Les moteurs de la croissance ont été très nettement les fournisseurs de services informatiques destinés aux entreprises, mais aussi le commerce de détail, les transports, les agences de voyages et les banques. Des signes de reprise clairs, partant d'un niveau bas, ont aussi été donnés par les entreprises axées sur les voyages d'affaires, les séminaires et les congrès. Par contre, les chiffres d'affaires de l'hôtellerie centrée sur le tourisme et ceux de la restauration ont de nouveau baissé, notamment dans le segment haut de gamme. Cette évolution est essentiellement due à un nouveau recul de la clientèle étrangère. La logistique a elle aussi accusé un repli.

Grâce à une nette reprise durant le deuxième semestre de 2009, les chiffres d'affaires du secteur bancaire se sont situés, au début de 2010, environ au niveau de l'année précédente. Cependant, la dynamique positive s'est affaiblie par rapport au trimestre précédent. Le volume de crédit a continué à progresser, notamment pour les crédits hypothécaires, mais les marges d'intérêts sont restées très faibles. Une croissance positive a pu être observée également dans les opérations de négoce et le financement du commerce extérieur.

2 Utilisation des capacités de production

Au premier trimestre de 2010, de grandes disparités ont de nouveau été constatées dans l'utilisation des capacités de production selon le secteur économique et la branche. Dans l'industrie manufacturière, les capacités de production ont été encore largement sous-utilisées, à un degré néanmoins très variable d'une branche à l'autre. La sous-utilisation est restée particulièrement marquée dans la métallurgie, le textile et l'habillement ainsi que chez les fabricants de pièces automobiles. Elle a été plus faible dans l'industrie des machines et de l'électronique. En revanche, l'utilisation des capacités s'est avérée normale, voire élevée, dans l'industrie pharmaceutique, des denrées alimentaires et des matières plastiques.

Dans le secteur de la construction, l'utilisation des capacités de production est généralement restée très satisfaisante, notamment dans le secteur du second œuvre. Dans la plupart des cas, les projets de travaux garantissent la pleine utilisation des capacités techniques pour plusieurs mois. Les entreprises spécialisées dans la construction d'immeubles industriels et commerciaux constituent une exception, l'utilisation des capacités ayant été légèrement insuffisante.

Dans le secteur des services aussi, les capacités de production ont été généralement sous-utilisées. Ce phénomène a été particulièrement marqué dans le commerce de gros, dans la branche des voyages et dans la logistique. Dans les secteurs des transports, des banques et des assurances ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration, l'utilisation des capacités s'est également révélée insuffisante. Dans le commerce de détail, ce sont surtout les fournisseurs spécialisés en biens de consommation durables (aménagement du logement, électronique, habillement haut de gamme) qui ont été affectés. Mais certains grands magasins et centres commerciaux diversifiés ont été eux aussi confrontés à des surcapacités.

3 Demande de main-d'œuvre

La reprise de la production dans l'industrie manufacturière a amené les entreprises à faire davantage appel à la main-d'œuvre. L'excédent de main-d'œuvre, qui était auparavant considérable, s'est résorbé en conséquence. Plusieurs des entreprises interrogées ont supprimé le chômage partiel au début de l'année. Dans quelques cas, des heures supplémentaires ont été effectuées et il a même été question, ponctuellement, d'engager du personnel temporaire. Malgré cette amélioration, encore un quart des entreprises industrielles contactées qualifient leurs effectifs de trop élevés, voire de nettement trop élevés. Dans un avenir proche, même les entreprises dont les capacités sont bien utilisées se montreront très prudentes quant au recrutement de nouveaux collaborateurs permanents. En fin de compte, l'emploi dans l'industrie manufacturière devrait légèrement reculer au cours des six prochains mois. Il faudra revenir à une productivité accrue pour être à même d'assurer l'accroissement de la production.

Dans le secteur de la construction, les entreprises interrogées ont estimé que le niveau de l'emploi restait largement adéquat. Compte tenu des perspectives quant à la marche des affaires, elles s'attendent à ce que l'emploi reste stable. Dans ce secteur aussi, les entreprises qui tablaient sur un nombre croissant de commandes à court terme prévoient d'engager du personnel temporaire si nécessaire.

Dans le secteur des services, l'emploi correspond au niveau souhaité. Pour les prochains mois, seuls les secteurs des services informatiques et du conseil aux entreprises et, en partie, ceux des banques et des assurances prévoient des emplois supplémentaires.

Des spécialistes sont ponctuellement recherchés dans différentes branches. A cet égard, les interlocuteurs sont nombreux à constater que la récession n'a pas amené de détente importante sur le marché du travail. Alors qu'il est plus facile que jamais de recruter de la main-d'œuvre peu qualifiée, trouver des spécialistes (chimistes, laborantins, techniciens, ingénieurs du bâtiment, spécialistes de la finance, cadres) reste ardu. Il a aussi été constaté à plusieurs reprises que, dans les circonstances actuelles, les employés hésitent à prendre le risque de changer d'employeur.

4 Conditions de crédit

Compte tenu de la conjoncture, les entreprises considèrent dans leur grande majorité que la politique de crédit des banques est normale.

Dans l'industrie manufacturière, l'hôtellerie et la restauration, de même que dans les services de transport, il a parfois été fait état d'une attitude restrictive et hostile aux risques en matière d'octroi de crédits.

Inversement, les entreprises de construction considèrent que la politique de crédit des banques ne pose aucun problème, voire qu'elle est généreuse. Ce jugement se fonde sur la bonne situation du marché et les perspectives encourageantes. Les banques interrogées considèrent quant à elles que la faible évolution des crédits aux entreprises est due à un manque de vigueur de la demande, qu'elles attribuent à deux facteurs: les dépenses d'investissement globalement modérées et la très bonne situation de nombreuses entreprises, en termes de liquidités.

5 Prix, marges et situation bénéficiaire

Dans leur grande majorité, les interlocuteurs estiment qu'à court terme, seul un accroissement des chiffres d'affaires permettra d'améliorer la situation bénéficiaire. Dans l'industrie manufacturière, la récession réduit nettement les marges. Au début de 2010, celles-ci sont restées en moyenne sensiblement inférieures à leur niveau habituel. La faiblesse de la demande ainsi qu'une concurrence accrue due aux surcapacités à l'échelle mondiale ont été les facteurs indiqués pour expliquer cette évolution. Dans l'industrie d'exportation, le relèvement du taux de change a été source de difficultés supplémentaires, étant donné que les prix en monnaies locales, notamment dans la zone euro, n'ont pas pu être augmentés en conséquence. A court terme, les marges bénéficiaires devraient rester sous pression. D'une part, on s'attend à une légère progression des prix d'achat, en particulier pour les matières premières. D'autre part, les entreprises qui prévoient de réviser à la hausse les prix de vente constituent une exception. D'une manière générale, on s'attend à une stagnation, voire à un nouveau recul des prix de vente.

Dans le secteur de la construction, les marges sont globalement considérées comme normales. Dans la construction de logements et le génie civil, la concurrence reste marquée. Des marges plus élevées semblent donc difficilement réalisables malgré la longue phase d'expansion et le bon taux d'utilisation des capacités de production. Dans la construction de bâtiments industriels et commerciaux, la demande plutôt faible est rendue responsable des marges insuffisantes. Plusieurs des entreprises interrogées prévoient d'imposer ponctuellement de légères augmentations de prix, qui, toutefois, ne compenseraient que partiellement la hausse attendue des prix d'achat.

Les banques, les agences de voyage, les entreprises de logistique ainsi que l'hôtellerie et la restauration axées sur le tourisme se voient confrontées à des marges bénéficiaires nettement inférieures à la moyenne. Les assurances et les activités de conseil ont jugé leurs marges un peu moins élevées que d'habitude. Dans le commerce de gros et de détail, les marges ont été considérées comme normales. Ici, l'environnement continue à évoluer: tous les interlocuteurs ont fait état d'une tendance à la baisse des prix impossible à enrayer. Certes les entreprises devraient pouvoir bénéficier, à l'avenir, d'un recul des prix à moyen terme d'acquisition grâce à l'application du principe du Cassis de Dijon et à des stratégies d'achat plus efficaces. Mais cela ne suffira pas: afin de maintenir les marges, tous les fournisseurs visent, en plus, une optimisation des processus et des gains de productivité.

6 Perspectives

Les attentes pour les six prochains mois sont prudemment optimistes. Elles indiquent la poursuite d'une reprise économique modérée. Dans l'industrie manufacturière, les entreprises tablent en grande majorité sur une légère progression des chiffres d'affaires. L'utilisation des capacités de production devrait s'améliorer, mais seulement dans une mesure limitée. Les entreprises prévoient de continuer à réduire le chômage partiel et d'accroître la productivité du travail pour pouvoir assurer l'accroissement de la production.

Dans le secteur principal de la construction, les entreprises s'attendent à une stagnation des chiffres d'affaires, alors que le secteur du second

œuvre prévoit quant à lui une augmentation de ceux-ci. L'utilisation des capacités de production devrait rester pratiquement la même dans les deux branches.

Les prévisions au sein du secteur des services sont divergentes. Les détaillants sont prudents: d'après les interlocuteurs, la dynamique salariale modeste, l'augmentation des primes des caisses-maladie et le chômage ressenti devraient entraîner une stagnation des chiffres d'affaires. L'hôtellerie et la restauration tablent sur une évolution comparable. En revanche, les banques et les compagnies d'assurances, les prestataires de services informatiques, les conseillers aux entreprises, les conseillers en personnel, les agences de placement, les agences de voyage et les organisateurs de congrès sont nettement plus confiants. Les interlocuteurs issus de ces branches s'attendent en effet à une accélération de la dynamique de croissance pour les six prochains mois. Mais le secteur des services prévoit en moyenne uniquement une faible hausse du taux d'utilisation des capacités de production.

Ces attentes prudentes freinent les plans d'investissement des entreprises. Selon les interlocuteurs, les investissements en bien d'équipement et en constructions ne devraient augmenter que très légèrement.

**SNB Working Papers:
résumés**

Bidding behaviour in the SNB's repo auctions

Sébastien Kraenzlin et Martin Schlegel
Working Paper 2009-14

La Banque nationale suisse (BNS) approvisionne le système bancaire en liquidités au moyen d'appels d'offres à taux fixe. Les auteurs de l'étude mentionnée dans le titre analysent le comportement des acteurs du marché dans le cadre des appels d'offres. A cet effet, ils dégagent les facteurs déterminants pour la participation à un appel d'offres et pour la fixation du montant que ces acteurs souhaitent engager. Des fonctions d'offre sont établies pour toutes les banques qui participent régulièrement aux appels d'offres de la BNS. Les facteurs de liquidité les plus importants sont les offres faites par une banque lors de l'appel d'offres précédant et les montants qu'elle a engagés dans des pensions de titres conclues avec la BNS et arrivant à échéance. Les facteurs autonomes (avoirs de la Confédération à la BNS et billets en circulation) ne jouent qu'un rôle secondaire. Un autre facteur important est l'attractivité du taux d'intérêt de la BNS par rapport au taux prévalant sur le marché des pensions de titres. Quant à l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts et celui des pensions de titres et à l'attractivité d'un financement en euros par des pensions de titres converties en euros au moyen de swaps de devises, ils n'intéressent qu'un nombre restreint de banques. Dans leur étude, les auteurs examinent également le comportement des banques pendant la crise, cherchant à découvrir s'il y a eu un changement systématique des offres soumises. Il y a peu d'éléments indiquant un tel changement. Les fluctuations de la demande de réserves ne se sont pas traduites par une modification du comportement en ce qui concerne les offres soumises dans le cadre des opérations de la BNS d'une durée d'une semaine. Ce fait s'explique notamment par les opérations de réglage fin effectuées par la BNS en réaction à la volatilité de la demande.

Demand for reserves and the central bank's management of interest rates

Martin Schlegel et Sébastien Kraenzlin
Working Paper 2009-15

La mise en œuvre de la politique monétaire consiste en premier lieu à influencer les taux d'intérêt sur le marché monétaire, un taux d'intérêt à court terme servant d'objectif opérationnel. Pour atteindre cet objectif, la banque centrale régule l'approvisionnement du système bancaire en liquidités en adaptant le taux d'intérêt appliqué aux transactions correspondantes. L'étude mentionnée dans le titre présente un modèle permettant d'estimer la courbe de la demande de réserves sur la base des appels d'offres à taux fixe effectués par la banque centrale et du marché interbancaire à court terme. Des données relatives à la Suisse sont utilisées pour estimer la pente de la courbe de la demande. Les auteurs analysent plusieurs caractéristiques de cette courbe, telles que le changement de la pente au cours d'une période d'application des exigences en matière de réserves minimales ou dans des conditions monétaires différentes. Les résultats montrent que la pente augmente lorsque la période d'application touche à sa fin et lorsque le niveau général des taux d'intérêt monte. Les auteurs analysent également le rôle que joue le taux d'intérêt établi par la Banque nationale suisse (BNS) pour les appels d'offres à taux fixe. Il apparaît que la BNS agit sur le taux d'intérêt du marché interbancaire par le biais du taux appliqué lors des appels d'offres.

Monetary determinants of the Swiss franc

Carlos Lenz et Marcel Savioz
Working Paper 2009-16

Cet article examine les éléments déterminant le cours du franc suisse par rapport à l'euro. L'analyse des auteurs repose sur l'approche monétaire des taux de change, selon laquelle la politique monétaire doit influencer sur le cours de change nominal. Pour mesurer cette influence, on applique une méthode structurelle d'autorégression vectorielle (SVAR) à un ensemble de variables macro-économiques suisses et au taux d'intérêt de la zone euro.

Une étude de cas détaillée des fluctuations des cours de change et de leurs éléments déclencheurs explique a posteriori la dépréciation du franc suisse face à l'euro entre 2003 et 2008. Si l'on décompose ces fluctuations en chocs liés à la politique monétaire et autres chocs, on constate que la politique monétaire relativement ample entre 2003 et 2005 a fortement contribué à la faiblesse du franc suisse à cette période. De manière générale, la politique monétaire helvétique explique 7% à 15% des fluctuations des cours de change observées entre le franc suisse et le mark allemand de 1981 à 1998 ainsi qu'entre le franc suisse et l'euro de 1999 à 2008.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Le 11 mars 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a donc laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir celui-ci dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. En outre, elle a annoncé qu'elle s'opposera résolument à une revalorisation excessive du franc face à l'euro.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Droits d'auteur/Copyright[®]

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, 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 2010

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