

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2010

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	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hansueli Raggenbass
54	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Philipp M. Hildebrand
60	SNB Working Papers: résumés
66	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

Après une vigoureuse reprise au second semestre 2009, la croissance de l'économie suisse s'est ralentie au premier trimestre 2010, tout en restant une nouvelle fois supérieure à celle de la zone euro. Ce ralentissement découle principalement d'un fort recul de la création de valeur dans le secteur bancaire. En revanche, l'industrie manufacturière a continué à se rétablir. Du côté de la demande, la croissance des exportations et de la consommation privée est demeurée robuste. Sur le marché du travail, la situation s'est améliorée dans le sillage de la reprise conjoncturelle. Cependant, comme l'écart de production, le taux de chômage indique toujours une sous-utilisation des capacités de production de l'économie. De ce fait, les pressions à la hausse sur les prix sont restées faibles.

Etant donné que tous les indicateurs avancés continuent à signaler une expansion de l'activité économique, la reprise devrait se poursuivre au deuxième trimestre 2010. Les perspectives d'inflation restent favorables. Mais la prévision d'inflation, fondée sur l'hypothèse d'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 à long terme.

Le 17 juin, 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%. La BNS a également annoncé qu'en cas de nouveaux dangers de déflation, elle prendrait toutes les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

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

Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés en avril et en mai avec quelque 230 représentants des différentes branches économiques, l'évolution favorable s'est poursuivie au deuxième trimestre. C'est dans l'industrie manufacturière que la reprise a été la plus nette. Une croissance reposant sur une large assise a également été observée dans la construction et dans le secteur des services.

Compte tenu du renforcement de la demande, les interlocuteurs se sont déclarés confiants pour les mois à venir. Tant l'industrie que le secteur des services prévoient une progression des chiffres d'affaires. La sous-utilisation des capacités de production devrait donc encore diminuer.

SNB Working Papers (page 60)

Résumés de huit SNB Working Papers: Charlotte Christiansen, Angelo Ranaldo et Paul Söderlind, *The time-varying systematic risk of carry trade strategies*, SNB Working Paper 2010-1; Daniel Kaufmann, *The timing of price changes and the role of heterogeneity*, SNB Working Paper 2010-2; Lorian Mancini, Angelo Ranaldo et Jan Wrampelmeyer, *Liquidity in the foreign exchange market: measurement, commonality, and risk premiums*, SNB Working Paper 2010-3; Samuel Reynard et Andreas Schabert, *Modeling monetary policy*, SNB Working Paper 2010-4; Pierre Monnin et Terhi Jokipii, *The impact of banking sector stability on the real economy*, SNB Working Paper 2010-5; Sébastien Kraenzlin et Thomas Nellen, *Day-time is money*, SNB Working Paper 2010-6; Philip Sauré, *Overreporting oil reserves*, SNB Working Paper 2010-7; Elizabeth Steiner, *Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market*, SNB Working Paper 2010-8.

Rapport sur la politique monétaire

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

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles jusqu'au 17 juin 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 juin 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 17 juin 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

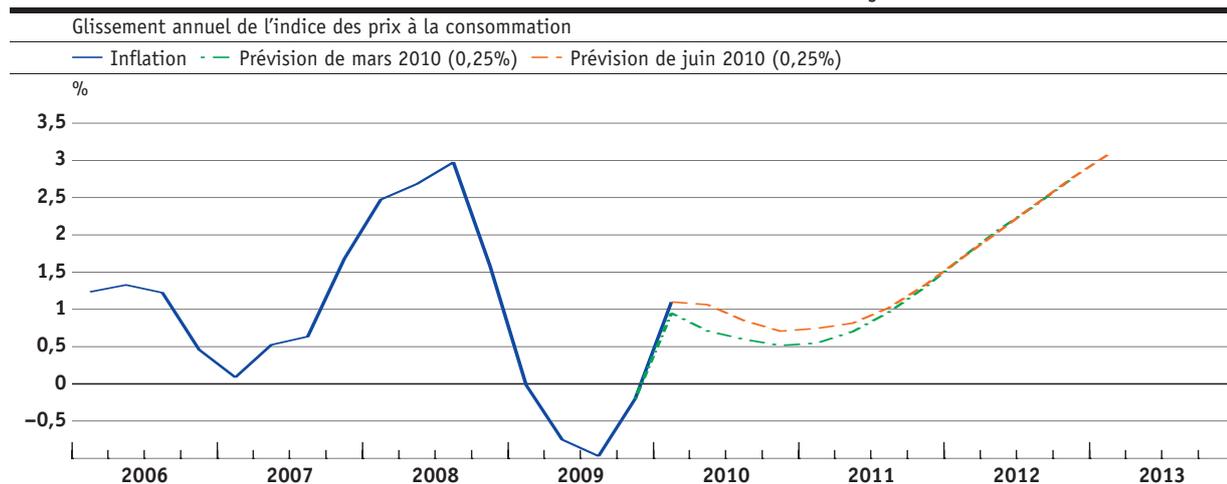
Le 17 juin 2010, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a donc laissé inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

La reprise conjoncturelle s'étant poursuivie à l'échelle mondiale, la BNS table désormais sur une progression du produit intérieur brut (PIB) réel en Suisse d'environ 2% pour 2010. Du fait de cette évolution positive, le risque de déflation est pratiquement écarté en Suisse. Toutefois, les incer-

titudes se sont de nouveau accrues. En raison des récentes tensions sur les marchés financiers, notamment au sujet des finances publiques de certains pays, les risques d'une dégradation de l'activité ont augmenté. Si ces risques devaient se concrétiser et induire, au travers d'une revalorisation du franc, un nouveau danger de déflation, la BNS prendrait toutes les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

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

Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2010, avec Libor à 0,25%, et de juin 2010, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2010 et de juin 2010

Inflation annuelle moyenne en %	2010	2011	2012
Prévision de mars 2010, Libor à 0,25%	0,7	0,9	2,2
Prévision de juin 2010, Libor à 0,25%	0,9	1,0	2,2

Source: BNS.

1 Environnement international

Depuis environ un an, l'économie mondiale se remet de la récession, sous l'influence d'une politique monétaire et budgétaire expansionniste. Dans l'ensemble, l'évolution a agréablement surpris. La vigueur du rebond s'est néanmoins révélée inégale selon les régions. Dans les économies émergentes d'Asie, la croissance a encore été très forte au premier trimestre 2010. Aux Etats-Unis, la demande privée s'est certes renforcée, mais le besoin de rattrapage persiste. En Europe, la reprise est restée modérée et dépendante de la demande étrangère.

Dans les grands pays industrialisés, la demande finale privée montre des signes de raffermissement encourageants, mais la production devrait s'y rétablir plus lentement qu'ailleurs, au deuxième semestre également. Cela est dû à plusieurs facteurs. Premièrement, le chômage et la situation financière morose des ménages limitent l'accroissement de la consommation privée. Deuxièmement, les investissements privés sont freinés par des conditions d'octroi de crédit toujours aussi restrictives. Troisièmement, le cycle des stocks va toucher à sa fin. Et enfin, les effets stimulants des mesures conjoncturelles s'affaiblissent.

Face à une évolution globalement meilleure que celle qui était attendue, la BNS a légèrement révisé à la hausse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2010, depuis l'examen trimestriel de la situation effectué en mars. Les prévisions restent cependant grevées d'incertitudes majeures. D'une part, le dynamisme de la demande finale privée pourrait se révéler bien plus fort que

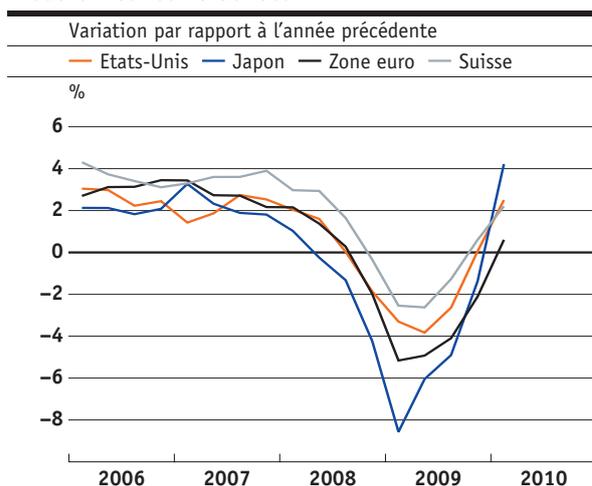
prévu. D'autre part, la crise de la dette européenne recèle de sérieux risques baissiers.

Raffermissement de la demande aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la reprise économique a reposé sur une plus large assise au cours des derniers mois. Le PIB a enregistré une hausse de 3% au premier trimestre, mais est resté inférieur au niveau atteint avant le début de la récession. Après avoir subi une forte correction, les stocks ont été reconstitués pour la première fois, et ont ainsi contribué, environ pour moitié, à la progression du PIB au premier trimestre. Les dépenses de consommation des ménages ont, elles aussi, joué un rôle considérable au niveau de la croissance. En hausse pour la deuxième fois consécutive, les investissements en biens d'équipement ont affiché un taux de progression à deux chiffres, tandis que le recul des investissements dans les constructions d'immeubles industriels et commerciaux ainsi que de logements a pesé sur l'évolution du PIB. Du côté du commerce extérieur, les importations ont augmenté davantage que les exportations, de sorte que le déficit de la balance commerciale, qui s'était réduit pendant la crise, s'est de nouveau creusé. La situation sur le marché du travail s'est quelque peu détendue. En mai, l'emploi dans le secteur privé s'est accru pour la cinquième fois consécutive. Sous l'effet de la hausse du taux de participation à la population active, le taux de chômage s'est toutefois maintenu à 9,7%.

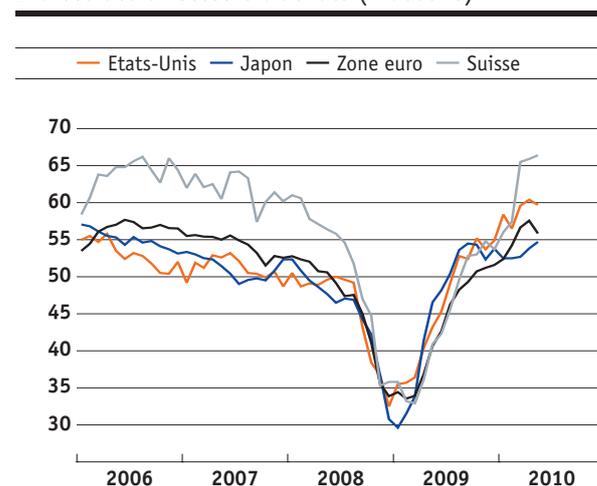
Les perspectives conjoncturelles pour les Etats-Unis restent favorables. Les résultats des

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.

enquêtes menées auprès des entreprises ainsi que les entrées de commandes indiquent que la demande dans l'industrie et le secteur des services a encore gagné en vigueur. La confiance des entreprises dans la reprise s'est ainsi renforcée, ce qui devrait se traduire par une propension accrue à investir. Le redressement de la demande globale devrait en outre favoriser les exportations. Pour le second semestre, il faut néanmoins tabler sur un léger ralentissement de la croissance économique, étant donné l'affaiblissement des impulsions émanant du cycle de stocks et du plan de relance. La situation sur le marché du travail reste par ailleurs difficile. Dans ce contexte, la croissance de la consommation privée, jusqu'ici soutenue par les suppléments de revenu octroyés par l'Etat, devrait se ralentir. La prolongation du crédit d'impôt accordé aux acquéreurs d'une habitation principale va certes encourager momentanément les investissements dans la construction de logements, mais l'offre excédentaire de logements ne s'est pas encore assez réduite pour garantir une reprise durable.

Pour l'année 2010, la BNS prévoit une croissance du PIB américain de 3,2%, contre 2,9% en mars. Compte tenu de la forte contraction du PIB observée pendant la récession, cette prévision ne correspond toutefois qu'à une reprise modérée.

Faible croissance dans la zone euro

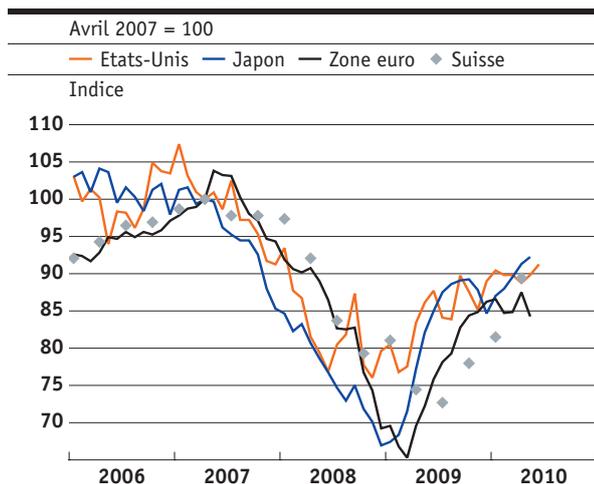
Dans la zone euro, la reprise économique s'est poursuivie au début de l'année, mais reste inégale. Le PIB a progressé de 0,8% au premier trimestre après avoir quasiment stagné au quatrième trimestre 2009. Les exportations ont poursuivi leur

redressement et l'industrie manufacturière a connu un regain d'activité. La demande intérieure finale est cependant restée faible. La consommation privée a stagné, tandis que les investissements ont de nouveau reculé en raison de la faible utilisation des capacités de production dans l'industrie. Dans les Etats membres du Nord, le secteur de la construction a en outre été affaibli par une vague de froid.

Il ressort des enquêtes sur la production et l'emploi menées auprès des entreprises que le redressement conjoncturel devrait se poursuivre au deuxième trimestre. Les exportations profitent de la forte dépréciation de l'euro. Il faut par ailleurs s'attendre à un effet de rattrapage dans la construction. La conjoncture reste toutefois vulnérable. Les conditions de crédit restrictives pèsent sur la croissance. L'enquête de la Commission européenne sur les tendances des entreprises en matière d'investissements révèle que l'industrie manufacturière prévoit de réduire de nouveau ses investissements dans le courant de l'année. D'autre part, les impulsions des plans de relance faiblissent peu à peu.

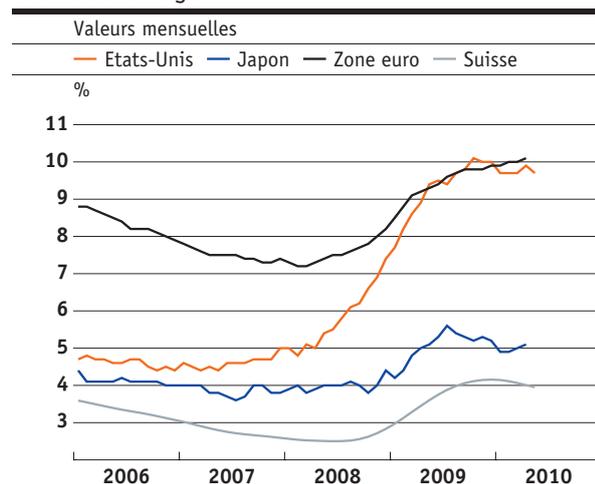
Au mois de mai, l'inquiétude qui s'était emparée des marchés financiers quant à la durabilité de la politique budgétaire de certains pays européens s'est intensifiée. Après avoir sauvé la Grèce de la faillite, l'UE, avec le concours du FMI, a mis au point un plan de secours d'une enveloppe totale de 750 milliards d'euros afin d'empêcher que la crise de la dette se propage à d'autres Etats membres. Cette mesure a permis, au moins momentanément, de rassurer les marchés financiers et d'éviter une nouvelle hausse des coûts de refinancement des Etats.

Graphique 1.3
Climat de consommation



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 1.4
Taux de chômage



Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Dans l'ensemble, la BNS porte néanmoins une appréciation un peu plus optimiste qu'en mars sur les perspectives conjoncturelles de la zone euro. Pour l'année 2010, elle table à présent sur une croissance du PIB de 1,2%, contre 1% il y a trois mois.

Poursuite de la reprise au Japon

Au Japon aussi, la conjoncture s'est raffermie, notamment grâce à une politique monétaire et budgétaire stimulante ainsi qu'aux impulsions provenant de l'étranger. Depuis le début de la reprise, il y a un an, le PIB n'a cessé de progresser, avec un taux de croissance annuel d'environ 4%, et a ainsi regagné presque la moitié de ce qu'il avait perdu durant la récession.

Au premier trimestre, le PIB a augmenté et s'est établi à 5%. Le redressement des exportations s'est poursuivi, contribuant ainsi à la forte croissance de la production industrielle. Les investissements en biens d'équipement, repartis à la hausse durant la période précédente après avoir été fortement touchés par la crise, ont continué de s'intensifier.

Les enquêtes montrent que la reprise mondiale a entraîné une sensible amélioration du moral des entreprises japonaises. La forte dynamique de croissance observée dans les économies émergentes d'Asie indique que les exportations japonaises devraient poursuivre leur redressement. Le faible niveau des investissements en biens d'équipement et les perspectives d'une évolution toujours aussi robuste des bénéfices des entreprises devraient relancer le cycle d'investissement. Les récentes tur-

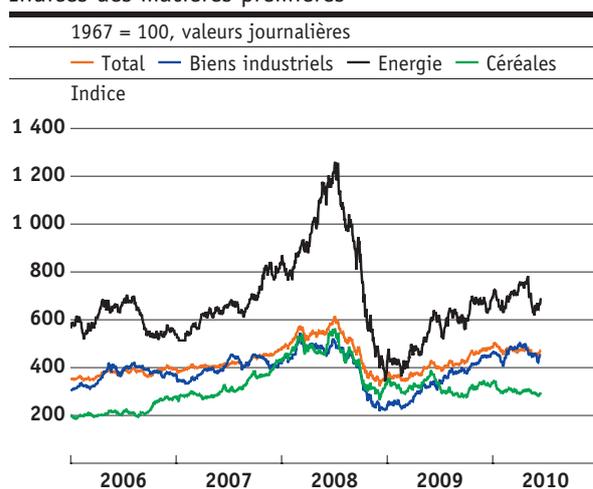
bulences qui ont agité les marchés financiers pourraient toutefois contraindre les entreprises japonaises à faire de nouveau preuve de retenue. La reprise de la demande intérieure reste fragile et continue de dépendre de la demande étrangère ainsi que des mesures de soutien à la conjoncture prises par les pouvoirs publics.

La BNS a nettement revu à la hausse ses prévisions pour l'économie japonaise, notamment en raison de la révision de certaines données. Pour 2010, elle table sur une croissance de 3,1%, contre 1,9% en mars.

Reprise bien avancée dans les économies émergentes d'Asie

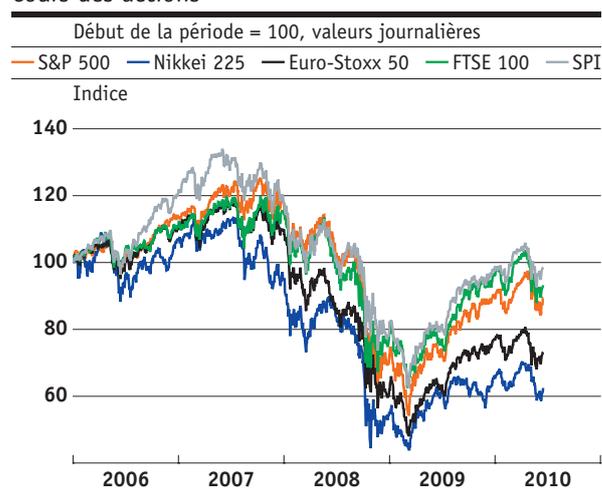
Les économies émergentes d'Asie ont de nouveau connu une forte expansion au cours des derniers mois. Sous l'effet de mesures massives de soutien à la conjoncture, la performance économique de la Chine au premier trimestre était supérieure de 11,9% au niveau enregistré un an auparavant. Si la demande intérieure est restée le principal moteur de la croissance, cette dernière a aussi été renforcée par le net redressement des exportations. La progression de l'emploi, conjuguée à des paiements de transferts de la part de l'Etat, a soutenu les revenus des ménages et les dépenses de consommation privée. En revanche, la demande d'investissement de l'Etat, qui avait augmenté de plus de 40% l'année précédente, s'est affaiblie. La croissance de la demande a ainsi continué de glisser vers la consommation, au détriment des investissements. La part des investissements dans le PIB reste cependant exceptionnellement élevée en comparaison internationale.

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.

Les perspectives pour la Chine demeurent très favorables, d'autant plus que le plan de relance mis en place par les pouvoirs publics donnera encore des impulsions significatives à l'économie nationale. La politique économique mise en œuvre par le gouvernement chinois vise à maintenir une croissance durable et robuste. Le dynamisme persistant de l'économie chinoise et de la conjoncture industrielle s'accompagne d'une forte demande de matières premières, notamment d'agents énergétiques et de métaux industriels. Les importations ont atteint de nouveaux sommets, et les exportations ont continué de se redresser, profitant de conditions concurrentielles favorables. La composition de la croissance du PIB va toutefois se modifier considérablement par rapport à l'année précédente: une contribution plus soutenue de la consommation privée et des investissements dans la construction de logements devrait compenser une plus faible contribution des investissements publics. Actuellement, l'attention du gouvernement est surtout concentrée sur le marché immobilier, où la rapide hausse des prix, notamment dans les grandes villes, a fait craindre la formation d'une bulle immobilière. Une correction des prix sur le marché immobilier chinois serait lourde de conséquences pour l'économie compte tenu de la forte représentation de l'immobilier dans le portefeuille de nombreuses entreprises. Le gouvernement chinois a donc multiplié les mesures dans ce secteur afin d'enrayer le risque d'une bulle spéculative.

Au premier trimestre, l'activité des économies à vocation exportatrice – Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour – a connu une forte expan-

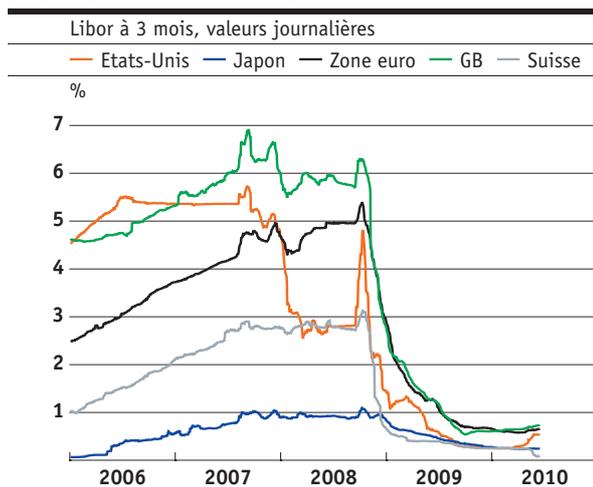
sion sur un large front. Dans ces quatre pays, le PIB a dépassé son niveau d'avant la crise et devrait se rapprocher de la production potentielle. La reprise fulgurante observée dans ces pays contraste avec le redressement relativement lent des grands pays industrialisés. Ont concouru à ce résultat la rapide mise en œuvre d'une politique monétaire et budgétaire expansionniste, la robustesse de la demande chinoise, l'essor du secteur technologique à l'échelle mondiale et l'existence de facteurs fondamentaux comparativement sains. Les signaux pour l'avenir sont encourageants. La tendance à la hausse de la production industrielle et des exportations se poursuit, et le moral des entreprises reste bon.

Inflation contenue

Au cours des derniers mois, le renchérissement est resté modéré dans toutes les régions du monde (graphique 1.9). L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, a même eu tendance à reculer. Dans les pays industrialisés, les pressions inflationnistes devraient rester contenues pendant le second semestre également, en raison de la faible utilisation des capacités de production et du chômage élevé.

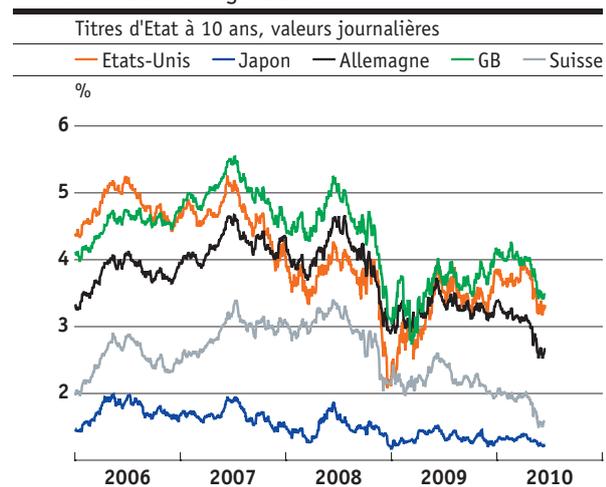
Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a fléchi, passant de 2,6% en janvier à 2,2% en avril. L'inflation sous-jacente a poursuivi sa tendance baissière pour atteindre 0,9% en avril. Dans la zone euro, le renchérissement annuel s'est accentué dans la même période, passant de 1% à 1,5%. L'inflation sous-jacente est restée pratiquement inchangée, s'établissant à 0,8%. Contrairement à l'évolution observée aux Etats-Unis et dans la zone euro, le

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.

renchérissement annuel est demeuré négatif au Japon et s'est inscrit à -1,2% en avril contre -1,3% en janvier. L'inflation sous-jacente a continué de décroître pour atteindre un plancher historique (-1,6%). Dans les économies émergentes d'Asie, en revanche, les taux d'inflation ont augmenté, en raison d'effets de base et de la hausse des prix de l'énergie. En Chine, l'inflation annuelle s'est accrue suite au renchérissement des denrées alimentaires dû aux mauvaises conditions météorologiques; elle s'élève à 2,8%. L'inflation sous-jacente est quant à elle restée modérée, se situant à 0,7%.

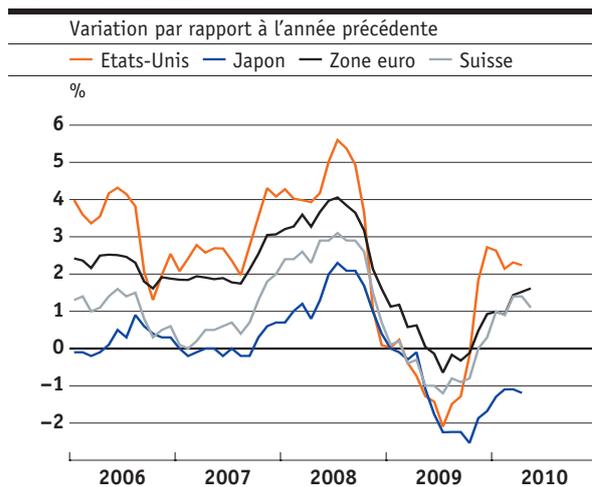
Poursuite de la politique expansionniste en matière de taux d'intérêt dans les grands pays industrialisés et mesures exceptionnelles prises par la BCE

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%-0,25%, la marge de fluctuation de son taux directeur. Elle a cependant mis fin à la quasi-totalité des mesures spéciales d'approvisionnement en liquidités ainsi qu'aux achats de titres adossés à des prêts hypothécaires. Le total du bilan de la Fed, qui se chiffre à plus de deux mille milliards de dollars des Etats-Unis, reste toutefois deux fois plus élevé qu'avant la crise. Au mois de mai, la Réserve fédérale des Etats-Unis a repris ses opérations d'apport de liquidités en dollars, en concertation avec d'autres banques centrales, afin de réagir à de nouvelles tensions sur les marchés monétaires.

La BCE a laissé inchangé, à 1%, son taux appliqué aux opérations principales de refinancement. En avril, elle a annoncé qu'elle prolongerait au-delà de 2010 l'assouplissement – qui avait été décidé en raison de la crise – des conditions applicables aux sûretés acceptées pour ses opérations de refinancement. Début mai, elle a garanti la validité des emprunts d'Etat grecs pour des opérations de refinancement. En tant que mesure d'accompagnement au plan de sauvetage mis en œuvre par l'UE, elle a aussi procédé à des interventions stérilisées sur les marchés des obligations d'Etat des pays membres. En outre, elle a décidé d'accorder, jusqu'en septembre, des liquidités aux banques sans imposer de limites dans le cadre d'opérations de refinancement portant sur trois mois. Par ces mesures complémentaires, la BCE entend assurer le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

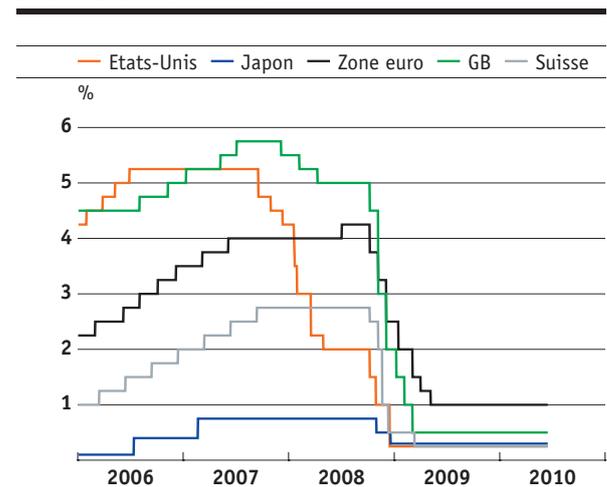
La banque centrale du Japon a maintenu à 0,1% son taux de l'argent au jour le jour. Elle a tenté de réduire les intérêts à long terme en élargissant les mesures d'injection de liquidités, lancées en décembre. Elle a en outre décidé de prendre de nouvelles mesures de soutien en faveur de projets d'investissement prometteurs. La banque centrale de Chine a de nouveau relevé le taux des réserves obligatoires des banques, en réaction à la persistance du fort taux de croissance des crédits. A Singapour, des signes de pressions inflationnistes ont incité les autorités monétaires de la ville-Etat à durcir leur politique monétaire axée sur l'indice de taux de change effectif nominal.

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

Après une vigoureuse reprise au second semestre 2009, la croissance de l'économie suisse s'est ralentie au premier trimestre 2010, tout en restant une nouvelle fois supérieure à celle de la zone euro.

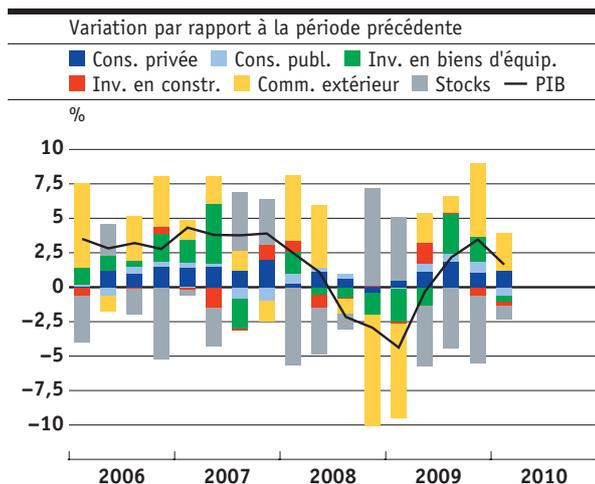
Ce ralentissement découle principalement d'un fort recul de la création de valeur dans le secteur bancaire. En revanche, l'industrie manufacturière a continué à se rétablir. Du côté de la demande, la croissance des exportations et de la consommation privée est demeurée robuste.

Sur le marché du travail également, la situation s'est améliorée dans le sillage de la reprise de la conjoncture. L'emploi a de nouveau augmenté au premier trimestre, et le taux de chômage a légèrement baissé ces derniers mois. Cependant, comme l'écart de production, le taux de chômage indique toujours une sous-utilisation des capacités de production de l'économie. De ce fait, les pressions à la hausse sur les prix sont restées faibles. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC),

le renchérissement annuel s'est certes légèrement accru et a atteint, en avril, son plus haut niveau depuis août 2008; en mai toutefois, il s'inscrivait de nouveau à environ 1,1%.

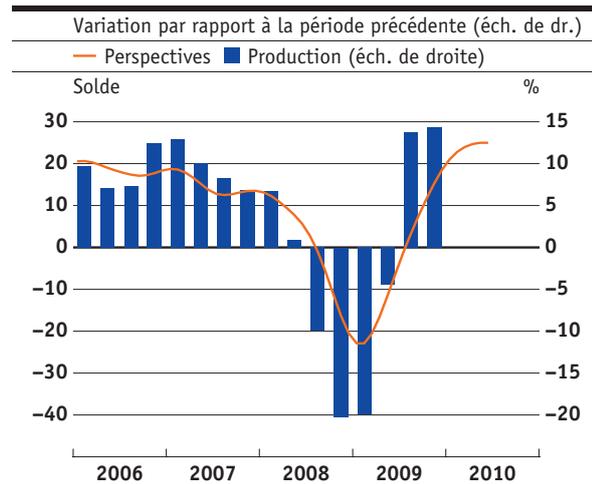
Etant donné que tous les indicateurs avancés continuent à refléter une expansion de l'activité économique, la reprise devrait se poursuivre au deuxième trimestre 2010. Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés, en avril et en mai, avec quelque 230 représentants d'entreprises des divers secteurs de l'économie confirment cette estimation. Il en ressort que la reprise est la plus nette dans l'industrie manufacturière, tant par rapport au trimestre précédent que par rapport à la même période de 2009. Une croissance reposant sur une large assise a également été observée dans la construction et dans les services. Les attentes des interlocuteurs pour les mois à venir laissent présager une progression des chiffres d'affaires. La sous-utilisation des capacités de production devrait donc encore diminuer.

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

Croissance économique affaiblie au premier trimestre

La croissance économique s'est ralentie au premier trimestre. Selon l'estimation provisoire du SECO, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 1,6%, contre 3,5% au trimestre précédent. En comparaison annuelle, il s'est accru de 2,2%.

Le SECO a publié les résultats pour le premier trimestre 2010 et ses estimations trimestrielles révisées depuis 2008. Le recul estimé du PIB au premier trimestre 2009 est quelque peu supérieur à ce qui était envisagé jusqu'à présent (-4,4% au lieu de -4%). La croissance pendant les trois trimestres suivants a été légèrement revue à la hausse, et de manière plus marquée au quatrième trimestre (3,5% au lieu de 3%).

Au premier trimestre 2010, la croissance économique a été soutenue par la progression toujours vigoureuse des exportations et de la consommation

privée. Les dépenses de l'Etat et les investissements ont, en revanche, enregistré un faible recul par rapport au quatrième trimestre 2009. Comme aux trois trimestres précédents, les mouvements de stocks ont influé négativement sur la croissance.

Une ventilation par secteurs montre que l'affaiblissement de la croissance du PIB est dû avant tout aux banques, dont l'accroissement de la création de valeur a fléchi. Alors que les banques avaient contribué le plus fortement à la progression du PIB au troisième et au quatrième trimestre 2009, plus de la moitié de la hausse de la création de valeur réalisée au cours de cette période a été perdue au premier trimestre 2010. En revanche, l'augmentation de la création de valeur dans l'industrie a été robuste, comme au quatrième trimestre 2009. Les services axés sur les entreprises ont quant à eux créé de nouveau davantage de valeur que durant la période précédente, après six trimestres consécutifs de baisse.

PIB réel et composantes

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

Tableau 2.1

	2006	2007	2008	2009	2008			2009				2010 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	2,0	1,1	-0,8	0,8	1,9	3,2	1,8	2,1
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	0,5	-0,1	2,5	2,8	2,9	0,4	-0,7	5,3	5,2	7,0	-5,6
Formation de capital fixe	4,7	5,2	0,4	-3,7	-6,8	-4,0	-7,6	-12,6	0,1	14,0	5,6	-3,2
Construction	-1,4	-2,3	0,9	1,3	-9,8	-0,6	0,3	-2,2	16,5	0,7	-6,4	-3,0
Biens d'équipement	10,1	11,1	0,1	-7,5	-4,5	-6,3	-13,1	-20,2	-11,9	26,7	16,4	-3,3
Demande intérieure finale	2,1	2,8	1,1	0,2	-0,1	0,1	-2,3	-2,6	1,9	5,8	3,3	-0,1
Demande intérieure	1,4	1,3	0,4	1,6	-0,6	-3,8	7,2	6,5	-3,5	-0,2	-0,6	-4,7
Exportations totales	10,3	9,5	2,9	-9,9	17,8	-2,9	-27,2	-22,5	-6,0	16,6	9,2	20,6
Biens	11,1	8,4	2,6	-11,8	18,0	-2,5	-34,3	-25,3	-4,7	19,4	11,0	24,2
Sans objets de valeur ¹	11,2	8,3	2,1	-11,0	25,2	-8,3	-32,8	-23,8	-2,5	15,9	15,3	10,3
Services	8,4	12,5	3,4	-5,3	17,3	-3,8	-7,6	-15,6	-9,0	10,3	5,2	12,3
Demande globale	4,5	4,3	1,4	-2,8	6,3	-3,4	-7,8	-5,1	-4,4	5,5	2,9	4,1
Importations totales	6,5	6,0	0,4	-5,9	18,5	-6,2	-17,6	-6,7	-13,3	13,7	1,5	10,3
Biens	7,8	5,1	-0,5	-8,4	24,3	-9,0	-25,7	-5,6	-18,9	17,0	0,8	12,8
Sans objets de valeur ¹	7,4	6,7	-1,0	-8,2	23,9	-9,4	-22,3	-10,3	-16,7	18,7	0,5	8,6
Services	0,6	10,3	4,8	5,8	-5,2	8,4	29,3	-10,1	13,8	1,1	4,3	0,6
PIB	3,6	3,6	1,8	-1,5	1,1	-2,2	-2,9	-4,4	-0,3	2,2	3,5	1,6

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

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Tendance durable à la hausse des exportations

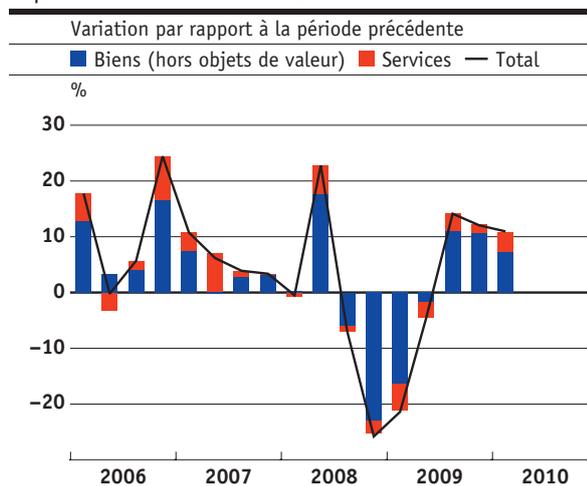
Au premier trimestre, les exportations ont continué à se rétablir dans le sillage de la reprise de l'économie mondiale. Dans l'ensemble, les exportations de biens et de services (hors objets de valeur) ont progressé de 11%.

Grâce à un redressement fulgurant des ventes de montres à l'étranger, les exportations de biens ont enregistré une forte expansion au premier trimestre également. De plus, pour la première fois depuis le début de la crise, les livraisons de machines à l'étranger ont sensiblement augmenté, alors que celles de produits pharmaceutiques ont poursuivi leur tendance constante à la hausse. L'accroissement de la demande en Europe et dans les économies asiatiques a constitué le moteur de la croissance des exportations de biens, répartie selon les débouchés. Toutefois, malgré leur vigoureuse progression au cours des trois derniers trimestres, ces exportations n'ont jusqu'à présent compensé que la moitié de la baisse due à la récession.

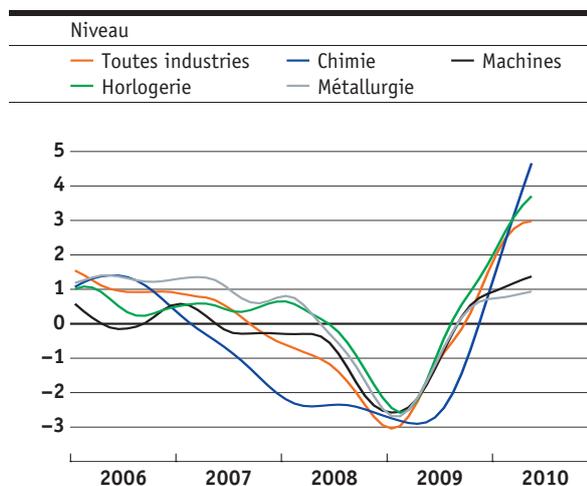
Les exportations de services se sont rétablies sensiblement au premier trimestre. Certes, les exportations dans le secteur du tourisme ont légèrement reculé dans le sillage du franc fort, et les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère n'ont bénéficié que dans une mesure restreinte de la reprise boursière. Les recettes nettes issues du commerce de transit ont en revanche fortement augmenté. Dans l'ensemble, les exportations de services se sont nettement redressées depuis la crise.

Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises du secteur secondaire demeurent optimistes quant à l'avenir. D'ailleurs, la tendance à la hausse des exportations de biens s'est maintenue en avril. Le rebond pourrait néanmoins perdre de sa vigueur au cours de l'année, notamment en raison de la revalorisation du franc face à l'euro.

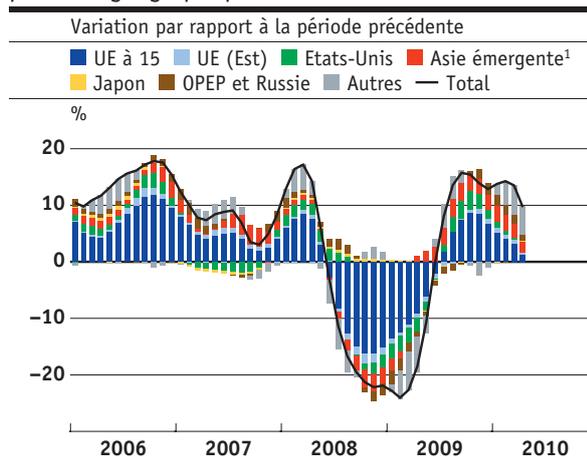
Graphique 2.3
Exportations: contributions à la croissance



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

Léger repli des investissements en constructions

Au premier trimestre 2010, les investissements en constructions ont régressé par rapport au trimestre précédent. Le recul de 3% est toutefois moins fort que celui du quatrième trimestre 2009. On continue d'observer une légère hausse par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

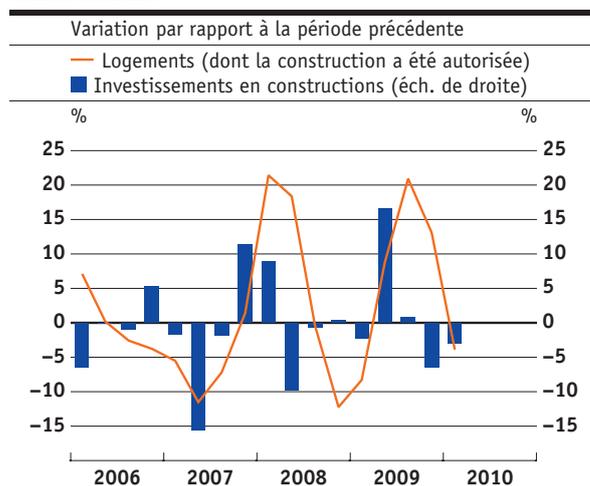
Selon l'enquête de la Société Suisse des Entrepreneurs, le repli de l'activité d'un trimestre à l'autre a touché les trois principaux secteurs de la construction, en particulier celui des constructions destinées à l'artisanat et au commerce, qui était déjà le plus faible jusque-là. Même la construction de logements et le génie civil, qui s'étaient montrés étonnamment robustes pendant la récession, ont marqué un ralentissement. L'affaiblissement de l'activité dans la construction s'explique en partie par les conditions météorologiques, les chutes de neige relativement fortes et les basses températures ayant entravé la production. L'évolution des entrées de commande et des réserves de travail indique une activité de construction amoindrie pour les trimestres à venir également.

Ralentissement de la reprise des investissements en biens d'équipement

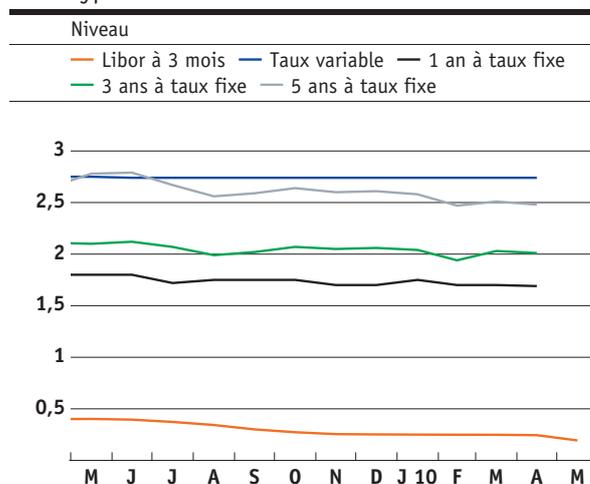
La reprise des investissements en biens d'équipement a marqué une pause au premier trimestre. Après un semestre d'une croissance vigoureuse à deux chiffres, les investissements en biens d'équipement ont même légèrement reculé par rapport au trimestre précédent. Ils restent toutefois nettement supérieurs au niveau enregistré un an auparavant.

La progression des investissements en biens d'équipement au second semestre 2009 résultait en partie des importations exceptionnellement élevées d'appareils de télécommunication. Depuis, la demande dans ce domaine s'est de nouveau normalisée quelque peu. Au premier trimestre, la demande de biens d'équipement reposait par conséquent sur une assise plus large que lors des trimestres précédents. Les perspectives pour les mois à venir restent bonnes, comme le confirment les indicateurs du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, qui montrent une augmentation sensible de l'utilisation des capacités de production dans la plupart des branches industrielles.

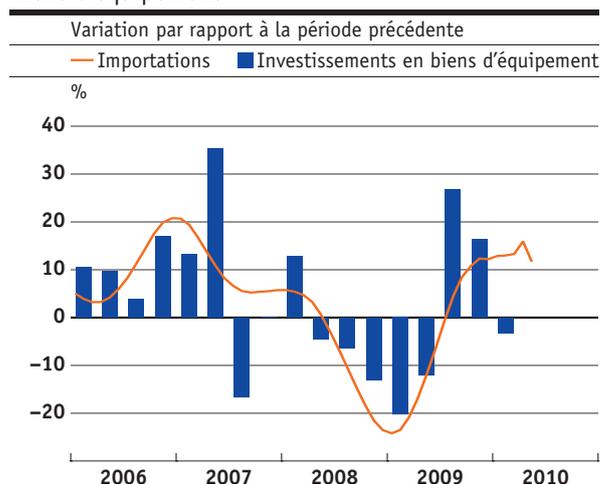
Graphique 2.6
Constructions



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.

Croissance robuste de la consommation

Au premier trimestre, la consommation privée a augmenté de 2,1% par rapport au trimestre précédent. Cet accroissement, qui reposait sur une large assise, a concerné tant les biens de consommation courante que ceux de consommation durable. Corrigées des variations saisonnières, les immatriculations de voitures ont ainsi progressé de 7,5% au premier trimestre. Dans le secteur du tourisme, la demande intérieure, qui constitue un indicateur de la consommation de services, ne présentait certes plus, au premier trimestre 2010, les forts taux de croissance du quatrième trimestre 2009, mais elle a néanmoins augmenté de 0,5% en données corrigées des variations saisonnières.

Bon climat de consommation

Le climat de consommation a continué à s'améliorer au printemps. L'indice publié par le SECO depuis 2007, qui permet des comparaisons sur le plan international, a atteint pour la première fois, en avril, son niveau d'avant la crise. Les attentes des consommateurs en matière d'évolution du marché du travail, notamment, sont plus positives, comme celles qui portent sur les futures conditions économiques. De telles attentes n'avaient été meilleures, dans une faible mesure, qu'au troisième trimestre 2000.

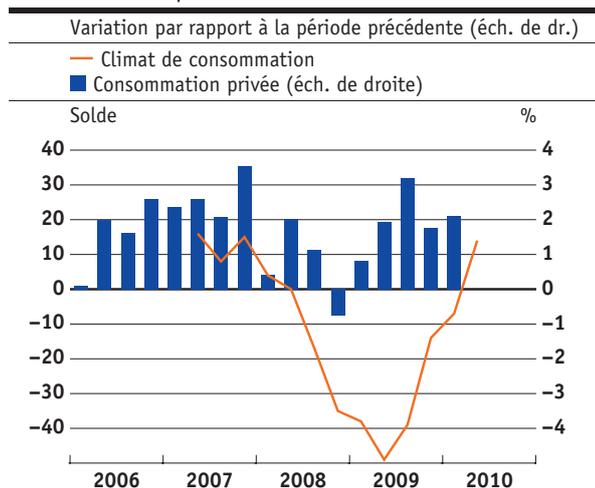
Poursuite de la reprise des importations

Soutenues par la demande globale robuste, les importations de biens et de services (hors objets de valeur) ont progressé de 6,9% au premier trimestre. Cette évolution s'explique presque exclusivement par les achats de biens à l'étranger, qui ont été stimulés par une forte augmentation des importations de matières premières et de produits semi-finis. La demande de produits chimiques en particulier s'est considérablement accrue, tandis que les importations de biens de consommation et de biens d'équipement ont poursuivi leur tendance à la hausse.

Les importations de services sont restées relativement inchangées par rapport au trimestre précédent. Les dépenses dans le domaine des licences et brevets ont reculé, alors que les recettes des assurances privées ont augmenté. De plus, les voyages à l'étranger, qui sont comptabilisés comme des importations dans le secteur du tourisme, ont marqué une nouvelle progression.

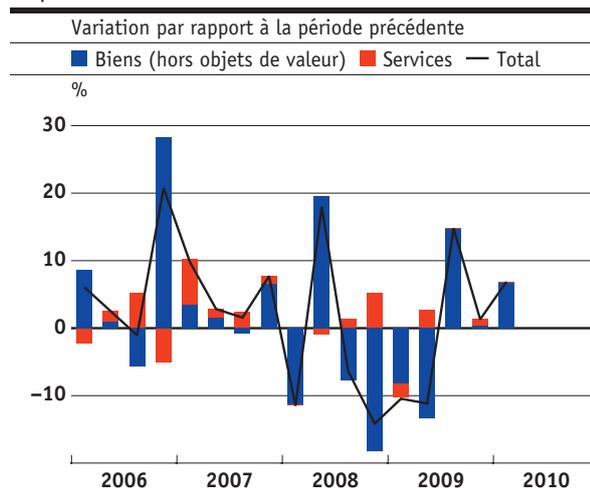
Selon l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les attentes relatives aux achats de produits en amont ont encore augmenté. D'ailleurs, les importations de matières premières et de produits semi-finis ainsi que celles de biens continuaient, dans l'ensemble, à croître en avril.

Graphique 2.9
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.10
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

2.3 Emploi et marché du travail

Nouvelle hausse de l'emploi...

La légère progression de l'emploi enregistrée au quatrième trimestre 2009 s'est poursuivie au premier trimestre 2010. Le volume de travail (en équivalents plein temps) s'est accru de 0,8% en données corrigées des variations saisonnières, contre 0,5% au trimestre précédent.

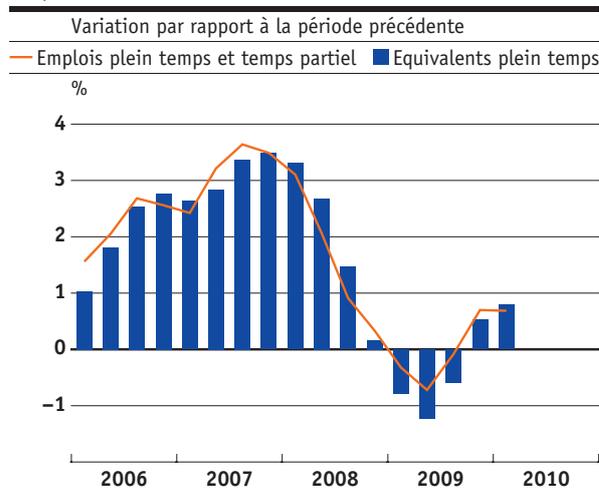
Ventilée selon les branches, l'évolution de l'emploi est devenue plus hétérogène. La construction, le commerce de gros, le secteur de la santé, l'hôtellerie et la restauration ainsi que les services axés sur les entreprises comptent parmi les branches ayant augmenté leurs effectifs. Dans l'industrie manufacturière, le nombre des personnes occupées

a nettement moins diminué qu'aux trimestres précédents, alors que, dans le secteur des banques et des assurances, il était en fort recul.

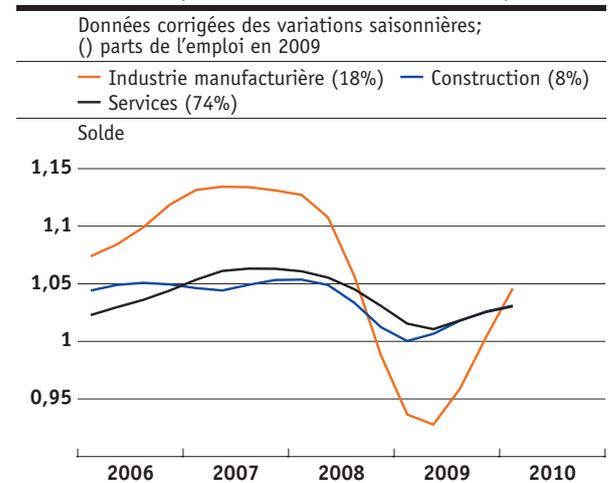
... et évolution hétérogène des perspectives d'emploi

Au premier trimestre, l'évolution des indicateurs avancés de l'emploi a été globalement positive. Cependant, des différences sensibles ont commencé à se dessiner selon les branches. Tandis que les perspectives d'emploi se sont améliorées dans l'industrie et dans la construction, elles présentaient une tendance à la baisse dans certains pans du secteur des services, dont l'administration publique, l'éducation et la santé. Compte tenu des indicateurs avancés, la croissance de l'emploi devrait, dans

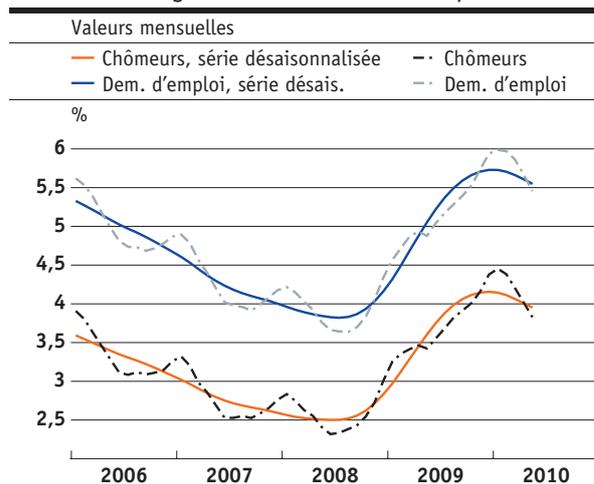
Graphique 2.11
Emploi



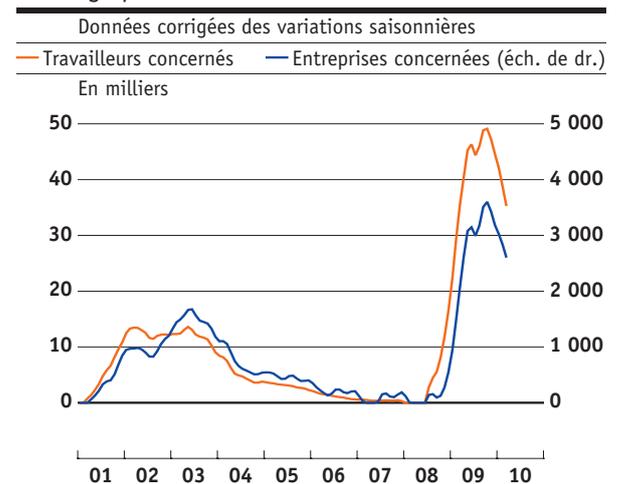
Graphique 2.12
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Graphique 2.13
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



Graphique 2.14
Chômage partiel



Graphique 2.11
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

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

Graphique 2.12
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

Graphique 2.14
Sources: OFS; BNS (correction des variations saisonnières).

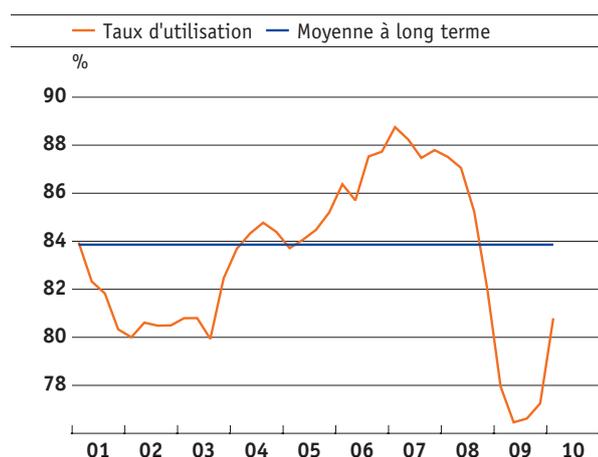
l'ensemble, se révéler positive mais modeste ces prochains trimestres.

Léger recul du chômage

Le chômage, qui avait atteint le niveau le plus élevé de son cycle en décembre 2009, a légèrement fléchi, en données corrigées des variations saisonnières, entre février et mai. Le nombre des chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) ayant diminué de 6 300 personnes, le taux de chômage a reculé de 0,1 point pour s'inscrire à 4%. Le taux des demandeurs d'emploi, qui comprend également les personnes participant à des programmes de formation et d'occupation, a accusé lui aussi un faible repli, passant de 5,7% à 5,5%.

Les chiffres officiels du chômage ne mesurent qu'une partie du sous-emploi. Le chômage partiel, qui avait atteint son niveau le plus élevé en octobre déjà, a constamment diminué jusqu'en mars. Le chômage et le chômage partiel ayant tendance à baisser, on peut supposer que la substitution redoutée du second par le premier lors de la récente récession est demeurée proportionnellement faible.

Graphique 2.15
Utilisation des capacités dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

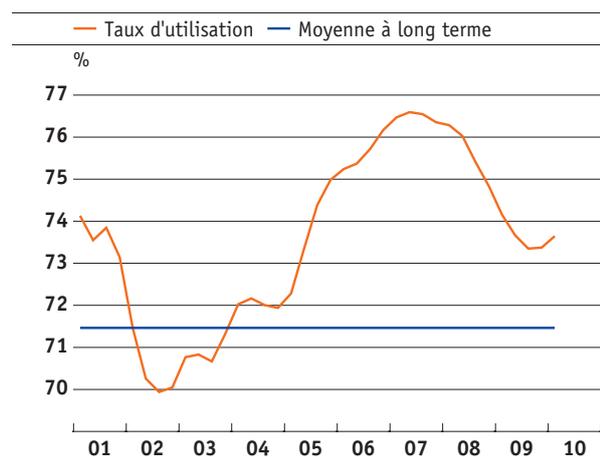
2.4 Utilisation des capacités de production

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 à 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. A l'inverse, s'il est inférieur à son niveau normal pendant une période prolongée, l'offre est excédentaire et, partant, les pressions déflationnistes diminuent.

Nette hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Selon les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est sensiblement amélioré au premier trimestre. Il a passé de 77,2% au quatrième trimestre 2009 à 80,8% au premier trimestre 2010, marquant ainsi une hausse exceptionnellement forte par rapport aux autres phases de reprise observées au cours des trois dernières décennies. Dans l'industrie, les capacités de production sont encore largement sous-utilisées. La situation est très différente dans la construction, où le taux d'utilisation des machines, notamment dans le bâtiment, est resté à un niveau très élevé.

Graphique 2.16
Utilisation des capacités dans la construction

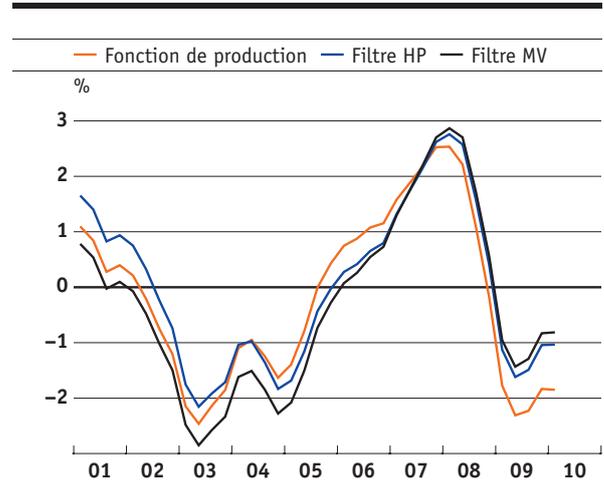


Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Lente réduction de l'écart de production

L'écart de production pour l'ensemble de l'économie demeure nettement négatif. Il a cependant continué à se combler au premier trimestre. L'estimation de la fonction de production montre que le PIB était encore inférieur de près de 1,8% au potentiel de production. L'écart de production estimé à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott et du filtre multivarié se situe à environ -1%, soit à un niveau légèrement moins négatif. Bien que l'ampleur de cet écart soit incertaine et que les différentes méthodes d'évaluation donnent des résultats divergents, toutes indiquent que l'écart de production reste négatif pour le moment. Cela reflète principalement l'utilisation inférieure à la moyenne des capacités techniques et de l'offre de main-d'œuvre. Compte tenu de l'immigration plus faible, le potentiel de croissance est un peu moins important qu'il y a un an, et il est désormais inférieur à la moyenne à long terme. La BNS table sur une lente stabilisation de la croissance du potentiel de production et sur une nouvelle réduction de l'écart de production du fait de la reprise économique. Cette croissance n'ayant pas trop pâti de la crise, l'écart de production devrait se combler lentement.

Graphique 2.17
Ecart de production



Source: BNS.

2.5 Prix et anticipations inflationnistes

Hausse des prix des agents énergétiques et des biens intermédiaires

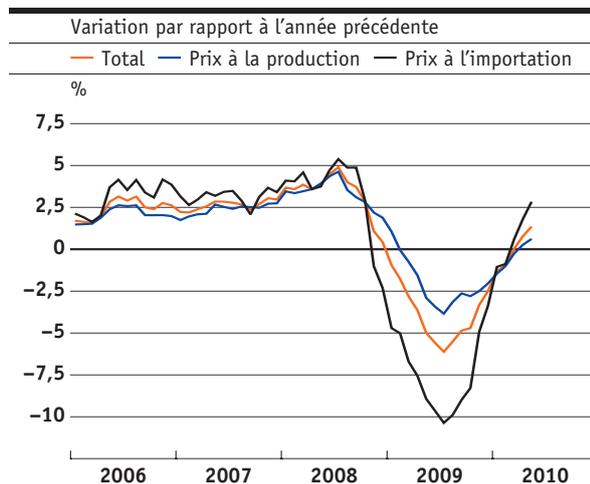
Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont augmenté fortement ces derniers mois. Le renchérissement annuel a dès lors fait un bond, passant de -1% en février à 1,4% en mai. Cette évolution résulte principalement de la hausse des prix des agents énergétiques et des biens intermédiaires. Si l'on exclut les matières premières et l'énergie, les prix de l'offre totale étaient encore, en mai, légèrement inférieurs au niveau observé un an auparavant. Ils continuent donc à n'exercer aucune pression à la hausse sur les prix à la consommation situés en aval.

Renchérissement annuel (IPC) de 1,1% en mai

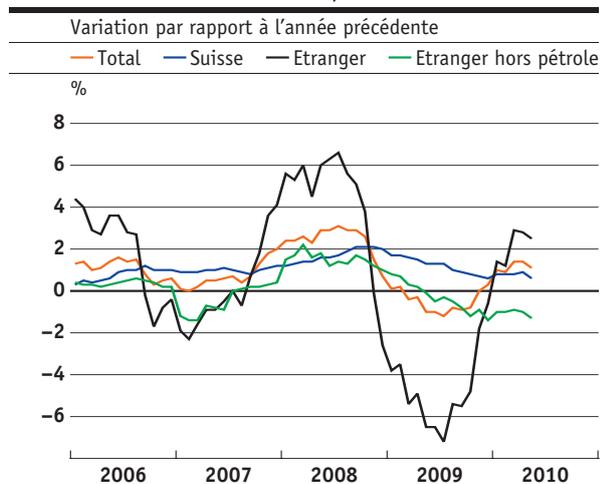
Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a atteint 1,4% en avril, soit son niveau le plus élevé depuis février 2008. La plupart des observateurs s'attendaient à une hausse en raison des effets de base perceptibles du côté des produits pétroliers, mais d'autres composantes ont contribué elles aussi à cette augmentation.

En mai, le renchérissement annuel est retombé à 1,1%. Ce repli s'explique principalement par des baisses de prix des médicaments. L'Office fédéral de la santé publique (OFSP) a procédé, au printemps, à un réexamen exceptionnel des prix de quelque 2 000 médicaments, ce qui a entraîné, en mai, un recul de 6,5% des prix des médicaments par rapport au mois précédent. De plus, le renchérissement annuel des loyers a fléchi de 0,2 point pour s'établir à 1%. Dans l'ensemble, on note toujours un net écart entre les prix des biens suisses dont la tendance à l'inflation est relativement marquée, et ceux des biens importés (hors produits pétroliers), qui semblent plutôt freiner le renchérissement total.

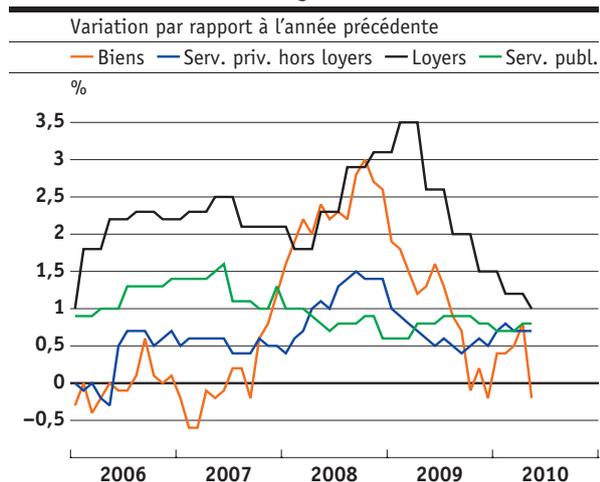
Graphique 2.18
Prix de l'offre totale



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.

Evolution inégale de l'inflation sous-jacente

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement subit des fluctuations à court terme qui peuvent altérer la perception de la tendance de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance fondamentale de l'évolution des prix. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente (voir graphique 2.21): pour le calcul de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens

dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15% des biens) et à la baisse (15% des biens également). La *dynamic factor inflation* (DFI) permet quant à elle de dégager la tendance générale de l'inflation au moyen d'un grand nombre de prix, de données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent du panier-type de l'indice, pour chaque période, les mêmes biens volatils (graphique 2.22). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits sai-

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

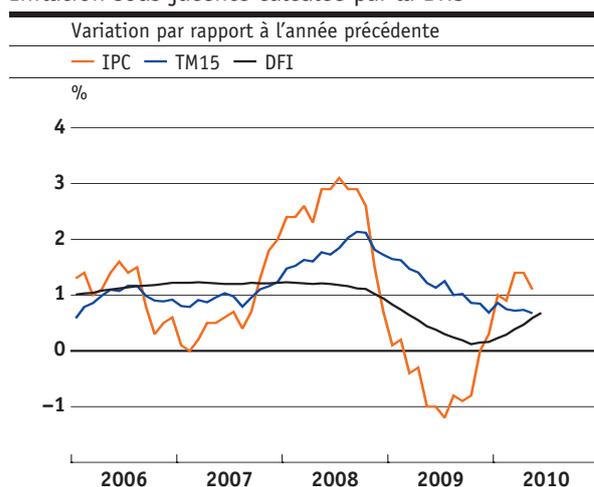
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2009	2009		2010	2010			
		3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	-0,5	-1,0	-0,2	1,1	0,9	1,4	1,4	1,1
Biens et services du pays	1,2	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,6
Biens	1,0	1,0	-0,0	0,4	0,4	0,5	0,8	-0,2
Services	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
Services privés (hors loyers)	0,6	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Loyers	2,5	2,2	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0
Services publics	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Biens et services de l'étranger	-4,7	-6,0	-2,4	1,8	1,2	2,9	2,8	2,5
Hors produits pétroliers	-0,3	-0,6	-1,2	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,3
Produits pétroliers	-25,9	-30,5	-10,9	18,3	13,4	26,4	26,1	25,9

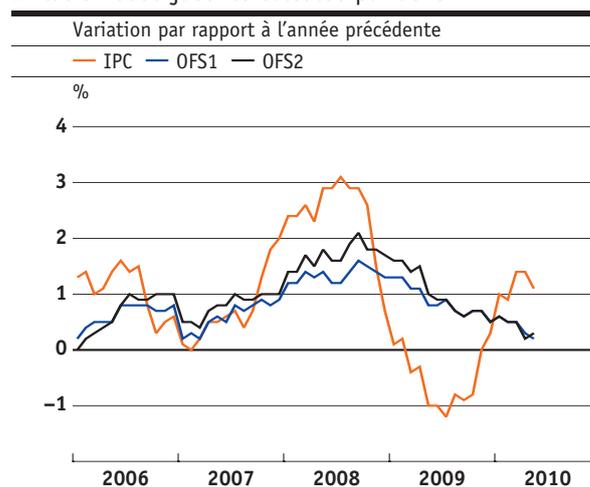
Sources: BNS et OFS.

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.

sonniers, l'énergie et les carburants, alors que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

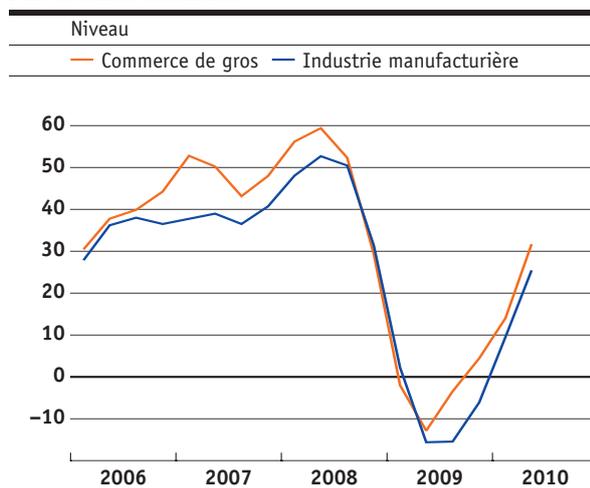
La moyenne tronquée calculée par la BNS s'établissait à 0,7% en mai, soit un niveau équivalent à celui de février. Durant la même période, la DFI a passé de 0,3% à 0,6%, indiquant ainsi un nouveau repli des risques déflationnistes. A l'inverse, les deux taux d'inflation sous-jacente de l'OFS ont légèrement reculé depuis février, pour s'inscrire à 0,2% (OFS1) et à 0,3% (OFS2) en mai.

Hausse modérée des attentes inflationnistes

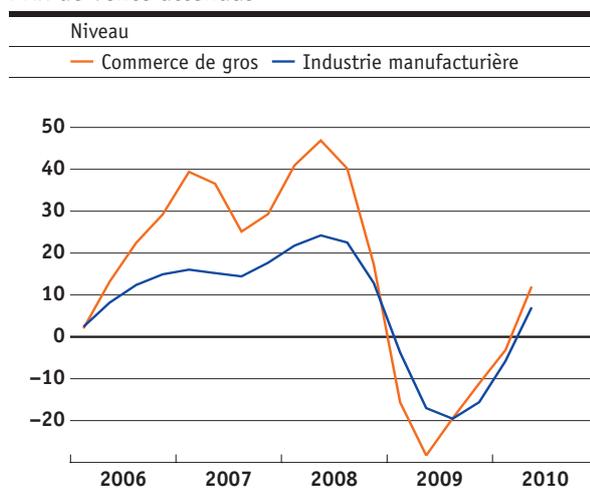
Plusieurs enquêtes fournissent des indications sur les anticipations inflationnistes des entreprises et des ménages. Les collaborateurs qui exercent des fonctions dirigeantes dans des entreprises opérant en Suisse sont interrogés dans le cadre de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ 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. L'évolution observée au premier trimestre, à savoir les attentes relatives aux hausses de prix, s'est confirmée au deuxième trimestre: tant dans le commerce de gros que dans l'industrie manufacturière, une majorité d'entreprises table sur une augmentation des prix d'achat (graphique 2.23). La composante «prix d'achat attendu» du PMI, qui fait tous les mois l'objet d'une enquête, a également progressé pour atteindre, en avril, un niveau proche de celui de juillet 2008. A l'époque, le renchérissement des prix à la production s'élevait à 4,6%, son niveau le plus élevé depuis le début des années 1980. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les attentes relatives aux futurs prix de vente sont certes plus faibles que celles concernant les prix d'achat, mais les entreprises envisagent de plus en plus d'augmenter leurs prix (graphique 2.24).

L'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages mesure l'évolution des prix attendue par les consommateurs pour les douze prochains mois. Les résultats publiés en avril indiquent une hausse modérée des anticipations inflationnistes. La plupart des consommateurs escomptent toujours des prix inchangés ou un peu plus élevés, mais les proportions se sont légèrement modifiées en faveur des personnes tablant sur des hausses de prix modestes. De plus, la part des consommateurs s'attendant à des baisses de prix a diminué. Dans l'ensemble, les anticipations inflationnistes restent bien ancrées, mais devraient augmenter légèrement.

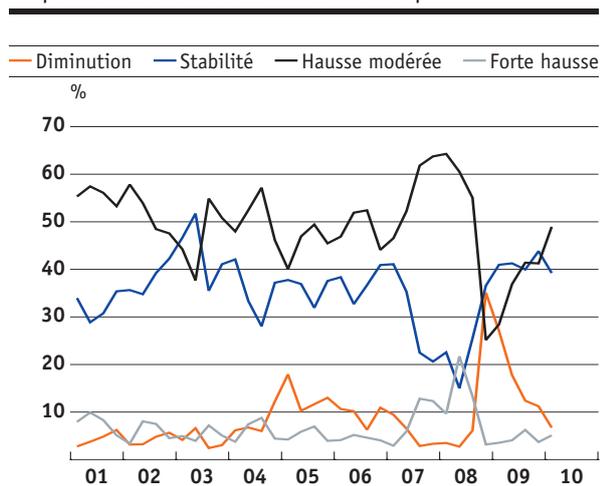
Graphique 2.23
Prix d'achat attendus



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.

2.6 Perspectives économiques

Reprise modérée de la conjoncture

La BNS table sur un accroissement du PIB suisse d'environ 2% en 2010, après un recul de 1,5% en 2009. Malgré le tassement du potentiel de croissance, cette progression attendue du PIB ne suffira pas à combler, d'ici fin 2010, l'écart de production de l'ensemble de l'économie.

En 2010, la hausse du PIB devrait reposer sur la demande tant intérieure qu'extérieure. Les exportations nettes y contribueront sans doute positivement en dépit de la lente reprise dans de nombreux pays européens importants et de la revalorisation du franc sur les marchés des changes.

Les incertitudes demeurent néanmoins importantes. Les nouvelles turbulences observées sur les marchés financiers en raison des problèmes budgétaires dans la zone euro montrent que les effets de la crise financière et économique perdurent. On ne peut donc exclure que la croissance économique des principaux partenaires commerciaux de la Suisse soit plus hésitante que prévu. De même, une hausse d'une ampleur inattendue des prix des matières premières ou une revalorisation excessive du franc pourraient entraver la reprise escomptée. D'un autre côté, le commerce mondial pourrait se rétablir plus rapidement qu'espéré et soutenir ainsi les exportations suisses.

3 Evolution monétaire

3.1 Evolution des taux d'intérêt

Résumé de la politique monétaire menée depuis mi-mars

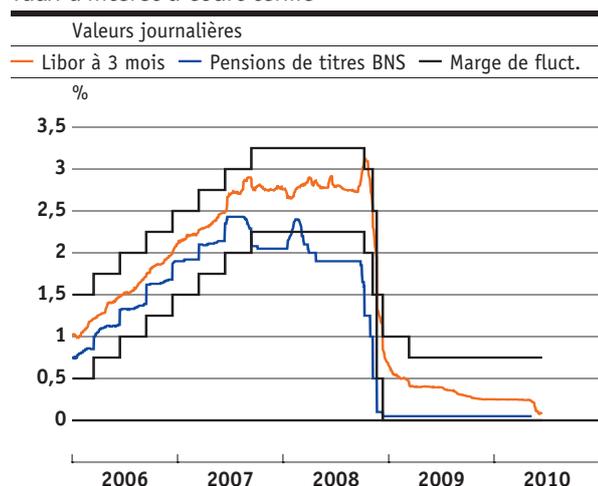
Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars 2010, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi reconduit à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et annoncé vouloir maintenir ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit à 0,25%. La BNS a en outre réaffirmé sa volonté de s'opposer à une appréciation excessive du franc face à l'euro.

Au premier semestre 2010, la BNS a acheté des devises pour un volume de quelque 31 milliards de francs. Depuis avril 2010, d'autres achats d'un montant d'environ 113 milliards de francs ont suivi. En raison du niveau élevé des avoirs en comptes de virement de la Banque nationale, la demande de liquidités n'a cessé de diminuer sur le marché des pensions de titres depuis l'examen de mi-mars. Pour la première fois, aucune demande de pensions de titres à une semaine n'est ainsi parvenue lors de l'appel d'offres du 7 mai 2010. Depuis le 14 mai 2010, la BNS n'a plus lancé d'appels d'offres pour des pensions de titres destinées à injecter des liquidités. Comme les trimestres précédents, elle a émis chaque semaine ses propres titres de créance en francs (Bons de la BNS), en vue de résorber des liquidités en francs de manière ciblée. Tous les Bons placés en mars et en avril 2010 portaient sur une

durée de sept jours, comme lors des mois précédents. En moyenne des émissions réalisées en mars et en avril, 16,3 milliards de francs ont ainsi pu être retirés du marché (moyenne des souscriptions reçues: 17,3 milliards de francs). Le rendement marginal moyen par appel d'offres s'est établi à 0,029%. La BNS a ensuite également émis dès fin mai des Bons d'une durée de 28 jours, et de 84 jours depuis début juin.

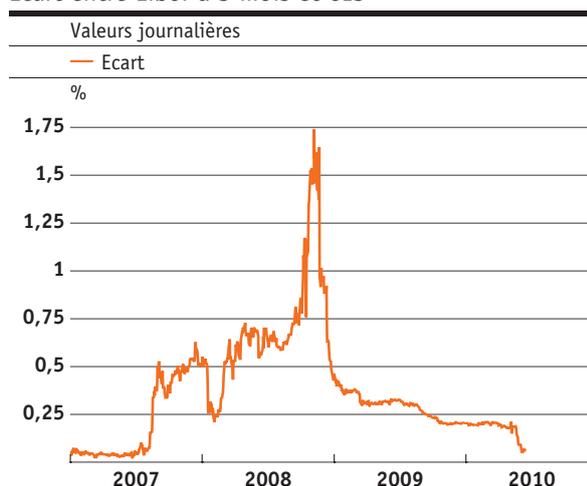
En réaction à la résurgence de tensions sur les marchés monétaires européens en dollars des Etats-Unis, la BNS a annoncé en mai, conjointement avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Réserve fédérale des Etats-Unis, le rétablissement des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de swaps) destinés à fournir des liquidités en dollars. Ces dispositifs visent à améliorer la situation, en matière de liquidités, sur les marchés monétaires européens en dollars des Etats-Unis et à éviter la propagation des tensions à d'autres marchés et à d'autres centres financiers. En accord avec d'autres banques centrales, la BNS a décidé de reprendre ses opérations portant sur la mise à disposition de liquidités en dollars pour une durée de sept jours. De telles opérations sont exécutées sous forme de pensions de titres (uniquement contre des garanties éligibles à la BNS) dans le cadre d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe et avec attribution de la totalité des montants désirés. Les appels d'offres de la BNS en dollars des Etats-Unis n'ont toutefois suscité aucune demande jusqu'à mi-juin. En outre, la BNS a continué d'émettre ses propres titres de créance en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS – USD). Ceux-ci ont été émis toutes

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.

les deux semaines. Depuis mi-mars, l'encours de ces Bons a diminué, passant à 11,5 milliards de dollars début juin. Il était alors constitué à hauteur de 80% environ de Bons d'une durée de 168 jours. Les écarts entre les rendements des Bons de la BNS – USD à 84 et à 168 jours et ceux des emprunts d'Etat américains correspondants sont restés approximativement inchangés au premier trimestre 2010. Depuis mi-mars, ils ont toutefois diminué pour les durées les plus courtes, le volume des Bons en circulation étant moins élevé. Comme le prêt au SNB Stabfund s'est fortement réduit depuis février 2009 et que les possibilités de financement dont dispose la BNS ont évolué, la Banque nationale suspendra fin juin 2010 les émissions de Bons de la BNS – USD.

Légère tendance au repli des taux d'intérêt sur le marché monétaire

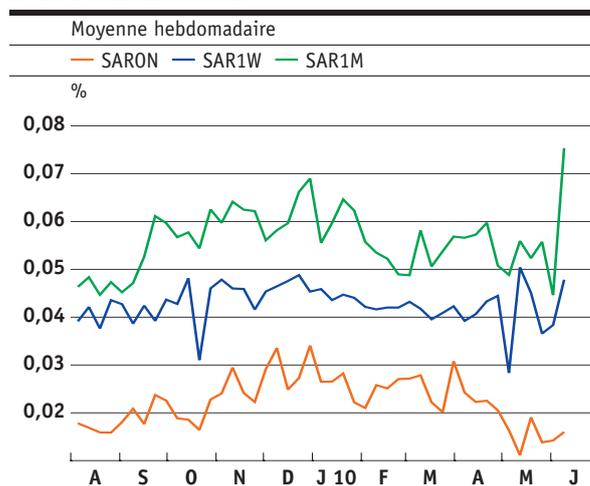
Entre mi-mars et début mai, le Libor pour dépôts à trois mois en francs est resté très proche du niveau visé, soit 0,25%, comme cela avait déjà été le cas à partir de novembre 2009 (voir graphique 3.1). Il s'est ensuite replié, s'établissant à 0,09% mi-juin. Cette baisse indique que le système bancaire dispose actuellement d'une très grande quantité de liquidités. L'écart entre le Libor à trois mois et l'Overnight Index Swap (OIS) correspondant, qui équivaut à la prime de risque incluse dans le Libor, a diminué pour s'inscrire à 0,06 point. Depuis novembre 2010, cet écart était resté presque inchangé à 0,2 point. Comme l'indique le graphique 3.2, il a ainsi retrouvé un niveau très proche de celui qu'il avait avant la crise financière.

Le graphique 3.3 montre l'évolution des taux d'intérêt appliqués aux opérations gagées, pour diverses durées, sur le marché interbancaire en francs (Swiss Reference Rates). Ces taux ont marqué une plus grande volatilité dans la période examinée. Le Swiss Average Overnight Rate (SARON), soit la rémunération de l'argent au jour le jour, a fluctué légèrement au-dessus de 0,02% à partir de novembre 2009, puis diminué en mai pour s'inscrire à 0,01%. Il a ensuite augmenté quelque peu.

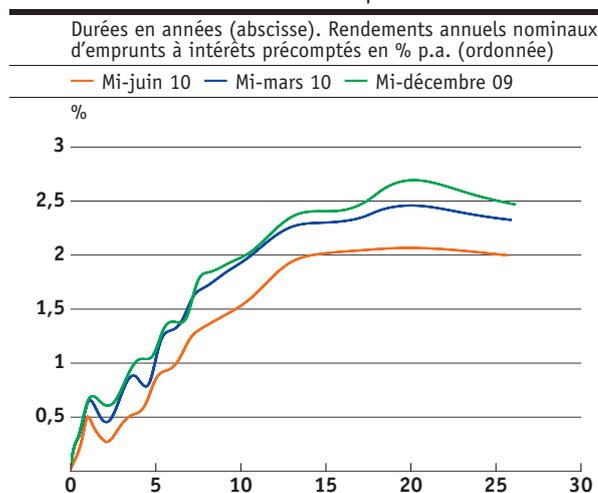
Nouvel aplatissement de la courbe des taux d'intérêt

Les rendements des emprunts de la Confédération suisse ont fléchi pour toutes les durées. Cette évolution est due principalement à la résurgence de turbulences sur les marchés financiers en avril et en mai, turbulences qui ont amené les investisseurs à chercher refuge dans des placements sûrs. Entre mi-mars et mi-juin, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse a diminué, passant de 1,8% à 1,5%. Le repli a été ainsi plus fort du côté des rendements des emprunts que de celui des rémunérations servies sur le marché monétaire, d'où le nouvel aplatissement de la courbe des taux d'in-

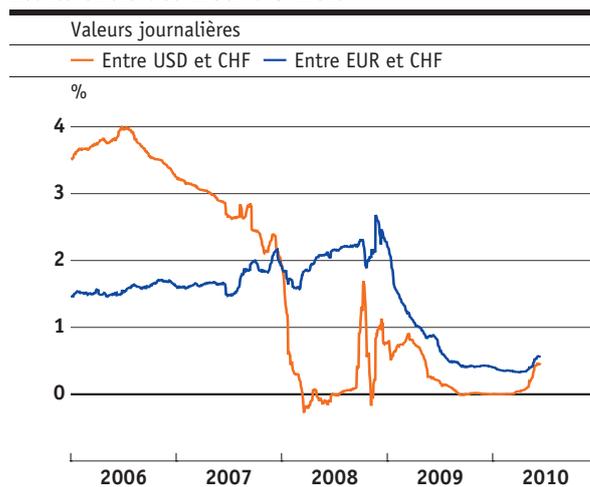
Graphique 3.3
Swiss Reference Rates



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.

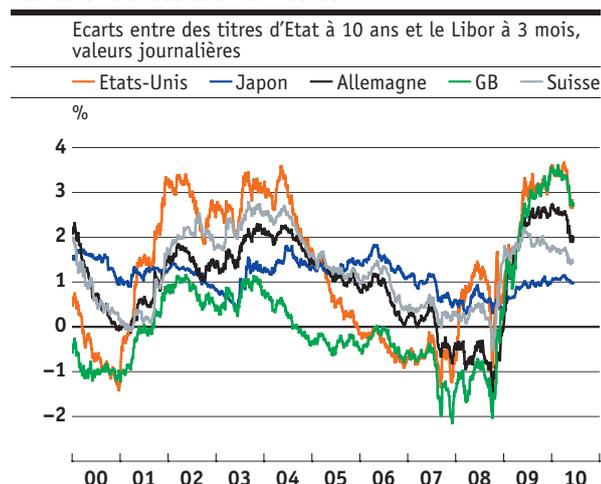
térêt (voir graphique 3.4). Après être montés jusqu'à 3,3%, les rendements des emprunts ont marqué une tendance à la baisse depuis le milieu de 2008.

Pour la même raison, l'écart entre le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse et le Libor pour dépôts à trois mois (*term spread*) a diminué légèrement. Il sert d'indicateur sommaire pour mesurer la pente de la courbe des taux d'intérêt. Le graphique 3.6 montre que cet écart avait fondu après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, puis augmenté rapidement pour atteindre des niveaux historiquement élevés, étant donné le fort assouplissement de la politique monétaire vers la fin de 2008 et le début de l'année suivante. Depuis mai 2009, l'écart diminue en Suisse. Les craintes qu'inspire l'évolution de la dette publique à l'étranger incitent les investisseurs à se réfugier dans des valeurs sûres et, partant, exercent des pressions à la baisse sur les rendements à long terme en Suisse. L'écart se rapproche ainsi de sa moyenne à long terme.

Revirement de tendance dans les écarts entre taux d'intérêt à l'étranger, après un an et demi d'accroissement

Alors que le Libor pour dépôts à trois mois en francs a diminué, les Libor pour dépôts d'une même durée en dollars et en euros ont augmenté à partir du début d'avril 2010, ce qui traduit la résurgence de tensions sur les marchés monétaires européens. Ainsi, les écarts entre les rémunérations des placements en euros et en dollars et celles des placements en francs se sont légèrement creusés (voir graphique 3.5). Du côté des durées les plus longues, les rendements des emprunts d'Etat à dix

Graphique 3.6
Ecart entre des taux d'intérêt



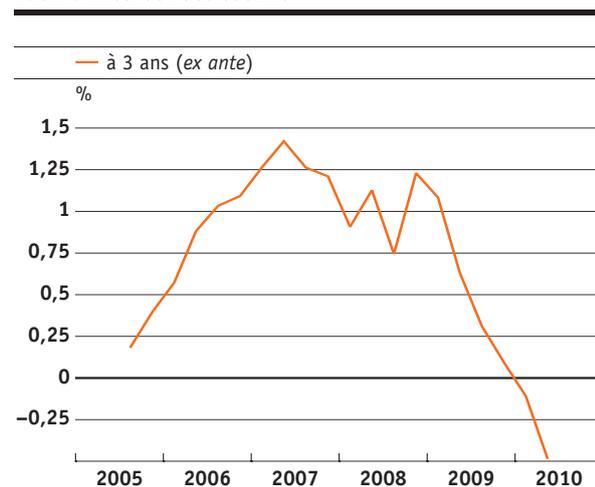
Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

ans à l'étranger – qui servent de taux de référence – ont commencé à se replier en mai. Par conséquent, les écarts entre taux d'intérêt ont diminué à l'étranger (voir graphique 3.6). Entre le premier trimestre 2009 et la période correspondante de 2010, les rendements étaient restés la plupart du temps stables ou avaient même augmenté, d'où des écarts entre taux longs et taux courts soit stables, soit en hausse. Aux Etats-Unis, l'écart était de 2,7 points mi-juin; il avait atteint son niveau maximal, soit 3,7 points, début avril. Le graphique 3.6 montre également que, même après la récente diminution, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont toujours, contrairement à la Suisse, des écarts entre taux longs et taux courts à des niveaux relativement élevés, si l'on considère une longue période.

Poursuite du repli des rendements des emprunts émis par des entreprises, mais nouvel accroissement des écarts entre rendements

Entre mi-mars et mi-juin, les rendements des emprunts émis par des entreprises suisses ont poursuivi leur mouvement de repli, dans un environnement marqué par de nouvelles améliorations tant du côté des conditions appliquées aux crédits que de celui des résultats obtenus par les sociétés suisses. Leur baisse n'a cependant pas été aussi forte que celle qui a été enregistrée sur les emprunts d'Etat. Aussi les écarts de rendements par rapport aux emprunts d'Etat ont-ils légèrement augmenté, comme cela a été observé également dans d'autres pays. Ces écarts de rendements s'étaient considérablement accrus après la faillite de Lehman Brothers en 2008, puis avaient diminué continuellement jusqu'à peu.

Graphique 3.7
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS.

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. L'inflation attendue dans cette période de trois ans est estimée à l'aide de prévisions tirées de divers modèles utilisés par la BNS. Étant donné que les taux d'intérêt nominaux à trois ans ont poursuivi leur mouvement de repli ces trois derniers mois et que l'inflation attendue est légèrement plus élevée, le taux d'intérêt réel à trois ans a encore diminué, passant à $-0,5\%$ au deuxième trimestre 2010. La politique monétaire devrait exercer des effets stimulants sur l'économie par le biais de ces taux d'intérêt réels historiquement bas.

3.2 Cours de change

Faiblesse persistante de l'euro

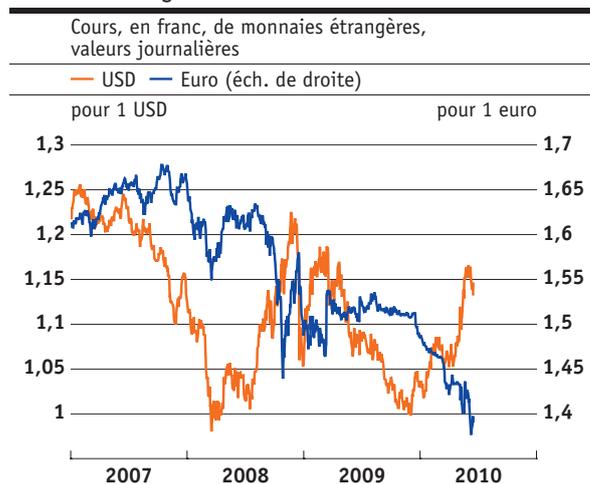
Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars 2010, la faiblesse de l'euro a constitué le fait le plus marquant sur les marchés des changes. Entre mi-mars et mi-juin, la crainte d'une propagation de la crise de la dette que traverse la zone euro à d'autres marchés européens a pesé sur l'euro, qui a ainsi fléchi de 11% face au dollar des États-Unis. Le mouvement de baisse de l'euro vis-à-vis du dollar, qui avait commencé en décembre 2009, s'est donc poursuivi.

Durant la période examinée, le franc suisse s'est apprécié de 5% par rapport à l'euro. Cette variation relativement modeste est à mettre au compte de la politique que mène la BNS pour empêcher une appréciation excessive du franc. Face au dollar des États-Unis, le franc a cédé 6% entre mi-mars et mi-juin.

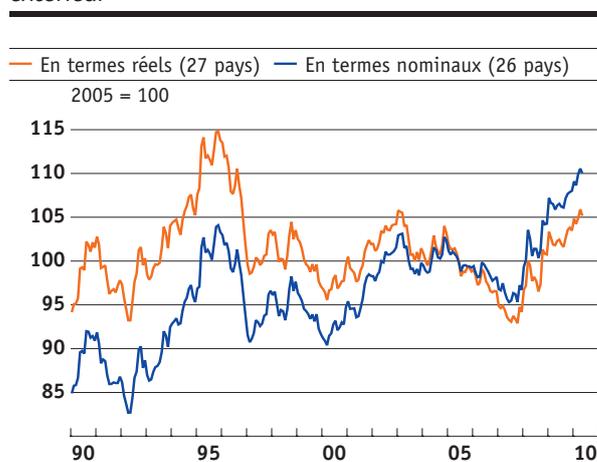
Hausse de la valeur extérieure du franc

En avril, la valeur extérieure du franc, pondérée par le commerce extérieur, était supérieure en termes nominaux de 3,4% à sa moyenne de l'année 2009, et de 13,8% à son niveau d'avant la crise financière, en août 2007 (voir graphique 3.9). Une constatation similaire peut être faite pour la valeur extérieure du franc en termes réels. À plus long terme, soit depuis le milieu des années 1990, celle-ci se maintient autour d'une moyenne relativement stable, quand bien même des fluctuations sensibles sont observées pendant des périodes d'une certaine durée (voir graphique 3.9). 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 légèrement plus restrictives

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions monétaires déterminantes pour l'économie suisse. Il est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. Si l'indice évolue dans la zone positive, il faut y voir un durcissement des conditions monétaires. S'il se meut dans la zone négative, il signale 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-juin, des conditions monétaires un peu plus restrictives (voir graphique 3.10). L'appréciation du franc face à l'euro en est la principale raison.

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. La raison en est double. Premièrement, les ménages et les entreprises voient la valeur de leur patrimoine augmenter ou se réduire du fait des fluctuations de ces prix. Il en découle des effets sur la qualité de leur signature, mais

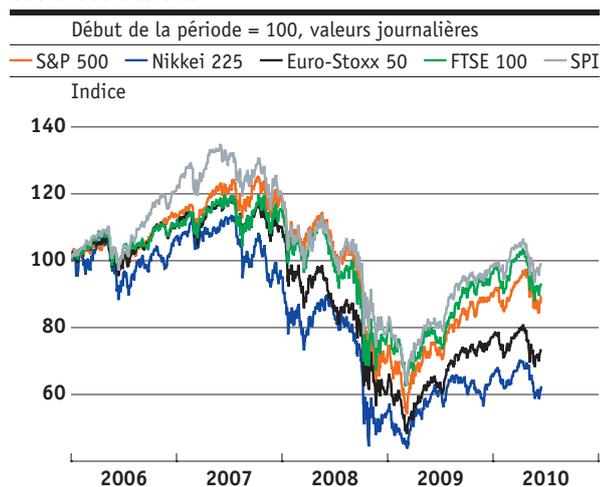
aussi sur leur comportement en matière de consommation et d'investissement. Deuxièmement, une modification des anticipations inflationnistes engendre une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième 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.

Volatilité des marchés des actions

Le deuxième trimestre 2010 a été marqué en particulier par la crise de la dette qui a éclaté au sein de la zone euro. Cette crise a pesé sur les marchés des actions. L'indice américain S&P 500, l'indice européen Euro-STOXX 50 et le Swiss Performance Index (SPI) ont fléchi d'environ 5%. Les cours ont fortement fluctué durant la période examinée. En effet, le SPI a cédé plus de 6% dans la première semaine de mai, mais regagné plus de 4% en un seul jour, le 10 mai.

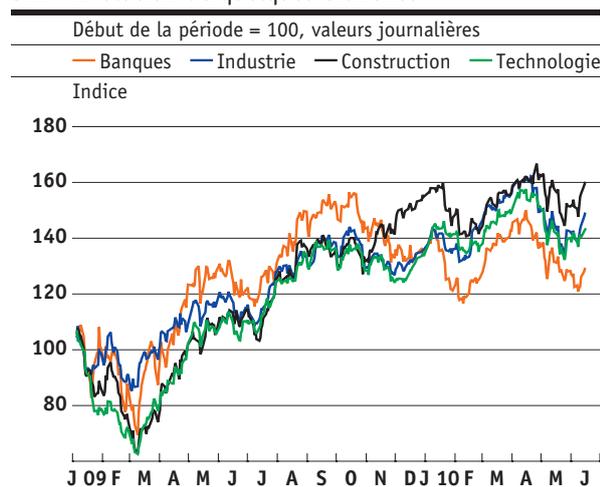
Le recul des cours n'a pas affecté avec la même ampleur toutes les branches et toutes les sociétés. Un examen des composantes du SPI fait apparaître des écarts sensibles. Les valeurs des grandes entreprises ont été les premières à subir des pressions à la baisse. Celles des petites entreprises ont jusque-là mieux résisté. Cette différence, typique de l'entrée dans une phase de correction généralisée du marché, explique pourquoi les actions des grandes entreprises suisses ont perdu 6% ces trois derniers mois, tandis que celles des petites entreprises ont cédé 1% seulement. Les

Graphique 3.11
Cours des actions



Sources: Bloomberg et Thomson Financial Datastream.

Graphique 3.12
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

valeurs des entreprises du secteur de la construction sont celles qui ont le moins faibli. Elles ont encore bénéficié de la robustesse dont fait preuve le marché de l'immobilier.

La volatilité des cours des actions est un indice 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. Après avoir diminué presque continuellement à partir du milieu de 2009, le VIX a marqué une forte hausse, début mai 2010, pour atteindre un niveau qui n'avait plus été observé depuis fin mars 2009. Cette évolution reflète l'incertitude qui s'est répandue parmi les investisseurs dans la période récente.

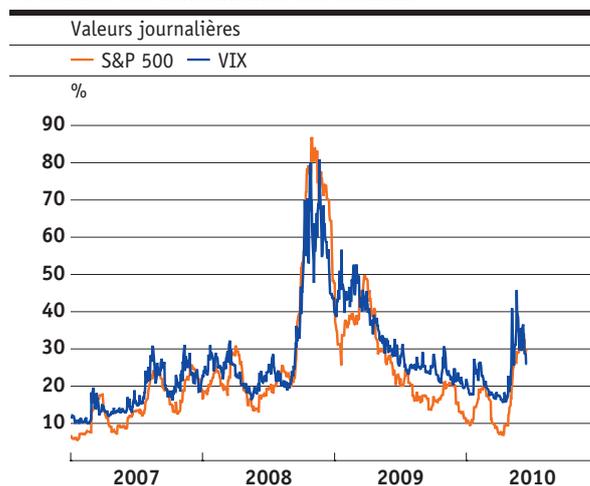
Baisse des prix des matières premières

Comme les cours des actions, les prix des matières premières ont baissé depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars. Les prix des agents énergétiques se sont repliés de 7%. Le prix du baril de pétrole s'établissait à 75 dollars mi-juin, contre 80 dollars mi-mars. Dans la même période, les prix des produits industriels ont reculé d'environ 5%. En revanche, le prix de l'or a eu tendance à augmenter légèrement dans les premiers mois de l'année. Mi-mai, l'once d'or valait 1 238 dollars et enregistrait ainsi un nouveau record. Les placements en or sont prisés notamment parce qu'ils représentent une valeur refuge pour les investisseurs réticents aux risques et qu'ils offrent une couverture contre le risque d'inflation. Ce dernier aspect incite à penser que les opérateurs sur les marchés pourraient tabler sur un risque accru d'inflation après les vastes mesures adoptées par de nombreux gouvernements et banques centrales en matière de politique budgétaire et monétaire.

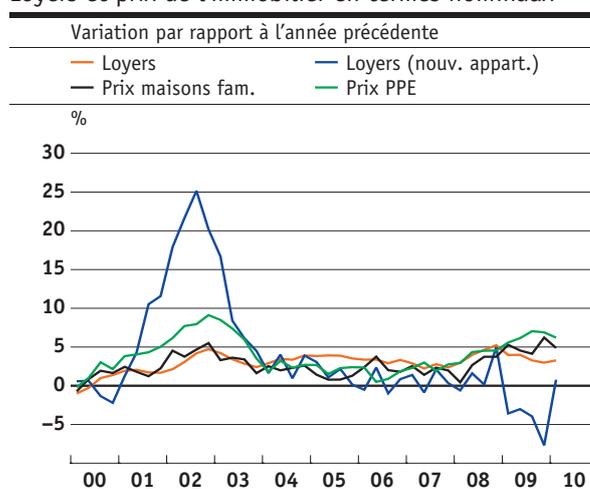
Hausse des prix de l'immobilier

La longue phase de taux d'intérêt bas a eu des effets stimulants sur le marché suisse de l'immobilier et contribué à atténuer les répercussions négatives de la crise financière. En termes nominaux, les loyers et les prix ont augmenté entre le premier trimestre 2009 et la période correspondante de 2010. Les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 6%, et ceux des maisons individuelles, de 4,8%. Les loyers des appartements ont progressé de 3,2%. Ceux des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont quant à eux marqué une hausse de 0,8%, après avoir fléchi en 2009. Les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont eux aussi augmenté (+1,1%), après cinq trimestres consécutifs de repli. Enfin, les loyers des bureaux dépassaient de 3,9% leur niveau du premier trimestre 2009.

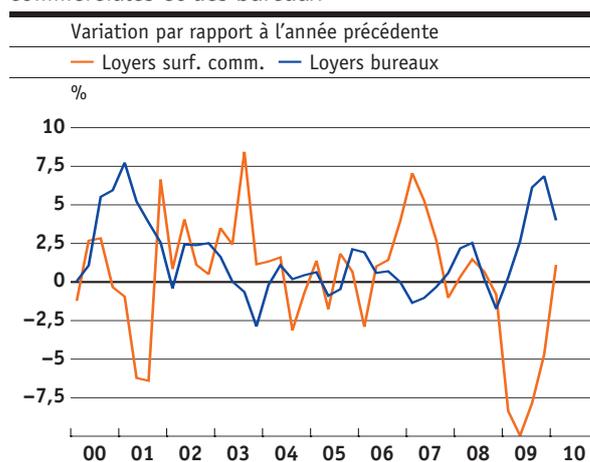
Graphique 3.13
Volatilité des rendements des actions



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.

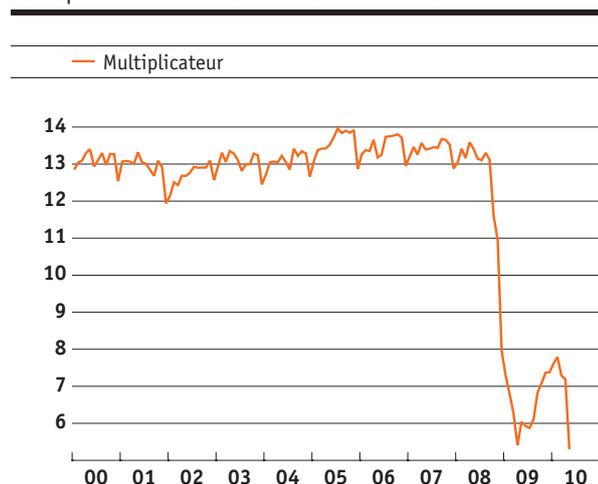
Graphiques 3.14 et 3.15
Source: Wüest & Partner.

3.4 Agrégats monétaires

Volume toujours élevé de la monnaie centrale

Après l'éclatement de la crise financière, la monnaie centrale, soit les avoirs en comptes de virement et les billets de banque en circulation, s'est fortement accrue à la suite des mesures non conventionnelles que la BNS a adoptées et de l'incertitude persistante. Avant la crise financière, les rapports entre la monnaie centrale et les autres agrégats monétaires étaient très stables, comme on peut le constater en considérant l'évolution du multiplicateur monétaire pour M3 (voir graphique 3.16). Ce multiplicateur correspond au quotient obtenu en divisant l'agrégat M3 par la monnaie centrale. Il montre dans quelle mesure les banques peuvent multiplier la quantité de monnaie dans le public en accordant des crédits sur la base des disponibilités qu'elles détiennent. Après l'éclatement de la crise financière, les banques ont pris leurs précautions en détenant davantage de liquidités, et se sont accordé moins de crédits entre elles. Il en a découlé un fort recul du multiplicateur monétaire. Dans la période récente, le multiplicateur a de nouveau fléchi du fait d'une expansion de la monnaie centrale. Toutefois, une partie de l'accroissement des avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS est directement passée aux mains de la clientèle, d'où les sensibles augmentations des autres agrégats monétaires.

Graphique 3.3
Multiplicateur de la masse monétaire M3

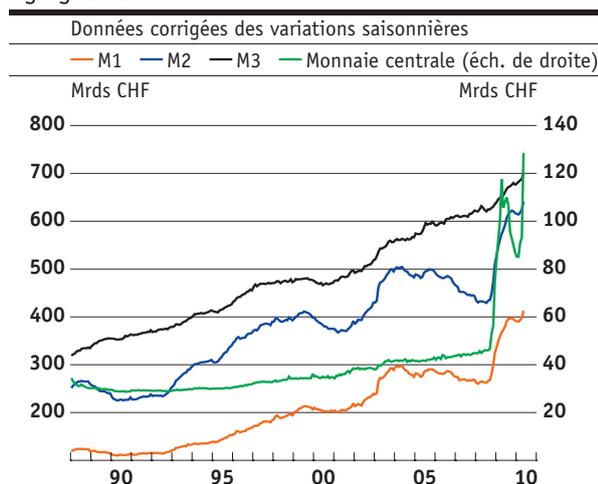


Source: BNS.

Expansion des autres agrégats monétaires

Les autres agrégats monétaires, à savoir M1, M2 et M3, ont récemment dépassé leur niveau tendanciel et sont, depuis peu, nettement au-dessus du fait de leur croissance persistante (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'à l'été 2007 à la suite 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 dernières baisses de taux d'intérêt, M1 et M2 se sont toutefois remis à croître vigoureusement. En mai 2010, M1 et M2 dépassaient de respectivement 10,7% et 10,2% leur niveau du même mois de l'année précédente. M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les deux autres agrégats, a augmenté de 7,1% dans cette période (voir tableau 3.1).

Graphique 3.17
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2008	2009	2009				2010	2010		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	49,6	99,1	92,9	110,2	103,0	90,1	87,9	91,4	93,5	128,4
Variation ³	12,1	99,9	102,9	142,6	127,4	46,1	-5,4	-8,9	-20,8	21,8
M1²	273,1	377,2	355,2	375,4	383,0	395,3	399,7	400,8	407,9	416,0
Variation ³	1,5	38,1	33,3	41,5	48,2	30,8	12,5	9,6	8,5	10,7
M2²	443,1	589,7	554,9	586,4	599,5	617,8	627,1	628,7	637,6	648,0
Variation ³	-1,6	33,1	26,5	35,0	41,5	29,8	13,0	10,3	9,1	10,2
M3²	626,0	662,1	648,3	657,9	664,7	677,4	686,0	688,0	694,3	704,0
Variation ³	2,2	5,8	3,7	4,5	7,5	7,3	5,8	5,7	5,4	7,1

1 Définition 1995.

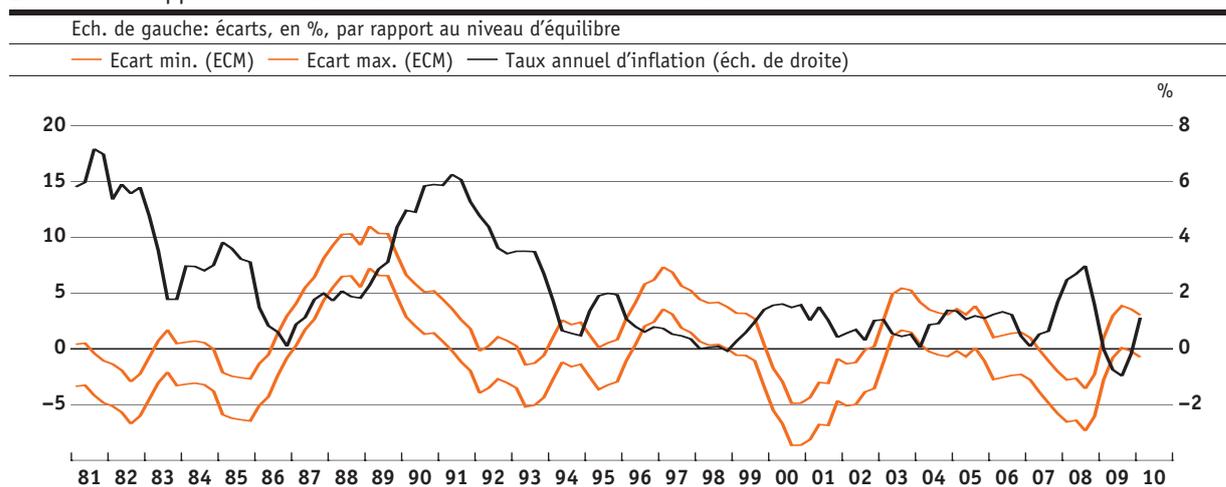
2 Niveau en milliards de francs.

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 les 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 2009. Au premier trimestre 2010, la marge n'était pas encore pleinement au-dessus de la ligne zéro, mais un excédent de monnaie se dessine manifestement, ce qui peut engendrer des pressions inflationnistes accrues à moyen terme.

3.5 Crédits

Croissance plus forte des crédits

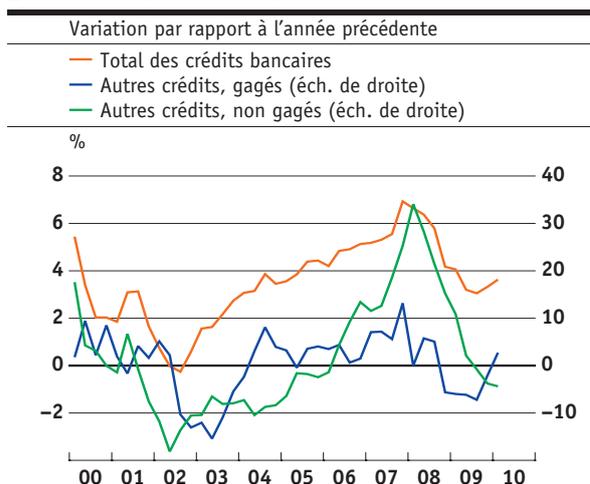
Le taux annuel de croissance des crédits s'établissait à 3,6% au premier trimestre 2010, contre 3,3% le trimestre précédent. Comme l'indique le graphique 3.19, cette accélération est due principalement aux autres crédits gagés, qui ont progressé pour la première fois depuis 2008 (+2,7%). Les autres crédits en monnaies étrangères ont quant à eux augmenté pour la première fois depuis fin 2008. Leur croissance s'explique par la vigueur des importations, une étroite corrélation existant entre ces crédits et les achats de biens et de services à l'étranger.

Les crédits hypothécaires, qui constituent les quatre cinquièmes des crédits bancaires, ont été fortement stimulés par le bas niveau des taux

d'intérêt. Depuis la forte baisse du Libor à trois mois, en octobre 2008, leur taux annuel de croissance a augmenté continuellement. Dans la période récente, il s'est stabilisé à un niveau élevé, soit à environ 5% (voir graphique 3.20).

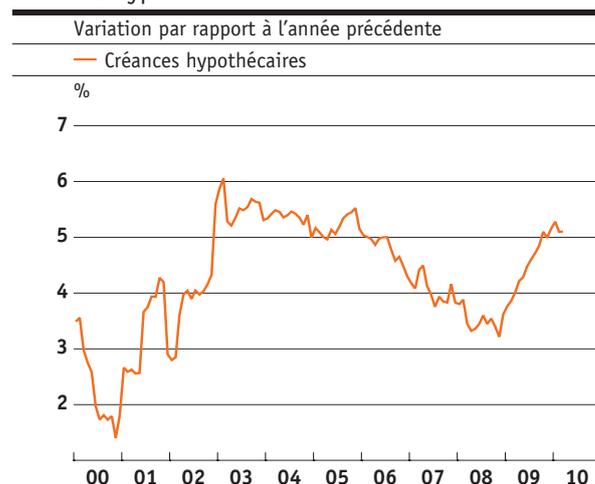
Au premier trimestre 2010, la progression des crédits aux ménages s'est légèrement accélérée. Les autres crédits aux ménages ont en particulier diminué à un rythme nettement plus lent. Le taux annuel de croissance des créances hypothécaires sur les ménages est resté approximativement à son niveau du trimestre précédent. Par contre, la croissance des crédits aux entreprises a continué à faiblir, tant du côté des créances hypothécaires que de celui des autres crédits. Depuis 2006, le volume des crédits aux entreprises a toutefois augmenté sans cesse en dépit du recul de la conjoncture.

Graphique 3.19
Evolution des crédits bancaires



Source: BNS.

Graphique 3.20
Créances hypothécaires



Source: BNS.

Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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 divers modèles dont plusieurs tiennent compte de l'environnement interna-

tionnel. 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 mars et de juin 2010.

Poursuite de la reprise économique

Par rapport à mars, la BNS a maintenu inchangées les hypothèses à moyen terme sur l'économie mondiale, mais a apporté de légères adaptations à celles qui concernent l'année en cours. Pour 2010, elle table dorénavant sur une croissance économique de 3,2% aux Etats-Unis et sur une progression de 1,1% en Europe, soit un taux presque identique à celui de mars. Les taux d'inflation attendus pour 2010 ont été revus à la hausse depuis mars, mais les augmentations de prix restent modérées dans les pays industrialisés, au cours des prochaines années, puisqu'elles n'excèdent pas 2%. Après les récentes turbulences sur les marchés obligataires, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne attendront un peu plus, selon le scénario retenu, avant de procéder à la normalisation de leur politique monétaire.

Le prix postulé pour le baril de pétrole est de 72 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 83 dollars. Enfin, le cours de l'euro a été fixé à 1,25 dollar pour toute la période sur laquelle porte la prédiction. Il est inférieur d'environ 10% à celui que la BNS avait pris pour sa prédiction de mars, en raison de la faiblesse actuelle de l'euro.

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

Juin 2010	2010	2011	2012
PIB USA ¹	3,2	2,8	3,5
PIB UE (à 15) ¹	1,1	2,2	2,9
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollar ²		1,25	1,25
Prix du baril de pétrole en dollars ²		72	83
Prix du baril de pétrole en francs suisses ³		82	94

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 ⁴		81	80

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 17 juin 2010.

4 Niveau, cours du 11 mars 2010.

Source: BNS.

4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire

La Banque nationale suisse maintient sa politique monétaire expansionniste. Elle laisse donc inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

La reprise conjoncturelle s'est poursuivie à l'échelle mondiale, ce dont bénéficie l'économie suisse. L'affaiblissement de l'euro face au franc a certes pesé sur les exportations, mais celles-ci sont soutenues par une demande étrangère croissante. Le marché intérieur continue d'évoluer favorablement. La Banque nationale table désormais sur une progression du PIB réel d'environ 2% pour 2010. Compte tenu de cette évolution réjouissante, le risque de déflation est pratiquement écarté en Suisse.

Toutefois, les incertitudes se sont de nouveau accrues depuis l'examen de mars. Du fait des récentes tensions sur les marchés financiers, notamment au sujet des finances publiques de certains pays, les risques d'une dégradation de l'activité ont augmenté. Si ces risques devaient se concrétiser et induire, au travers d'une revalorisation du franc, un nouveau danger de déflation, la Banque nationale prendrait toutes les mesures nécessaires pour sauvegarder la stabilité des prix.

La prévision d'inflation conditionnelle de la Banque nationale pour 2010 et 2011 s'est légèrement accrue par rapport à celle de mars. Elle reste inchangée pour 2012. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25%, le renchérissement annuel moyen devrait s'élever à 0,9% en 2010, à 1% en 2011 et à 2,2% en 2012. La prévision d'inflation montre que la stabilité des prix est assurée à court terme. Mais il en ressort également que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme. La prévision d'inflation reste entachée de très grandes incertitudes.

Perspectives économiques internationales

La reprise de l'économie mondiale se poursuit, soutenue par une politique économique toujours

très expansionniste. Les économies émergentes, notamment, enregistrent des taux de croissance élevés de leur PIB. Aux Etats-Unis, la demande intérieure et le marché du travail continuent de se redresser. En Europe, l'activité économique reste modérée en raison de la retenue des ménages et des entreprises en matière de dépenses. L'évolution satisfaisante des entrées de commandes et des indices relatifs à l'activité dans l'industrie européenne indiquent toutefois un renforcement de la croissance économique.

Les prévisions de croissance pour l'économie mondiale en 2010 et en 2011 ont été révisées à la hausse. La correction pour l'économie européenne a été la plus faible: d'une part, une politique budgétaire plus restrictive devrait freiner la croissance. D'autre part, la dépréciation de l'euro et les taux d'intérêt bas sur les marchés des capitaux des grands pays de l'UE contribuent à soutenir l'expansion.

Toutefois, de grandes incertitudes pèsent encore sur l'avenir. Le risque le plus important pour l'économie mondiale réside dans les tensions accrues sur les marchés financiers, tensions dues notamment aux incertitudes relatives aux finances publiques de certains pays. Ces tensions pourraient provoquer une perte de confiance chez les ménages et les entreprises et se traduire, du côté des banques, par un nouvel impact négatif sur l'économie réelle. Les prévisions conjoncturelles pour l'économie mondiale demeurent néanmoins en partie orientées à la hausse. Dans les pays émergents et aux Etats-Unis, la demande intérieure pourrait de nouveau se révéler étonnamment forte et, en Europe, les exportations pourraient croître à un rythme plus soutenu que prévu.

Perspectives économiques en Suisse

En Suisse, la conjoncture a continué de se rétablir. Au premier trimestre 2010, le PIB réel a augmenté de 1,6% en termes annualisés et atteint un niveau supérieur de 2,2% à celui des trois premiers mois de 2009. L'activité économique s'est essentiellement appuyée sur la demande des ménages et sur les exportations de biens et de services.

L'affermissement de la reprise a conduit à une nouvelle hausse de la demande de main-d'œuvre. Le

chômage partiel s'est nettement replié. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs régresse lui aussi légèrement depuis le début de l'année. Les indicateurs avancés de la demande de main-d'œuvre sont orientés à la hausse. La Banque nationale s'attend à une amélioration graduelle du marché du travail. Malgré les incertitudes relatives aux finances publiques de nombreux pays, la conjoncture internationale continue de jouer un rôle de soutien. Dans le secteur des exportations, le taux d'utilisation des capacités de production devrait par conséquent augmenter progressivement. L'amélioration des prévisions sur le marché du travail et la politique monétaire expansionniste continueront de soutenir les dépenses de consommation et les investissements en constructions.

Pour l'ensemble de l'année 2010, la Banque nationale table désormais sur une progression du PIB réel d'environ 2%.

Evolution du cadre monétaire et financier

Les conditions monétaires reflètent la politique expansionniste de la Banque nationale. Le Libor à trois mois, qui s'était maintenu depuis novembre dernier au niveau visé de 0,25%, a commencé à fléchir rapidement, dès la mi-mai, pour s'établir aujourd'hui bien au-dessous. Cette baisse indique que le système bancaire dispose actuellement d'une très grande quantité de liquidités.

Les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont eux aussi accusé un repli. Ainsi, le rendement des emprunts fédéraux à dix ans a touché en juin un plancher historique. Pareil mouvement traduit la hausse de la demande d'obligations de la Confédération. De plus, les anticipations inflationnistes à long terme restent solidement ancrées.

Les entreprises privées profitent elles aussi des taux d'intérêt bas. Les primes de risque de crédit ont en effet continué de baisser, et les taux appliqués aux crédits bancaires sont très faibles.

Depuis la dernière appréciation de la situation, le franc s'est raffermi face à l'euro, mais il a fléchi face au dollar. Par conséquent, la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur n'a que légèrement augmenté.

La politique monétaire expansionniste se reflète également dans les agrégats monétaires. La

monnaie centrale a ainsi atteint en mai le niveau record de 128,6 milliards de francs, et la croissance des agrégats monétaires est restée élevée. M2 a progressé de 10,2% en mai, et M3, de 7,1%. Le taux de croissance des crédits a lui aussi recommencé à augmenter. Après avoir faibli à 2,7% en septembre 2009, il a atteint 4,1% en avril. Cette accélération est due aux crédits non couverts par des gages hypothécaires. Ces crédits enregistrent de nouveau une expansion depuis avril. Le taux de croissance des prêts hypothécaires était quant à lui supérieur à 5% en avril.

Selon l'enquête que la Banque nationale mène régulièrement auprès des banques sur les conditions d'octroi de crédits, aucun signe de resserrement n'est actuellement perceptible. L'enquête indique même un possible revirement de tendance. Durant le premier trimestre 2010, quelques rares établissements ont annoncé qu'ils avaient assoupli pour la première fois leurs conditions d'octroi de crédits, alors que, pendant la crise financière, de nombreuses banques avaient déclaré les avoir légèrement resserrées.

Le volume des prêts hypothécaires continue d'augmenter fortement dans l'immobilier résidentiel. Cette croissance – et avec elle l'évolution des prix de l'immobilier – représente un risque auquel la Banque nationale doit accorder toute son attention.

Evolution du bilan de la Banque nationale: une conséquence de la politique monétaire

Comme ceux d'autres banques centrales, le bilan de la BNS a connu d'importants changements depuis le début de la crise financière, aussi bien dans son volume que dans sa structure. Ainsi, la somme du bilan a quasiment triplé jusqu'en mai 2010 pour atteindre environ 300 milliards de francs.

Cette évolution est une conséquence directe de la politique monétaire. Après avoir fortement abaissé ses taux durant la crise financière, la Banque nationale avait pratiquement épuisé, au printemps 2009, les possibilités offertes par cet instrument traditionnel. Face au risque de déflation qui se profilait, elle a donc recouru à des mesures non conventionnelles pour poursuivre l'assouplissement des conditions monétaires. Elle a ainsi injecté des liquidités en grande quantité au moyen de

pensions de titres à plus long terme, de swaps de change et d'achats de devises ou d'obligations en francs de débiteurs privés. Au cours des derniers mois, les achats de devises se sont notamment avérés un instrument efficace pour combattre le risque de déflation. Les liquidités générées par l'acquisition de devises et d'obligations en francs sont de nature permanente. Celles qui résultent des pensions de titres et des swaps de change sont par contre limitées dans le temps, car elles se résorbent automatiquement lorsque ces opérations ne sont pas renouvelées. Dans l'intervalle, ces liquidités se sont largement réduites.

L'accroissement considérable de la somme du bilan de la Banque nationale résulte donc en premier lieu de l'augmentation des réserves de devises. Du fait des interventions de la BNS, ces réserves ont plus que quadruplé depuis le début de la crise financière. Elles s'inscrivent actuellement à 230 milliards de francs. Dorénavant, la Banque nationale publiera, au début de chaque mois, des données relatives à ses réserves de devises sur son site Internet, à l'adresse www.snb.ch.

Le montant élevé des réserves de devises induit inmanquablement des risques de change supplémentaires et une concentration de créanciers sur quelques grands pays. Ces risques représentent finalement la charge que la Banque nationale a accepté d'assumer, conformément à son mandat, en vue de protéger l'économie suisse contre la menace d'une déflation. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur son bilan se sont accrus. La Banque nationale tire maintenant avantage des provisions qu'elle a constituées sans relâche au fil des ans. Elle s'est ainsi procuré la marge de manœuvre nécessaire à la prise de mesures en temps de crise. En décidant récemment d'augmenter le montant attribué aux provisions, la Banque nationale a renforcé sa dotation en fonds propres. Ces derniers sont suffisants pour pouvoir absorber des pertes même importantes.

Une grande part des liquidités créées deviendront excédentaires à long terme. La Banque nationale dispose des instruments nécessaires pour réduire ces dernières et, partant, garantir la stabilité des prix.

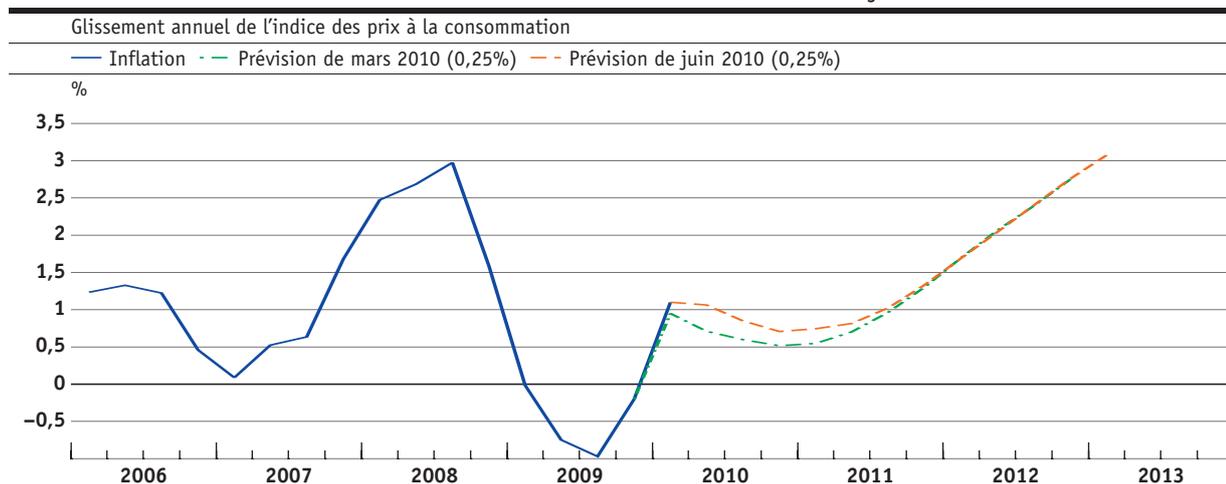
Graphique présentant la prévision de la BNS en matière d'inflation

Sur le graphique, la courbe en tirets rouges indique la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle. Celle-ci porte sur la période allant du deuxième trimestre 2010 au premier trimestre 2013. Elle présente les perspectives en matière d'inflation dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25% durant les trois prochaines années. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de mars; elle repose sur un Libor à trois mois s'élevant à 0,25%.

La nouvelle prévision montre que les perspectives de renchérissement demeurent inchangées. Toutefois, des données récentes ont conduit à une légère révision à la hausse de l'inflation à court terme. L'inflation atteint une valeur proche de 1% au deuxième trimestre 2010. Ce niveau est dû à un effet de base lié au prix du pétrole, ce dernier ayant été moins élevé au premier semestre 2009 que durant la première moitié de 2010. L'inflation reste ensuite en deçà de 1% jusqu'au deuxième trimestre 2011. D'une part, l'effet de base lié à l'évolution du prix du pétrole faiblit. D'autre part, la production reste inférieure à son potentiel. La prévision signale une accélération du renchérissement à partir du troisième trimestre 2011 si le Libor se maintient au niveau visé aujourd'hui. La prévision d'inflation pour 2012 est identique à celle de mars (2,2%). Il en ressort que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme. La prévision d'inflation reste entachée de très grandes incertitudes.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2010, avec Libor à 0,25%, et de juin 2010, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Inflation observée (juin 2010)

Tableau 4.2

	2007				2008				2009				2010				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	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-0,20	1,10					0,7	2,4	-0,5

Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2010, avec Libor à 0,25%, et de juin 2010, avec Libor à 0,25%

	2010				2011				2012				2013				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 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
Prévision de juin 2010, Libor à 0,25%		1,06	0,85	0,71	0,74	0,81	1,02	1,33	1,69	2,04	2,40	2,76	3,07					0,9	1,0	2,2

Source: BNS.

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

Deuxième trimestre 2010

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 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 230 représentants de différentes branches économiques durant les mois d'avril et de mai 2010, sont résumés ci-après.

Résumé

L'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie au deuxième trimestre 2010. L'industrie manufacturière a enregistré la reprise la plus sensible en comparaison annuelle et l'évolution la plus dynamique du chiffre d'affaires d'un trimestre à l'autre. Les secteurs de la construction et des services ont eux aussi bénéficié d'une croissance reposant sur une large assise. La demande de main-d'œuvre s'est ainsi redressée progressivement, mais les entreprises font toujours preuve d'une grande réserve quant à un éventuel accroissement des effectifs.

Compte tenu du renforcement de la demande, les interlocuteurs se sont déclarés confiants dans l'avenir proche. Les perspectives pour les prochains mois laissent présager une croissance des chiffres d'affaires dans les trois secteurs économiques. La sous-utilisation des capacités de production de l'économie suisse devrait donc se réduire encore.

La marche des affaires a connu une évolution favorable, mais les craintes liées à la complexité de la situation politico-économique se sont accrues. L'état des finances publiques au niveau international et ses possibles répercussions sur les marchés

financiers et les marchés des changes ainsi que sur la demande agrégée dans les pays concernés sont source d'incertitudes notables. Une partie des interlocuteurs estiment que la politique monétaire fortement expansionniste menée à l'échelle mondiale comporte des risques d'inflation et fait craindre un relèvement abrupt des taux d'intérêt. Dans l'industrie manufacturière notamment, la volatilité des prix des matières premières et, surtout, la disponibilité de celles-ci sont autant de sujets d'inquiétude. Les réactions face à l'affaiblissement de l'euro sont très contrastées. Cette évolution pose un problème à l'hôtellerie et aux entreprises qui réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires dans la zone euro ou qui sont exposées à de plus fortes pressions concurrentielles à l'importation. Dans de nombreux cas, les effets négatifs de la dépréciation de l'euro peuvent être atténués par des stratégies de couverture naturelle (*natural hedging*) et par une structure diversifiée de la clientèle. L'amélioration de la compétitivité des pays de la zone euro peut également se traduire par de plus gros volumes de commandes en Suisse. Certains interlocuteurs considèrent l'affaiblissement de l'euro comme favorable, car ils bénéficient de prix d'achat plus avantageux.

1 Marche des affaires

Industrie

Au deuxième trimestre, la situation économique de l'industrie manufacturière a continué de s'améliorer. Les chiffres d'affaires ont marqué une progression soutenue. Dans l'ensemble, ils ont été nettement plus élevés qu'à la même période de l'année précédente. L'évolution favorable des chiffres d'affaires a reposé sur une large assise: seules quelques entreprises ont vu leurs chiffres d'affaires rester en deçà du niveau atteint un an auparavant. Partant de niveaux très inégaux, les secteurs de l'industrie textile et de l'habillement, de la chimie, de l'industrie pharmaceutique, de l'industrie horlogère et de la métallurgie ont connu en un an une reprise supérieure à la moyenne.

La demande intérieure a joué un rôle de soutien important, celle provenant des pays émergents d'Asie, mais aussi d'Amérique du Sud, est restée plus dynamique que la moyenne et la demande de la zone euro a généré des impulsions significatives.

L'utilisation des capacités techniques a continué de s'accroître en conséquence et la demande de main-d'œuvre s'est redressée, entraînant une nouvelle réduction du chômage partiel.

Au cours des mois passés, les stocks de produits finis ont été fortement réduits. Dans toutes les branches, le niveau des stocks au deuxième trimestre a été jugé adéquat. Les futures impulsions de demande devraient donc se traduire par une hausse de la production.

Construction

Partant d'un très bon niveau, la dynamique observée dans la construction s'est poursuivie, mais à un rythme plus lent. Les interlocuteurs ont encore fait état de chiffres d'affaires en nette augmentation en comparaison avec ceux enregistrés un an auparavant. Par rapport au trimestre précédent toutefois, cette hausse s'est révélée limitée. La croissance a essentiellement été stimulée par l'immobilier résidentiel, le second œuvre et le génie civil. Certains interlocuteurs ont déclaré être préoccupés par les risques liés au marché immobilier qui accompagnent la politique de taux bas.

Services

Les chiffres d'affaires du secteur des services ont nettement progressé entre le premier et le deuxième trimestre 2010, atteignant eux aussi un

niveau sensiblement supérieur à celui observé il y a un an. Cette évolution positive a reposé sur une assise plus large qu'au premier trimestre. La dynamique la plus forte a été notée dans le commerce de gros, où les chiffres d'affaires ont connu une augmentation très marquée par rapport au trimestre précédent. Une croissance robuste des chiffres d'affaires a également été signalée dans le commerce de détail, l'hôtellerie et la restauration ainsi que dans le domaine des technologies de l'information. C'est dans la branche financière que l'on a constaté l'évolution la plus faible: plusieurs banques et assurances ont fait état de chiffres d'affaires en légère baisse.

2 Utilisation des capacités de production

Comme aux trimestres précédents, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a fortement varié d'une branche à l'autre et d'une entreprise à l'autre. En moyenne, il est demeuré inférieur au niveau considéré comme normal par les entreprises, malgré une nouvelle reprise sensible. La sous-utilisation des capacités a été particulièrement manifeste dans l'industrie des machines. Elle est en outre restée marquée dans la chimie, l'horlogerie, le textile et l'habillement ainsi que dans l'industrie des instruments de précision, en dépit de l'évolution favorable des affaires observée récemment dans ces secteurs. La situation dans le secteur de la métallurgie était assez hétérogène. Le taux d'utilisation des capacités a été qualifié de normal dans l'industrie des denrées alimentaires et de normal à élevé dans l'industrie pharmaceutique.

Partant d'un haut niveau, la croissance s'est ralentie dans le secteur de la construction. Au deuxième trimestre également, le taux d'utilisation des capacités techniques dans ce secteur a été en moyenne nettement supérieur au niveau normal observé en situation de plein emploi. Les entreprises ayant présenté un taux d'utilisation des capacités insuffisant constituaient toujours une exception.

Dans le secteur des services, les interlocuteurs ont signalé dans certains cas une sous-utilisation des capacités, qui était toutefois moins marquée qu'en début d'année. Dans le commerce de gros et dans certains segments de l'hôtellerie, l'utilisation des capacités a été nettement insatisfaisante mal-

gré la forte progression des chiffres d'affaires. Une situation comparable a été observée dans le secteur du conseil aux entreprises et du placement de personnel, dans les banques et dans le commerce de détail de l'habillement et de la chaussure.

3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, quelques licenciements ont encore été prononcés. Globalement toutefois, le redressement de la marche des affaires est allé de pair avec un accroissement de la demande de main-d'œuvre. Cela n'a pas donné lieu à une augmentation de l'emploi, mais a plutôt permis la suppression des mesures de chômage partiel encore en vigueur et le rattrapage des pertes de productivité antérieures. Globalement, le niveau des effectifs paraissait répondre aux besoins des entreprises. L'industrie pharmaceutique est la seule branche dans laquelle une certaine insuffisance de main-d'œuvre a été observée.

Dans le secteur de la construction aussi, la grande majorité des entreprises s'est déclarée satisfaite du niveau de l'emploi; en aval, dans le second œuvre, un manque de main-d'œuvre ponctuel a toutefois été signalé et il a souvent fallu recourir à du personnel temporaire pour compléter les effectifs.

Dans le secteur des services, le niveau de l'emploi était considéré comme adéquat dans l'ensemble, voire comme légèrement insuffisant. Des besoins de recrutement ont surtout été signalés dans le commerce de gros et les transports.

D'une manière générale, le recrutement de nouveaux collaborateurs a été jugé moins ardu que d'ordinaire. Font figure d'exception la construction ainsi que l'industrie chimique et pharmaceutique, où il s'est avéré très difficile de trouver du personnel hautement qualifié pour les laboratoires, les activités de développement et le management.

Dans la plupart des branches industrielles, les coûts du travail par employé sont restés stables, à l'exception de l'industrie des denrées alimentaires, de la chimie et de l'industrie pharmaceutique. Dans ces secteurs, les salaires réels ont sensiblement progressé par rapport au deuxième trimestre 2009. Une légère tendance à la hausse a caractérisé les salaires dans les secteurs de la construction et des services – informatique, transports et commerce notamment.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

L'accroissement des volumes de production et des chiffres d'affaires a amélioré les marges bénéficiaires, les frais fixes étant mieux absorbés. Comme en début d'année, les marges dans l'industrie manufacturière ont toutefois été jugées beaucoup plus faibles que d'ordinaire. A court terme, elles devraient rester sous pression. D'une part, les entreprises s'attendent à une augmentation des prix d'achat, car la hausse de la demande mondiale a pour effet d'accroître les prix des matières premières (notamment pour le coton, le pétrole et les produits dérivés du pétrole, les produits chimiques et les métaux); ce phénomène sera probablement atténué quelque peu par l'appréciation du franc suisse. D'autre part, les prix de vente devraient rester stables. Dans plusieurs branches, des entreprises vont essayer çà et là d'imposer des augmentations de prix, qui ne pourront toutefois être réalisées que si les conditions propres aux entreprises et aux marchés le permettent.

Dans le secteur de la construction, la hausse attendue des prix du ciment et de l'acier devrait entraîner une détérioration des marges bénéficiaires puisque, dans le même temps, un relèvement des prix de vente n'est prévu que dans peu de cas. La dépréciation de l'euro entraîne une intensification de la concurrence avec les fournisseurs étrangers.

En moyenne, les interlocuteurs du secteur des services ont qualifié leurs marges bénéficiaires de normales à légèrement insuffisantes. Le résultat global a été influencé négativement par l'évolution dans le secteur des banques, dont les marges d'intérêt ont été nettement insatisfaisantes – la concurrence est très vive notamment dans le domaine des prêts hypothécaires – et dans le secteur du commerce de gros.

5 Perspectives

Dans l'industrie manufacturière, l'amélioration du climat qui s'est amorcée dès le quatrième trimestre 2009 s'est poursuivie. La grande majorité des entreprises table sur un accroissement des chiffres d'affaires et une augmentation de l'utilisation des capacités. Du côté de l'emploi, les perspectives pour les six prochains mois se sont améliorées

elles aussi: une légère progression de l'emploi est maintenant attendue, alors que les interlocuteurs tablaient encore sur un effectif inchangé lors des enquêtes menées en janvier et en février. Le retour à une productivité accrue est resté un objectif répandu.

Dans le secteur de la construction, les entreprises demeurent confiantes. Elles estiment que les chiffres d'affaires vont continuer d'augmenter légèrement. En ce qui concerne l'immobilier résidentiel et le second œuvre, elles s'attendaient à ce que le taux d'utilisation des capacités se stabilise au niveau élevé enregistré actuellement. Dans le génie civil, certaines entreprises prévoient une hausse du taux d'utilisation des capacités. Aucun interlocuteur ne table sur un recul de celui-ci. L'emploi devrait rester stable.

Dans le secteur des services, les prévisions se sont améliorées en ce qui concerne l'évolution des affaires au cours des six prochains mois. Dans le commerce de gros et de détail, le secteur de la vente d'automobiles et celui des technologies de l'information, les attentes relatives aux chiffres d'affaires sont particulièrement optimistes. Les interlocuteurs du secteur des services escomptent par conséquent une nouvelle augmentation du taux d'utilisation des capacités et une légère hausse de l'emploi.

De grandes incertitudes persistent toutefois s'agissant des perspectives relatives à l'évolution de la conjoncture européenne, aux fluctuations possibles des taux de change et au niveau des taux d'intérêt. Les plans d'investissement sont donc restés plutôt prudents, comme au premier trimestre. Les investissements en biens d'équipement et en constructions ne devraient augmenter que légèrement au cours des douze prochains mois.

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

Adaptation de la politique en matière de provisions

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque

Berne, le 30 avril 2010

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

La Banque nationale suisse a annoncé en décembre 2009 qu'elle augmenterait le montant attribué aux provisions au cours des prochaines années. En adaptant sa politique en matière de provisions, elle entend renforcer ses fonds propres. J'aimerais saisir l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui pour vous expliquer les raisons et la portée de cette décision.

Fonds propres de la Banque nationale

Les provisions représentent l'élément central des fonds propres de la Banque nationale. Elles sont formées à partir des bénéfices réinvestis et remplissent principalement deux fonctions: premièrement, elles servent à financer les réserves monétaires. En vertu de la loi qui la régit, la Banque nationale est tenue de constituer des provisions suffisantes pour maintenir ces réserves au niveau requis par la politique monétaire. Secondement, les provisions remplissent la fonction classique des fonds propres, c'est-à-dire d'absorber des pertes, même exceptionnelles, le cas échéant. Aussi doivent-elles être suffisamment élevées.

Les fonds propres comprennent également la réserve pour distributions futures. Alors que le montant des provisions reflète le niveau *visé* de fonds propres, la réserve pour distributions futures revêt un caractère temporaire. Elle a pour but d'assurer le versement d'un montant constant par la Banque nationale à la Confédération et aux cantons, au titre de la distribution annuelle des bénéfices. En effet, dans les bonnes années, pour compenser les effets d'importantes fluctuations des résultats, la BNS affecte à la réserve pour distributions futures une partie du bénéfice distribuable. Ces fonds, auxquels il est possible de recourir lors de distributions ultérieures, permettent donc de garantir le versement du montant convenu, même dans les années moins favorables.

Accroissement des actifs

Pourquoi fallait-il adapter la politique en matière de provisions? Comme vous le savez, la somme du bilan de la Banque nationale a presque doublé depuis le début de la crise économique et financière. Cette évolution est principalement due aux réserves monétaires, qui ont augmenté de plus

de 50 milliards de francs pour la seule année 2009. Cet accroissement s'explique en premier lieu par les achats de devises auxquels la Banque nationale a procédé pour contrer le risque de déflation. La valeur de l'encaisse-or a par ailleurs augmenté de plus de 7 milliards de francs en 2009 uniquement. A cela s'ajoute le fonds de stabilisation qui a été créé par la BNS et renferme les actifs illiquides repris d'UBS. Le prêt au fonds de stabilisation a gonflé le bilan de la BNS de 20 milliards de francs supplémentaires.

Alors que le portefeuille du fonds de stabilisation sera réduit progressivement, les réserves supplémentaires de devises resteront dans le bilan jusqu'à nouvel avis. Les réserves monétaires de la Banque nationale n'ayant pas augmenté au même rythme que la croissance vive et constante des échanges avec l'étranger de l'économie suisse, et de sa place financière, elles étaient devenues presque insuffisantes au fil des ans.

Même si la Banque nationale n'a pas dû recourir aux réserves monétaires pendant la crise récente, celles-ci ont renforcé sa crédibilité et sa capacité d'action. La crise a montré combien il importe de se prémunir contre des événements imprévisibles. Des réserves monétaires suffisantes sont une condition essentielle pour permettre à la Banque nationale de réagir rapidement et en toute indépendance, si nécessaire.

Niveau des provisions

Outre les réserves supplémentaires de devises, les plus-values sur l'or et le fonds de stabilisation, le volume des placements à risques s'est sensiblement accru dans le bilan. Or, les provisions n'ont pas augmenté en conséquence. Ainsi, le rapport entre les provisions et les placements à risques s'est nettement détérioré. Ce constat vaut également, par analogie, pour l'ensemble des fonds propres de la Banque nationale. Fin 2009, ceux-ci s'élevaient à environ 63 milliards de francs, après prise en compte de la réserve pour distributions futures. De ce montant, environ un tiers revenait à cette dernière. La réserve pour distributions futures faisant partie intégrante des fonds propres, elle peut certes contribuer à absorber d'éventuelles pertes. Mais si elle doit un jour être utilisée conformément à sa fonction première, les fonds propres seront formés presque exclusivement des provisions. Si la Banque nationale ne prend pas de mesures supplémentaires, elle devra alors faire face à une nouvelle

dégradation du rapport entre les fonds propres et les réserves monétaires. Sa capacité à absorber des pertes, y compris des pertes importantes, au moyen des fonds propres serait par conséquent moins bien assurée.

Adaptation de la règle déterminant l'attribution aux provisions

Afin de contrer à temps cette évolution prévisible, la Banque nationale a décidé de relever graduellement ses provisions. Dans le passé, elle a augmenté ses provisions, année après année, à un rythme correspondant à celui auquel croît le produit intérieur brut nominal, en moyenne, au cours des cinq dernières années. Cette pratique transparente a fait ses preuves. Aussi la BNS entend-elle maintenir ce principe selon lequel l'attribution aux provisions obéit à une règle et tient compte de la croissance du PIB nominal. La nouveauté consiste cependant dans le fait que le taux de croissance des provisions sera désormais le double du rythme auquel croît le PIB. Ainsi, le montant attribué aux provisions au titre de l'exercice 2009 se monte à 3 milliards de francs, au lieu de 1,5 milliard d'après l'ancienne règle. Dans l'optique actuelle, la nouvelle règle s'appliquera aux exercices 2009 à 2013.

Incidence sur la distribution des bénéfices

Cette mesure a deux effets opposés sur les futures distributions de bénéfices. A court terme, les montants supplémentaires affectés aux provisions ne seront pas disponibles pour les distributions. Le potentiel de distribution s'en trouvera réduit d'autant. A long terme par contre, un volume plus substantiel d'actifs contribuera à accroître le potentiel de rendement. Comme les actifs seront en outre financés par des fonds propres plus élevés, les versements d'intérêts sur les fonds de tiers seront moins importants, ce qui aura également un effet positif sur le potentiel de distribution.

L'actuelle convention entre la Banque nationale suisse et le Département fédéral des finances concernant la distribution des bénéfices reste en vigueur. Elle prévoit une distribution annuelle de 2,5 milliards de francs à la Confédération et aux cantons jusqu'en 2017. Dans l'optique actuelle, on part du principe que cette convention pourra être respectée. Mais je souligne expressément la restriction «dans l'optique actuelle». Comme nous l'avons toujours précisé, le résultat de la Banque nationale peut fluctuer fortement d'un exercice à l'autre. Il

dépend en particulier de l'évolution des cours de change et du prix de l'or. C'est pourquoi l'éventualité de pertes élevées ne peut jamais être entièrement écartée. Si le cas se présentait, la distribution des bénéfices pourrait en pâtir. Diverses mesures sont alors prévues dans la convention en fonction du niveau de la réserve pour distributions futures. Elles vont d'une révision de la convention à une réduction ou à une suspension de la distribution. Indépendamment de ce cas de figure, la convention sera réexaminée en 2013, selon le calendrier prévu.

Conclusion

Le bilan de la Banque nationale est resté robuste, dans l'ensemble, même pendant la crise économique et financière.

Cette robustesse est due, d'une part, au fait que la stratégie en matière de distribution des bénéfices est prospective et axée sur le long terme. Lors de la révision de cette stratégie au début des années 1990, il a été décidé d'attribuer au terme de chaque exercice une partie du bénéfice annuel aux provisions. Cette décision a permis d'assurer un accroissement régulier des fonds propres de la Banque nationale, malgré l'augmentation des distributions au fil des ans. La corrélation, définie alors, entre la distribution des bénéfices et la constitution des fonds propres a largement fait ses preuves.

D'autre part, la Banque nationale a profité de l'envolée exceptionnelle du prix de l'or ces dernières années. Si nous disposons aujourd'hui d'une réserve pour distributions futures bien étoffée (19 milliards de francs), nous le devons presque exclusivement à cette hausse.

J'aimerais souligner par là que si notre bilan est actuellement robuste, cela tient tant à une action responsable qu'à l'évolution favorable des marchés. Aussi ne pouvons-nous pas compter uniquement sur la poursuite de cette évolution. La crise nous a donné un avertissement. Le bilan de la Banque nationale subit actuellement les effets de divers événements qui étaient jusqu'ici considérés comme très improbables. Personne ne connaît les surprises que nous réservent les prochaines années. C'est pourquoi il est de notre devoir de nous prémunir aussi contre l'éventualité de chocs extrêmement négatifs.

Il est évident que la grande résistance au stress de notre bilan dépend de façon déterminante du niveau élevé de la réserve pour distributions

futures. Si cette réserve devait un jour être utilisée et qu'un choc négatif survenait par la suite, celui-ci devrait alors être amorti au moyen des seules provisions.

Pour les raisons évoquées, le Conseil de banque et la Direction générale ont décidé d'agir à titre préventif en prenant dès à présent les mesures nécessaires au renforcement à long terme du bilan. Grâce à l'attribution supplémentaire aux provisions, le bilan de la Banque nationale continuera de satisfaire aux exigences élevées en matière de robustesse, même en cas d'utilisation de la réserve pour distributions futures. Cette mesure permettra à la Banque nationale de détenir, à l'avenir également, des réserves monétaires suffisantes pour accomplir les tâches qui lui sont confiées. L'institut d'émission disposera ainsi de la marge de manœuvre indispensable pour pouvoir prendre les mesures nécessaires lors de futures crises.

Je vous remercie de votre attention.

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

Philipp M. Hildebrand, président de la Direction générale
Berne, le 30 avril 2010

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

I. La récession est surmontée

Il y a un peu plus d'un an, nous nous trouvions encore au cœur de la plus grave crise financière de l'après-guerre. Les premiers signes d'une possible amélioration se faisaient certes déjà sentir. Mais la situation restait entachée de grandes incertitudes. Aujourd'hui, le pire est passé. Nous pouvons de nouveau nous tourner vers l'avenir avec un certain optimisme. Toutefois, cette crise nous aura légué des défis de taille.

Alors que l'année 2008 fera date dans l'histoire comme *annus horribilis* pour les marchés financiers, l'année 2009 a été caractérisée par une conjoncture morose. Pour la première fois depuis 1945, l'activité économique mondiale a marqué un fléchissement. En automne 2008, la perte de confiance a été très prononcée sur les marchés financiers. Il en a résulté un véritable effondrement de l'activité. La récession a notamment été marquée par une contraction soudaine et forte de la conjoncture dans de nombreux pays.

Cette situation dramatique a contraint les gouvernements et les banques centrales d'une grande partie du monde à prendre rapidement des mesures de sauvetage et de soutien innovatrices et uniques par leur ampleur. Il s'agissait en effet de stabiliser le système financier international et de contenir l'effondrement de l'activité économique.

Ces interventions résolues de politique économique ont largement contribué à apaiser les marchés, à enrayer la spirale baissière et à aplanir le chemin menant à une reprise conjoncturelle.

Une petite économie ouverte comme celle de la Suisse n'a pu se soustraire à la récession mondiale. La forte contraction de l'activité économique, amorcée au second semestre de 2008, s'est poursuivie pendant la première moitié de 2009. Puis, après avoir franchi le creux de la vague vers le milieu de l'année, l'économie a recommencé à croître. Le produit intérieur brut a reculé de 1,5% en 2009, accusant son repli le plus fort depuis 1975.

Jusqu'ici, la Suisse a mieux surmonté les effets de la crise que la plupart des autres pays industrialisés. Ce constat peut surprendre compte tenu de l'importance de notre place financière. La consommation privée notamment, en tant que véritable soutien de la croissance, a apporté une

contribution décisive au fait que la récession a été relativement modérée en Suisse. En outre, le marché de l'immobilier n'a pas connu de distorsions importantes, et les banques n'ont pas restreint leur offre de crédit. Enfin, l'assouplissement rapide et résolu de la politique monétaire a lui aussi contribué à cette évolution.

Malgré ce bilan positif, en particulier dans une perspective internationale, la crise laisse des traces profondes en Suisse également. Ainsi, le chômage a augmenté notablement, et l'industrie continue de pâtir d'une sous-utilisation de ses capacités de production. En définitive, l'évolution au cours des trente derniers mois a clairement montré à quel point notre pays est vulnérable face au danger que représente une crise bancaire, surtout si celle-ci implique une grande banque.

C'est pourquoi j'aimerais d'abord vous soumettre quelques réflexions, sous l'angle de la Banque nationale, sur la problématique du *too big to fail*. Puis, après une brève rétrospective de la politique monétaire en 2009, je commenterai les principaux défis dans ce domaine. Pour conclure, je reviendrai sur le débat ouvert récemment au sujet du niveau approprié du taux d'inflation.

II. La problématique du *too big to fail*

La Suisse resterait particulièrement exposée aux répercussions d'une crise bancaire si des mesures correctrices appropriées n'étaient pas prises. Les grandes banques ont certes réduit nettement la taille de leur bilan. La Banque nationale salue expressément cette évolution. Mais la somme de ces bilans continue de s'élever à un multiple de notre produit intérieur brut. En outre, nos grandes banques ont toujours une position dominante en Suisse dans les domaines de l'octroi de crédits et des dépôts. Elles demeurent donc *too big to fail*.

Dans une situation de crise telle que nous l'avons connue, l'Etat et la Banque nationale se trouveraient de nouveau confrontés à un choix impossible: soit ils acceptent les conséquences catastrophiques pour notre économie de la faillite d'une grande banque, soit ils supportent les risques financiers considérables liés à des mesures de stabilisation. Dans le pire des cas, on pourrait même envisager que les moyens nécessaires à un soutien de cette nature dépassent la capacité financière de notre Etat.

La Banque nationale a endossé le plus lourd fardeau en matière de mesures de stabilisation

prises en faveur de la place financière suisse. C'est pourquoi elle s'est engagée résolument afin que la problématique du *too big to fail* fasse l'objet d'une analyse approfondie et, partant, qu'elle puisse être atténuée. A cet égard, la Banque nationale a toujours souligné la nécessité d'une décision d'ordre politique.

En novembre 2009, le Conseil fédéral a instauré une commission d'experts chargée de proposer des solutions à la problématique du *too big to fail*. La Banque nationale y est représentée par Thomas Jordan, son vice-président. La commission d'experts a publié son rapport intermédiaire la semaine dernière. Elle propose des mesures dans les domaines des fonds propres, des liquidités, de la répartition des risques et de la structure organisationnelle. Ces mesures jouent un rôle préventif et réduisent la probabilité de défaillance d'un établissement d'importance systémique. D'autre part, elles doivent minimiser les coûts pour l'économie si une défaillance devait malgré tout se produire. Il s'agit ainsi d'éviter une nouvelle intervention de l'Etat en cas de crise.

Le rapport de la commission d'experts fournit un important résultat intermédiaire dans le débat sur la problématique du *too big to fail*. La Banque nationale soutient pleinement les grands axes proposés par la commission. Comme cette dernière, elle est d'avis qu'il est nécessaire d'instaurer une base légale afin de pouvoir imposer des exigences spécifiques aux banques d'importance systémique. Le projet de loi proposé par la commission d'experts constitue, selon la Banque nationale, une bonne base pour atténuer cette problématique. L'institut d'émission considère en outre qu'il est important d'enclencher le processus législatif le plus rapidement possible après la publication du rapport final de la commission d'experts. Des règles-cadres applicables aux exigences spécifiques, tels que les minimas et les maximas en matière de réglementation sur les fonds propres ou les restrictions admissibles sur le plan de l'organisation, doivent encore être fixées dans une ordonnance du Conseil fédéral.

Un élément central consistera dans des exigences de fonds propres revêtant un caractère progressif. Cette progressivité vise à induire une réduction de l'importance systémique des banques. Les exigences de fonds propres doivent atteindre un degré de rigueur tel que les banques soient amenées à assumer elles-mêmes les risques qu'elles répercutaient jusqu'ici sur la communauté.

Des exigences accrues de fonds propres peuvent en outre constituer une base importante pour un futur modèle d'affaires axé sur la durabilité. Dans les domaines où les établissements financiers ont traditionnellement leurs points forts, les banques bien capitalisées disposent d'un avantage concurrentiel.

Par ailleurs, la Banque nationale est d'avis qu'il convient d'adapter l'organisation et la structure juridique des grandes banques afin de permettre, en cas de crise extrême, la liquidation ordonnée d'un établissement. En particulier, des fonctions d'importance systémique doivent pouvoir continuer leur activité sans qu'il soit nécessaire de sauver l'ensemble du groupe.

Sur le plan international également, des mesures sont proposées pour approfondir la problématique du *too big to fail*. Ces développements relatifs à la réglementation internationale doivent être considérés sous l'angle de la compétitivité globale de notre place financière. Les trente derniers mois l'ont toutefois montré de manière très éloquente: en cas de crise, chaque pays doit assumer lui-même la responsabilité pour ses banques. Lors de l'élaboration et de la mise en œuvre des mesures sur le plan national, il s'agira aussi de prendre en compte les particularités du pays. En Suisse, la problématique du *too big to fail* est particulièrement aiguë. C'est pourquoi un *swiss finish* s'impose.

La réforme de la réglementation et de la surveillance du secteur financier constitue sans aucun doute un défi d'envergure. Mais d'autres défis de taille dans le domaine de la politique monétaire doivent également être relevés par la Banque nationale.

III. Une rétrospective de la politique monétaire menée en 2009

En 2009, la Banque nationale a axé ses activités de politique monétaire sur la lutte contre la crise financière et économique et, partant, contre les tendances déflationnistes qui en ont résulté. La sauvegarde de la stabilité des prix, qui n'est compatible ni avec l'inflation ni avec la déflation, est restée son objectif suprême.

Dès l'automne 2008, l'institut d'émission avait adopté une politique monétaire expansionniste, en raison des perspectives conjoncturelles toujours plus défavorables et d'un taux d'inflation devant rester bas à court terme. Entre octobre et décembre 2008, la Banque nationale avait abaissé

de 225 points de base au total la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, ramenant cette marge à 0,0%–1,0%. Elle entendait ainsi garantir un approvisionnement généreux du marché monétaire en liquidités.

La situation économique avait continué à se dégrader jusqu'au printemps 2009. En outre, l'incertitude générée par la crise financière avait entraîné une forte revalorisation du franc face à l'euro. Etant donné la situation conjoncturelle en Suisse à ce moment-là, le danger d'une forte déflation se profilait, notamment si le franc venait à s'apprécier encore. Ce risque nécessitait donc un nouvel assouplissement de notre politique monétaire.

Aussi la Banque nationale a-t-elle continué à relâcher massivement, en mars 2009, les rênes de sa politique monétaire en abaissant encore de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor, la ramenant cette fois à 0,0%–0,75%. Depuis, cette marge est demeurée inchangée. La Banque nationale s'efforce de maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%; le taux appliqué aux pensions de titres à une semaine est déjà proche de zéro depuis fin 2008.

En mars 2009, les possibilités offertes par l'instrument classique des taux d'intérêt étaient par conséquent épuisées. Pour assouplir davantage les conditions monétaires, la Banque nationale a fortement accru les liquidités. A cette fin, elle a eu recours à des instruments non conventionnels de politique monétaire. Elle a ainsi proposé des pensions de titres portant sur des durées plus longues et acquis des obligations émises par des débiteurs du secteur privé. De plus, elle a acheté des devises sur le marché des changes afin d'empêcher, jusqu'à fin 2009, une nouvelle revalorisation du franc vis-à-vis de l'euro.

Depuis son examen trimestriel de décembre 2009, et eu égard à la reprise conjoncturelle, la Banque nationale s'attache désormais résolument à enrayer une revalorisation excessive du franc face à l'euro. Elle a en outre suspendu ses achats d'obligations émises en francs par des débiteurs du secteur privé. Ces derniers mois, l'évolution du franc par rapport à l'euro a également entraîné un certain resserrement des conditions monétaires. La politique monétaire demeure cependant expansionniste dans l'ensemble. Le Libor à trois mois se maintient à son niveau le plus bas, soit à 0,25%, et nous continuons à mettre des liquidités à la disposition des banques.

J'aimerais aborder maintenant les perspectives pour 2010 et les défis de politique monétaire.

IV. Les perspectives pour 2010

Depuis le milieu de 2009, l'économie mondiale se trouve dans une phase de reprise, une évolution qui, d'après la Banque nationale, devrait se poursuivre. Ce redressement, très inégal selon les régions, reste néanmoins entaché de risques.

Les économies émergentes d'Asie connaîtront l'expansion la plus marquée, car toute cette région bénéficie en particulier de la forte croissance de la demande intérieure chinoise. Dans les pays industrialisés, la reprise continuera à être soutenue par les mesures de politique monétaire et budgétaire expansionniste adoptées au début de la crise. Certains facteurs pèsent toutefois sur les perspectives de croissance. D'abord, le chômage élevé, l'endettement croissant des Etats et la moins bonne situation patrimoniale des ménages devraient modérer les dépenses de consommation privée dans de nombreux pays. Des capacités de production qui ne sont pas pleinement utilisées et des restrictions dans l'octroi de crédits ne laissent pas présager une reprise vigoureuse des investissements des entreprises. Enfin, la situation sur le marché immobilier et, par conséquent, les perspectives de la construction resteront difficiles dans plusieurs pays.

Nous nous attendons actuellement à ce que la Suisse connaisse en 2010 une croissance du PIB de 1,5% environ. D'un côté, notre économie d'exportation est confrontée à une progression assez lente de la demande en Europe. Mais de l'autre, la Suisse est bien préparée pour une reprise: les finances publiques sont relativement saines, la situation financière des particuliers et des entreprises est solide, et le marché du travail fait preuve de souplesse.

Du fait de la reprise de la conjoncture, le risque de déflation a faibli. La dernière prévision d'inflation, publiée mi-mars, montre que la stabilité des prix n'est pas menacée à court terme. La Banque nationale dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour maintenir à l'heure actuelle sa politique monétaire expansionniste. Il ressort néanmoins de la prévision d'inflation qu'il ne sera pas possible de poursuivre cette politique pendant les trois prochaines années sans remettre en cause la stabilité des prix à moyen et à long terme.

La prévision d'inflation recèle en outre de grandes incertitudes. A cet égard, les craintes que

les finances publiques de certains pays de la zone euro ont suscitées récemment sur les marchés financiers constituent un risque important. Ces dernières années, la Suisse a bénéficié de l'introduction de la monnaie européenne et du renforcement de la stabilité monétaire de la zone euro qui en a résulté. Si la stabilité monétaire était menacée, il en découlerait des effets négatifs pour la Suisse, surtout si le franc devait se revaloriser vigoureusement, étant donné qu'il joue aussi le rôle de monnaie refuge. Mais la Banque nationale ne permettra pas qu'une telle évolution débouche sur un nouveau risque de déflation pour la Suisse. C'est pourquoi elle s'opposera résolument à une revalorisation excessive du franc.

Dans le cadre de la lutte contre la crise, la Banque nationale a mis d'importantes liquidités à la disposition des banques. Celles qui proviennent des pensions de titres et des swaps de change ont un caractère temporaire et se résorbent automatiquement en cas de non-renouvellement de telles opérations. Étant donné que le volume de ces opérations a considérablement fléchi ces derniers mois, les liquidités ainsi créées se sont déjà largement réduites.

Mais les liquidités issues des achats de devises ou d'obligations en francs sont permanentes. Elles doivent être résorbées à temps pour pouvoir assurer la stabilité des prix à moyen et à long terme. La Banque nationale dispose des instruments nécessaires pour éponger rapidement, en cas de besoin, de grandes quantités de liquidités. Les propres titres qu'elle émet, soit les Bons de la BNS, jouent à cet égard un rôle prépondérant. D'autre part, nous pouvons aussi recourir aux prises en pension de titres, ou *reverse repos*.

Réduire les liquidités excédentaires ne pose donc pas de problème sur le plan technique. Le défi consiste cependant à choisir le moment opportun pour normaliser la politique monétaire. L'évolution des perspectives d'inflation est déterminante dans ce choix. La prévision d'inflation de la Banque nationale est le principal indicateur sur lequel se fondent les décisions de politique monétaire. Dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire, la Direction générale ne réagit pas mécaniquement à cette prévision. Les décisions de cette nature prennent en compte des facteurs tels que l'incertitude quant à l'évolution conjoncturelle et la situation sur les marchés financiers.

V. La sauvegarde de la stabilité des prix

Pour conclure, permettez-moi, Mesdames et Messieurs, de souligner une nouvelle fois que la sauvegarde de la stabilité des prix reste l'objectif suprême de la Banque nationale. Par stabilité des prix, nous entendons un renchérissement annuel moyen inférieur à 2% et, simultanément, la prévention de la déflation. La raison pour laquelle je tiens à attirer votre attention sur cette définition réside dans le fait que la crise financière a également déclenché un débat sur le niveau approprié de l'inflation. Il a été notamment proposé que les banques centrales prennent en considération, en temps normal, un niveau plus élevé d'inflation. Le raisonnement est le suivant: si les taux directeurs des instituts d'émission sont bas, la marge de manœuvre pour une baisse des taux est faible, puisque le taux nominal ne peut tomber au-dessous de 0%. Il en ressort – et c'est l'argument avancé – que les instituts d'émission sont limités dans leurs possibilités de réagir à une crise grave. Une inflation plus forte entraînerait des taux nominaux plus élevés, ce qui pourrait servir de filet de sécurité en cas de chocs importants. Dans le cadre de la politique monétaire, le taux directeur pourrait alors être abaissé plus vigoureusement, et le risque de déflation serait réduit. En d'autres termes, la marge de manœuvre pour un assouplissement de la politique monétaire serait élargie en temps de crise.

Ce raisonnement n'est pas convaincant. Premièrement, il paraît en effet très improbable que de nouvelles réductions de taux puissent suffire, à elles seules, à juguler la crise. Secondement, selon ce raisonnement, la politique monétaire deviendrait inefficace une fois la limite du taux zéro atteinte. Or, comme vous pouvez le déduire de mes réflexions, notre expérience montre bien que la marge de manœuvre de la politique monétaire n'est pas épuisée même si la limite de 0% est atteinte. Grâce aux mesures non conventionnelles mentionnées précédemment, la Banque nationale a été parfaitement en mesure d'assouplir davantage les conditions monétaires et, partant, d'enrayer avec succès le risque de déflation.

En temps de crise, la marge de manœuvre monétaire ne serait donc qu'apparemment plus large dans l'éventualité d'un taux d'inflation plus élevé. En temps normal, un tel taux entraînerait de surcroît des coûts importants et remettrait en cause la stabilité sur le plan macroéconomique. Des coûts en découleraient même dans le cas où une banque

centrale réussirait à maintenir l'inflation au niveau souhaité et que, de ce fait, les entreprises et les ménages pourraient anticiper correctement le taux d'inflation.

L'expérience montre toutefois que le taux d'inflation ne peut faire l'objet d'un réglage fin, et qu'un niveau plus élevé d'inflation s'accompagne généralement de plus amples fluctuations de ce taux. Il devient alors presque impossible de prévoir correctement le renchérissement, ce qui conduit à de mauvaises allocations des ressources ainsi qu'à des redistributions arbitraires et non désirées des revenus et du patrimoine. De plus, ce sont généralement les membres les plus faibles de la société qui pâtissent le plus de l'inflation, car ils n'ont guère de moyens de s'en prémunir.

Des taux d'inflation plus élevés et fluctuants éroderaient avant tout la confiance du public dans la banque centrale. Sa crédibilité, forgée laborieusement au cours de dizaines d'années, disparaîtrait rapidement, et la banque centrale perdrait alors la maîtrise de l'inflation et des anticipations inflationnistes. Du fait d'une accélération du renchérissement, des prestations en argent, telles que les salaires, seraient indexées, ce qui accroîtrait l'inertie de l'inflation. Une indexation et une absence d'ancrage des anticipations inflationnistes nuiraient à l'efficacité de la politique monétaire et entraîneraient de fortes fluctuations des taux d'intérêt, de l'activité économique et de l'emploi.

Une leçon erronée de la crise serait donc de tolérer des taux d'inflation plus élevés, nous en sommes convaincus. La stabilité des prix, qui exclut tant l'inflation que la déflation, est un bien public essentiel. Elle constitue un élément déterminant d'une croissance durable de l'économie, de la prospérité, et notamment de la cohésion de la société.

La Suisse a connu une longue période de faible inflation et de taux d'intérêt nominaux bas; l'expérience qu'elle en a tirée est positive. La Banque nationale s'engage à continuer à garantir la stabilité des prix. Grâce à sa stratégie de politique monétaire, elle dispose de la marge de manœuvre nécessaire pour lutter résolument aussi bien contre l'inflation que contre la déflation.

VI. Conclusion

Mesdames et Messieurs, le pire de la crise économique et financière, qui avait éclaté en été 2007, est maintenant derrière nous. Mais ses répercussions vont nous occuper longtemps encore. Espé-

rons que l'économie suisse retrouvera le chemin d'une croissance durable. Dans l'intervalle, la Banque nationale reste confrontée à de grands défis. La Direction générale est prête à les relever avec humilité, mais aussi avec confiance et détermination. Pour ce faire, nous ne pouvons une fois de plus nous passer de l'engagement sans faille de chaque collaboratrice et collaborateur de la Banque nationale. Nous remercions nos actionnaires de leur appui constant et de l'intérêt qu'ils portent à l'activité de l'institut d'émission.

**SNB Working Papers:
résumés**

The time-varying systematic risk of carry trade strategies

**Charlotte Christiansen, Angelo Ranaldo
et Paul Söderlind**
Working Paper 2010-1

Dans leur Working Paper, les auteurs expliquent la performance des opérations de portage sur le marché des changes. Pour ce faire, ils se basent sur un modèle d'évaluation des prix des actifs financiers. L'innovation consiste à établir une liaison entre la performance des opérations de portage et les facteurs de risque, qui varie selon les conditions du marché. Grâce à cette dépendance, l'exposition au risque systématique peut s'adapter en fonction du risque du marché et de la liquidité. Ces deux éléments peuvent être jaugés par la volatilité des rendements sur le marché des changes, des mesures de risque global (VIX), des primes de risque sur le marché des crédits (TED) ou encore de la liquidité de marché (fourchette des prix d'achat et de vente). Il ressort des résultats empiriques que la stratégie typique des opérations de portage présente une exposition aux aléas de la bourse des actions, exposition qui augmente avec les risques sur le marché des changes. Ces résultats sont très robustes aux modifications, par exemple à l'augmentation du nombre de monnaies, à l'allongement de l'échantillon, à la prise en compte des coûts des transactions et à l'inclusion d'autres facteurs. Le modèle élaboré par les auteurs révèle une réduction sensible des erreurs d'évaluation des prix. Il en découle que la spéculation sur les opérations de portage est moins lucrative qu'on ne le pense généralement. Les résultats obtenus par les auteurs expliquent en partie le problème de la parité des taux d'intérêts non couverte, c'est-à-dire le manque d'égalité entre la variation des taux de change et le différentiel des taux d'intérêt.

The timing of price changes and the role of heterogeneity

Daniel Kaufmann
Working Paper 2010-2

Certains modèles théoriques sur la fixation des prix par les entreprises permettent d'estimer la forme de la fonction de distribution qui décrit la probabilité d'un prochain ajustement des prix en fonction du laps de temps qui s'est écoulé depuis le dernier ajustement. La plupart de ces modèles aboutissent à une fonction de distribution constante ou croissante, alors que les études empiriques montrent souvent une fonction de distribution décroissante, qui peut s'expliquer par une distorsion due à une hétérogénéité mal spécifiée ou négligée en ce qui concerne la fixation des prix. L'auteur de l'étude mentionnée dans le titre tente de détailler les raisons de cette distorsion. Pour ce faire, il procède à des estimations en tenant compte de l'hétérogénéité observée et de l'hétérogénéité non observée, qui peuvent être soit constantes, soit dépendantes du temps. Il démontre, après analyse de microdonnées tirées de l'IPC suisse, que la distorsion entraînant une fonction de distribution décroissante disparaît (i) lorsque l'on tient compte de facteurs dépendants du temps en plus de facteurs atemporels et (ii) que l'on exclut les ajustements de prix passagers dus par exemple aux soldes. Il apparaît que de tous les facteurs dépendant du temps qui influent sur la probabilité d'un ajustement des prix, celui lié aux coûts marginaux des entreprises est le plus important. Les résultats empiriques exposés par l'auteur recourent les modèles récents de coûts d'ajustement qui tiennent compte, pour la fixation des prix, de l'hétérogénéité dépendant du temps et des réductions temporaires de prix.

Liquidity in the foreign exchange market: measurement, commonality, and risk premiums

**Loriano Mancini, Angelo Ranaldo
et Jan Wrampelmeyer
Working Paper 2010-3**

Cet article a pour objet de développer un indicateur de la liquidité adapté au marché des changes, de quantifier l'ampleur des facteurs communs de la liquidité d'une monnaie à l'autre et de déterminer l'étendue des primes de risque de liquidité sur le marché des changes. Le nouvel indicateur de la liquidité utilisé ici se base sur des données à très haute fréquence. Il permet de représenter les variations, en coupe transversale et dans le temps, de la liquidité du marché des changes durant la crise financière de 2007 et 2008. Les résultats empiriques montrent que la liquidité évolue parallèlement d'une paire de monnaies à l'autre et que la liquidité sur le marché des changes a décru de façon spectaculaire durant la crise. En appliquant un modèle d'évaluation des prix des actifs financiers au rendement des opérations de change et en y intégrant le nouveau facteur de risque de liquidité, les auteurs font ressortir que le prix de ce risque est élevé.

Modeling monetary policy

**Samuel Reynard et Andreas Schabert
Working Paper 2010-4**

Dans ce papier, les auteurs incorporent la mise en œuvre de la politique monétaire, c'est-à-dire les opérations à marché ouvert, dans un modèle macroéconomique sinon standard. En acceptant certains types d'actifs financiers, comme des obligations d'état à courte échéance ou récemment des actifs supplémentaires, en échange de monnaie, la banque centrale peut faire baisser le rendement de ces actifs. En affectant la prime de liquidité de ces actifs ainsi que les conditions sur le marché monétaire, la banque centrale affecte la relation entre le taux d'intérêt directeur, la production et l'inflation. Ainsi, le lien entre l'instrument et les objectifs de politique monétaire est influencé par la quantité et le type d'actifs que la banque centrale accepte lorsqu'elle fournit des liquidités aux banques commerciales par le biais d'opérations à marché ouvert, ainsi que par les conditions prévalant sur le marché monétaire. Le modèle développé dans ce papier réplique ces liens avec succès, contrairement aux modèles macroéconomiques standard. De plus, lorsque les transferts de surplus de la banque centrale sont introduits d'une manière réaliste dans le modèle, les implications du modèle pour le processus de transmission de la politique monétaire sont plausibles.

The impact of banking sector stability on the real economy

Pierre Monnin et Terhi Jokipii
Working Paper 2010-5

Dans cet article, les auteurs étudient la relation entre le degré de stabilité du secteur bancaire et l'évolution de la production réelle et de l'inflation qui s'en suit. En utilisant un modèle de vecteurs autorégressifs en panel, et basé sur un échantillon de 18 pays de l'OCDE, ils mettent en évidence un lien positif entre la stabilité du secteur bancaire et la croissance de la production, mesurée en termes réels. Ce lien est essentiellement le résultat des périodes où le secteur bancaire est instable plutôt que de celles où il est particulièrement stable. De plus, les auteurs montrent qu'un secteur bancaire instable accroît l'incertitude concernant la croissance future de la production. Aucun lien clair entre la stabilité du secteur bancaire et l'inflation ne semble exister. Les auteurs soulignent ensuite que le lien entre la stabilité du secteur bancaire et la croissance de la production réelle peut être utilisé pour améliorer les prévisions concernant la croissance. En utilisant les erreurs de prévision de la Fed, ils montrent qu'un secteur bancaire stable (instable) induit une sous-estimation (surestimation) significative de la croissance du PIB dans les trimestres suivants. En conséquence, l'étude conclut que l'information contenue dans la mesure de la stabilité du secteur bancaire pourrait aider à réduire les erreurs de prévision, soulignant le besoin pour les décideurs politiques d'inclure la stabilité du secteur bancaire dans leurs modèles de prévisions.

Daytime is money

Sébastien Kraenzlin et Thomas Nellen
Working Paper 2010-6

Le marché interbancaire des pensions de titres au jour le jour en francs suisses et le SIX Interbank Clearing (SIC) – le système suisse de règlement brut en temps réel ou RTGS (*real-time gross settlement*) – fournissent des données en temps réel sur le marché de l'argent au jour le jour. Ces données amènent de précieuses informations sur la valeur de l'argent pendant la journée et sur les facteurs qui la déterminent. Les auteurs du présent article montrent premièrement qu'un taux d'intérêt interbancaire implicite peut être calculé pour chaque heure à partir de l'évolution intrajournalière du taux au jour le jour, ce qui indique qu'il existe un marché monétaire implicite pour les liquidités intrajournalières. Deuxièmement, ils constatent qu'à la suite de l'introduction du système de règlement des opérations de change CLS (Continuous Linked Settlement), la valeur des liquidités intrajournalières a augmenté durant les heures du cycle de règlement CLS. Troisièmement, ils observent qu'aussi bien le mouvement que la liquidité dans le système SIC influent sur le taux intrajournalier. Ces trois constats mettent en évidence le coût de l'immédiateté dans des systèmes de paiement portant sur de gros montants. Des spécificités telles que le système RTGS, le système de livraison contre paiement ou le système de paiement contre paiement réduisent certes le risque de crédit, mais accroissent le risque de liquidité, ce qui fait augmenter la valeur des liquidités intrajournalières. Cette analyse est déterminante pour la politique d'une banque centrale, dans la mesure où des différences dans l'aménagement de la facilité intrajournalière et dans la définition des titres éligibles conduisent à une évolution intrajournalière différente du taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire.

Overreporting oil reserves

Philip Sauré
Working Paper 2010-7

Le sujet de la sécurité énergétique est redevenu actuel du fait des récentes fluctuations du prix du pétrole brut. Une part des incertitudes liées au marché pétrolier est due au fait qu'une grande partie de la production mondiale est contrôlée par des sociétés nationales particulièrement opaques. En effet, nombre d'experts du marché affirment que les réserves pétrolières exploitées par ces sociétés sont fortement surévaluées. La présente étude analyse les incitations à de telles exagérations. Elle montre que les producteurs de pétrole pourraient effectivement gonfler les chiffres concernant leurs réserves lorsque cela leur permet d'accroître les attentes du marché quant à l'offre future de pétrole et de décourager par là même les efforts de recherche et de développement dans le domaine des énergies alternatives. Les producteurs agissant de la sorte bénéficieraient par la suite de meilleures conditions sur le marché. Mais la surévaluation des réserves a un prix. Pour des raisons de crédibilité, elle oblige en effet à accroître momentanément la production pétrolière observable afin de ne pas révéler le véritable niveau des réserves. Or une telle surproduction entraîne généralement des pertes. Étonnamment, elle peut cependant neutraliser la tendance à différer l'approvisionnement en pétrole en vue de freiner le développement de technologies de substitution. Dans de tels cas, une surévaluation des réserves pétrolières est alors rationnelle, crédible et avantageuse.

Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market

Elizabeth Steiner
Working Paper 2010-8

Le présent article analyse le développement du stock de capital fixe résidentiel, des investissements et des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel en Suisse. L'approche choisie est celle dite du déséquilibre, qui permet aux prix et aux investissements de s'adapter à des chocs sur plusieurs périodes. Une estimation est établie pour le niveau de la demande à long terme du stock de capital résidentiel, estimation basée sur les prix réels de l'immobilier, le PIB réel et les salaires réels. Il découle des résultats empiriques que le niveau souhaité du stock de capital peut s'écarter du niveau effectif pendant plusieurs années. Cette situation s'explique par le fait que le stock de capital dans le secteur de l'immobilier résidentiel est lent à s'adapter aux chocs. À court terme donc, l'ajustement du marché doit passer par un ajustement des prix. Il est de fait possible de démontrer que les changements de prix dépendent dans une large mesure du degré de déséquilibre du stock. Il apparaît en outre que les prix représentent un élément déterminant des investissements dans ce domaine, investissements qui accélèrent le processus d'ajustement du stock vers le niveau souhaité.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Le 17 juin 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 prendrait toutes les mesures nécessaires pour garantir la stabilité des prix au cas où une revalorisation du franc induirait un nouveau danger de déflation.

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