

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2008

26^e année

Contenu

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

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

Au début de 2008, la croissance de l'économie mondiale est restée robuste, malgré la persistance de turbulences sur les marchés financiers. Les effets spéciaux enregistrés en Europe et au Japon ont joué un rôle important dans ce bon résultat. Aux Etats-Unis, la contribution positive du commerce extérieur a permis d'éviter une croissance négative du PIB. Les pays émergents d'Asie du Sud-Est ont poursuivi leur forte expansion. Les perspectives de croissance à court terme des pays industrialisés restent toutefois moroses. Les prévisions consensuelles portant sur la croissance du PIB pour 2008 et 2009 ont été revues à la baisse une nouvelle fois depuis février.

En Suisse, conformément aux attentes, la croissance économique a nettement ralenti au cours des premiers mois de 2008. Ce tassement reflète avant tout l'impact de la crise internationale sur les marchés financiers, qui a entraîné un recul de la valeur ajoutée apportée par les banques suisses. Les autres branches, en revanche, ont évolué de façon satisfaisante. Même sur le marché du travail, la situation est restée favorable. Une série d'indicateurs montrent qu'au cours des prochains trimestres également, la croissance économique sera modérée. Pour 2008, la BNS continue de tabler sur une progression du PIB réel de 1,5% à 2%.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de juin, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 40)

Les quelque 190 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre mars et mai 2008 ont de nouveau globalement estimé que la marche des affaires demeurerait bonne. Cela concerne surtout le commerce de détail et d'autres branches axées sur la consommation. Dans l'industrie d'exportation, l'appréciation de la marche des affaires et des perspectives s'est cependant avérée plus hétérogène que lors des derniers entretiens. Les banques, quant à elles, subissent de plein fouet la morosité des bourses.

Assemblée générale des actionnaires (page 44)

Lors de la centième Assemblée générale du 25 avril 2008, Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la BNS, a tracé une rétrospective de l'histoire mouvementée de l'institut d'émission. Il est intéressant de constater que la BNS s'est trouvée confrontée à des difficultés particulières en 1907, puis également en 1932, en 1957 et en 1982, années respectives de ses anniversaires. L'année de sa fondation, ce fut une panique bancaire à New York qui eut des répercussions jusqu'en Suisse. Vingt-cinq ans plus tard, la Grande dépression, la crise bancaire et la question de la dévaluation du franc dominèrent la politique monétaire, tandis qu'en 1957 la conjoncture et les tensions au sein du système monétaire international se trouvèrent au centre des préoccupations. Finalement, en 1982, la crise de la dette internationale plaça la Banque nationale devant de nouveaux défis.

Dans son exposé, Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale de la Banque nationale, est revenu sur l'exercice 2007. Du point de vue de l'économie, l'année 2007 a été positive. Les derniers mois ont toutefois été entachés de grandes incertitudes, déclenchées par les turbulences qui ont agité les marchés financiers internationaux à compter de l'été 2007. La Suisse a été particulièrement touchée, du fait de l'ouverture de son secteur financier. Dans la seconde partie de son exposé, Jean-Pierre Roth a évoqué les enseignements qui peuvent être tirés de ces turbulences. A ce titre, il a souligné qu'en dépit de ces problèmes il ne faut pas perdre de vue que la BNS a notamment pour tâche de garantir la stabilité des prix à moyen terme.

SNB Working Papers (page 56)

Résumés de cinq articles: Martin Brown et Christian Zehnder, *The emergence of information sharing in credit markets*, SNB Working Paper 2008-1; Yvan Lengwiler et Carlos Lenz, *Intelligible factors for the yield curve*, SNB Working Paper 2008-2; Katrin Assenmacher-Wesche et M. Hashem Pesaran, *Forecasting the Swiss economy using VECS models: An exercise in forecast combination across models and observation windows*, SNB Working Paper 2008-3; Maria Clara Rueda Maurer, *Foreign bank entry, institutional development and credit access: Firm-level evidence from 22 transition countries*, SNB Working Paper 2008-4; Marlene Amstad et Andreas M. Fischer, *Are weekly inflation forecasts informative?*, SNB Working Paper 2008-5.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2008

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-juin 2008.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Evolution du PIB et perspectives
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 des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
29	3.2 Cours de change
31	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
33	3.4 Agrégats monétaires
35	3.5 Crédits
37	4 Prévision d'inflation de la BNS
37	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
39	4.2 Prévision d'inflation du 2 ^e trimestre de 2008 au 1 ^{er} trimestre de 2011
38	La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise d'un large public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il explique l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique et monétaire et précise les conclusions qu'elle en tire pour sa politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en juin 2008. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise à la mi-juin 2008.

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

Depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) en mars 2008, l'environnement international a évolué de façon hétérogène. D'une part, la croissance de l'économie mondiale s'est avérée robuste, malgré la persistance de turbulences sur les marchés financiers. D'autre part, le prix du pétrole a continué d'augmenter, ce qui s'est traduit par une hausse généralisée des taux d'inflation et un assombrissement des perspectives de croissance pour les pays industrialisés.

Dans ce contexte, la BNS a revu à la baisse son scénario de conjoncture internationale sur lequel repose sa prévision d'inflation à moyen terme. Pour 2008, elle table désormais sur une croissance aux Etats-Unis nettement inférieure à ce qu'elle escomptait encore en mars et a également corrigé vers le bas – bien que dans une mesure moindre – ses prévisions pour l'Europe. Parallèlement, elle prévoit une nouvelle accélération du renchérissement dans les pays industrialisés, due à l'augmentation du prix du pétrole.

Au premier trimestre de 2008, conformément aux attentes, la croissance économique s'est affaiblie en Suisse. Ce ralentissement reflète avant tout l'impact de la crise internationale sur les marchés financiers, laquelle a entraîné une diminution du nombre d'opérations passées sur ces marchés et, partant, un recul de la valeur ajoutée du secteur bancaire suisse. Les autres secteurs, en revanche, ont évolué de façon satisfaisante. Du côté de la demande, les exportations ont nettement perdu de leur vigueur, mais la demande intérieure est demeurée robuste.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mars et mai avec les représentants de différents secteurs et branches ont également confirmé cette tendance. Notamment dans le commerce de détail et dans les autres branches axées sur les biens de consommation, la marche des affaires a de nouveau été jugée favorable. Dans l'industrie d'exportation, l'appréciation de la marche des affaires et des perspectives s'est cependant avérée plus

hétérogène que lors des derniers entretiens. Les banques, quant à elles, subissent de plein fouet la morosité des bourses. Outre les incertitudes quant aux répercussions des turbulences sur les marchés financiers, les hausses massives des prix des produits agricoles, de l'énergie et des matières premières industrielles, conjuguées au fort recul du cours du dollar, ont alourdi le climat.

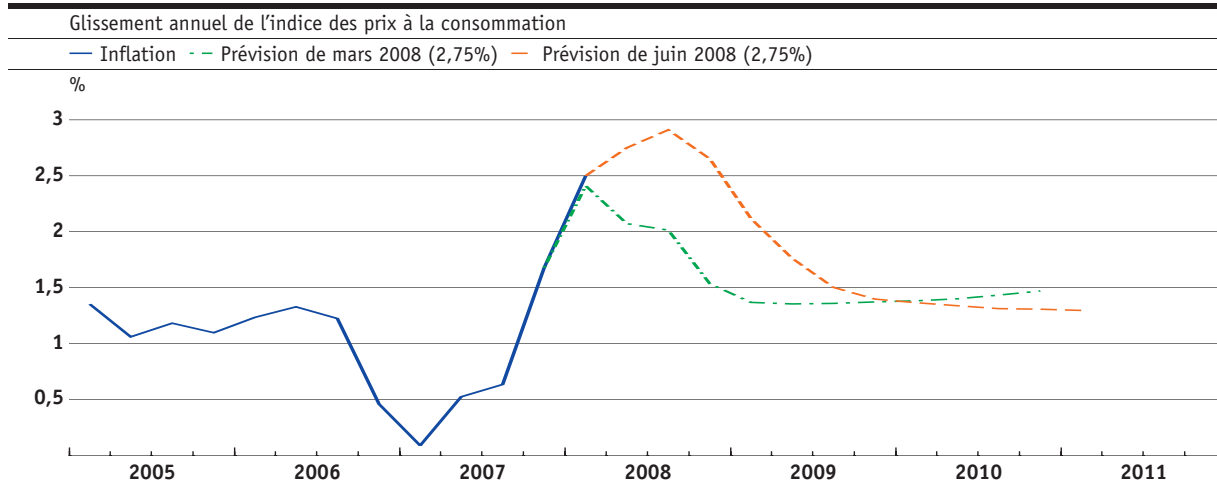
La BNS continue à tabler sur une progression du PIB réel de 1,5% à 2% en 2008, maintenant ainsi sa prévision de croissance du mois de mars. Parallèlement, elle a révisé vers le haut sa prévision d'inflation pour 2008, qui s'établit désormais à 2,7% contre 2% en mars.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de juin, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de maintenir ce taux, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de cette marge.

Cette décision se justifie essentiellement par les grandes incertitudes qui ont cette fois entaché la prévision d'inflation. Une nouvelle poussée des prix est à craindre si l'énergie devait continuer de renchérir ou si le franc devait de nouveau faiblir. En revanche, les pressions inflationnistes devraient se relâcher en cas de refroidissement général de la conjoncture sur le plan international.

Dans ces conditions, la BNS maintient son attitude de prudence et garde inchangé le cours de sa politique monétaire. Les perspectives de renchérissement à moyen terme le lui permettent encore. Il y a tout lieu de penser que le niveau actuellement élevé de l'inflation est de nature passagère. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois resté constant, l'inflation devrait dépasser les 2% jusqu'au début de 2009, se situant ainsi au-delà de la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. Avec le tassement attendu de la croissance économique en Suisse, les perspectives de renchérissement s'améliorent toutefois pour 2009 et pour 2010. La BNS table sur un renchérissement moyen de 1,7% pour 2009 et de 1,3% pour 2010. Ainsi, à plus long terme, la prévision d'inflation s'inscrit en dessous de celle de mars 2008.

Prévisions d'inflation de mars 2008, avec Libor à 2,75%, et de juin 2008, avec Libor à 2,75%



Prévision d'inflation de juin 2008 avec Libor à 2,75%

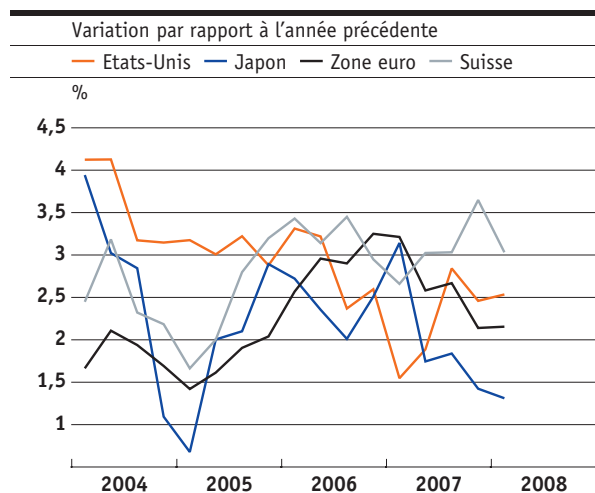
	2008	2009	2010
Inflation annuelle moyenne en %	2,7	1,7	1,3

1 Environnement international

En dépit de turbulences persistantes sur les marchés financiers, l'économie mondiale a affiché une croissance robuste au début de l'année. Ce résultat s'explique en partie, en Europe comme au Japon, par des facteurs particuliers. En Europe, des conditions climatiques favorables ont stimulé l'activité dans la construction, mais le rapide relèvement des stocks a été lui aussi un soutien de la croissance. Au Japon, la nette progression de la consommation privée est due dans une large mesure au nombre de jours ouvrables. Aux Etats-Unis, la contribution positive du commerce extérieur, sur fond de baisse de la demande de biens et de services étrangers, a permis d'éviter une croissance négative du PIB. Quant aux pays émergents d'Asie du Sud-Est, ils ont poursuivi leur forte expansion.

Sur les marchés financiers, la situation s'est apaisée quelque peu depuis la mi-mars, mais les perspectives de croissance à court terme des pays industrialisés restent sombres. La nouvelle flambée du prix du pétrole aura un effet modérateur sur les dépenses des ménages et des entreprises. Le renchérissement de l'essence et des denrées alimentaires devrait affecter particulièrement la consommation aux Etats-Unis, étant donné que les ménages sont confrontés non seulement à la baisse des prix des maisons mais aussi au resserrement des conditions de crédit. Dans la zone euro, la revalorisation de la monnaie européenne devrait freiner la contribution du commerce extérieur. Les prévisions consensuelles portant sur la croissance du PIB pour 2008 et 2009 ont donc été de nouveau revues à la baisse depuis février.

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



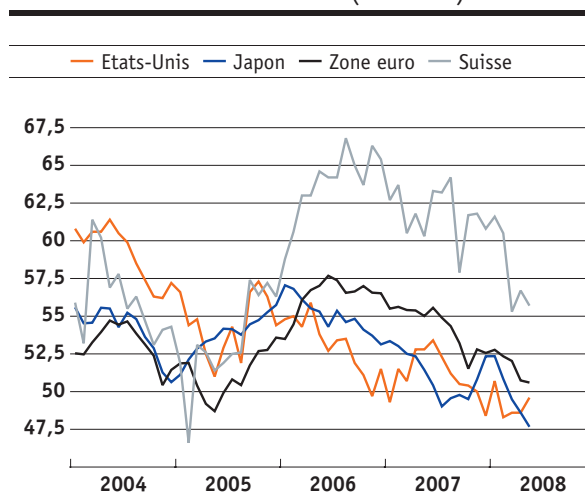
Sources: BNS, Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), Thomson Datastream

Faiblesse persistante de la croissance aux Etats-Unis

Au premier trimestre, la croissance économique des Etats-Unis s'est inscrite à un bas niveau, soit à 0,9% (0,6% au quatrième trimestre de 2007). Elle est néanmoins restée positive en dépit de craintes croissantes d'une récession. Cela s'explique par une contribution positive des stocks, mais surtout par la consommation privée, qui a poursuivi sa progression malgré un sensible ralentissement. Les investissements, par contre, ont faibli sur un large front. Le dynamisme des exportations a lui aussi nettement fléchi. L'excédent des exportations est resté élevé du fait de la baisse des importations. La faiblesse de la croissance s'est fait sentir sur le marché du travail également. Au premier trimestre, 240 000 emplois ont été supprimés.

La croissance économique devrait rester médiocre durant le reste de l'année. Les ristournes d'impôts accordées aux ménages soutiendront certainement la consommation, mais la forte hausse du prix de l'essence de même que des effets de patrimoine négatifs et la détérioration de la situation sur le marché du travail devraient continuer à peser sur la consommation. La confiance des consommateurs a donc encore fléchi jusqu'en mai pour s'inscrire à un niveau nettement inférieur à sa moyenne à long terme. Le nouveau resserrement des conditions de crédit ainsi que les perspectives conjoncturelles de plus en plus incertaines devraient influencer négativement sur les investissements des entreprises, tandis que la baisse des prix des maisons laisse présager de nouvelles corrections des investissements dans la construction de logements. En revanche, le com-

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

merce extérieur générera des impulsions positives grâce à la faiblesse persistante du dollar et à des carnets de commande toujours aussi garnis. Pour 2008 et 2009, les prévisions consensuelles portant sur le PIB se sont inscrites à respectivement 1,3% et 1,9% en mai, contre 1,6% et 2,6% en février.

Croissance étonnamment robuste dans la zone euro

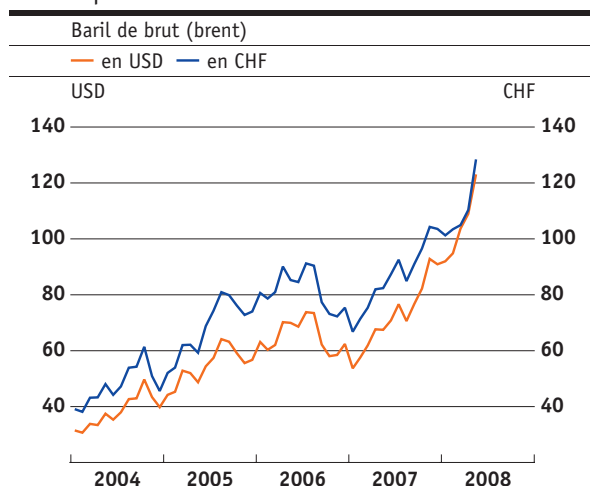
Au premier trimestre, la croissance économique a été étonnamment vigoureuse dans la zone euro (3,2%). Jusqu'ici, les turbulences sur les marchés financiers n'ont pas freiné la conjoncture autant que prévu. La croissance a toutefois varié d'un pays à l'autre. L'Allemagne a enregistré une augmentation du PIB réel de 6,3% – soit la plus élevée depuis près de douze ans. En Espagne, par contre, la croissance s'est établie à 1,1%, marquant ainsi un net ralentissement. La forte demande dans la zone euro a été poussée par les exportations et les investissements. La progression des investissements s'explique en partie par un facteur unique, certains investissements en constructions ayant été anticipés du fait de l'hiver peu rigoureux. La croissance a en outre été soutenue par le relèvement des stocks. La consommation privée qui, dans le contexte d'embellie actuel, avait crû jusqu'ici à un rythme inférieur à la moyenne, n'a marqué qu'une légère progression après avoir fléchi au quatrième trimestre de 2007. L'utilisation des facteurs de production est restée forte, bien que le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie se soit de nouveau légèrement replié au premier trimestre et qu'aucune nouvelle tension n'ait été observée sur le marché du travail.

Quand bien même la croissance a été robuste au début de l'année, les perspectives conjoncturelles se sont assombries dans la zone euro. La croissance devrait être particulièrement faible au deuxième trimestre, étant donné que les effets uniques dont elle a bénéficié au premier trimestre ne se renouvelleront pas. L'euro fort pèse sur la demande extérieure, et le prix élevé du pétrole, sur la demande intérieure. Malgré la hausse des salaires conventionnels, les consommateurs sont de plus en plus inquiets pour leur pouvoir d'achat, comme l'indiquent les enquêtes sur le climat de consommation. Ils se montrent également plus pessimistes en ce qui concerne les perspectives sur le marché du travail. Le resserrement des conditions de crédit imposées par les banques au premier trimestre devrait entraîner un affaiblissement progressif des investissements des entreprises. Le ralentissement de la croissance n'affectera probablement pas tous les pays membres de la zone euro de la même façon. L'Allemagne, en particulier, semble avoir actuellement une assez bonne capacité de résistance; en Espagne et en Irlande, par contre, le net refroidissement observé sur le marché de l'immobilier assombrit les perspectives. Les prévisions consensuelles portant sur le PIB pour 2008 sont restées presque inchangées à 1,5%; pour 2009, par contre, elles ont baissé de 0,3 point pour s'établir à 1,6%.

Croissance vigoureuse en Asie

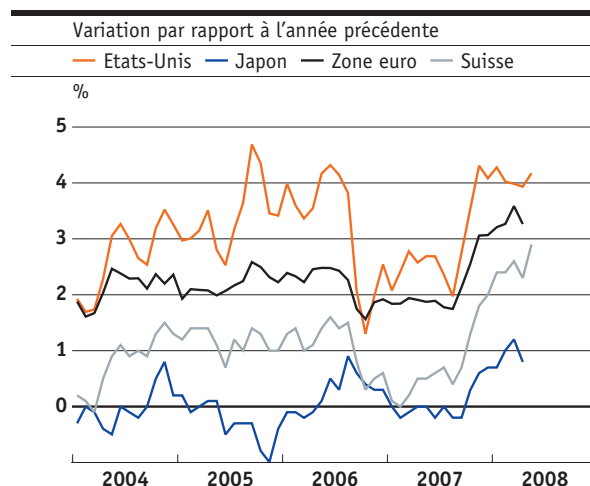
Les économies asiatiques ont poursuivi leur vive expansion au début de l'année. Au Japon, le PIB réel s'est accru, passant de 2,9% au quatrième trimestre de 2007 à 4% au premier trimestre de 2008.

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: BNS, Reuters

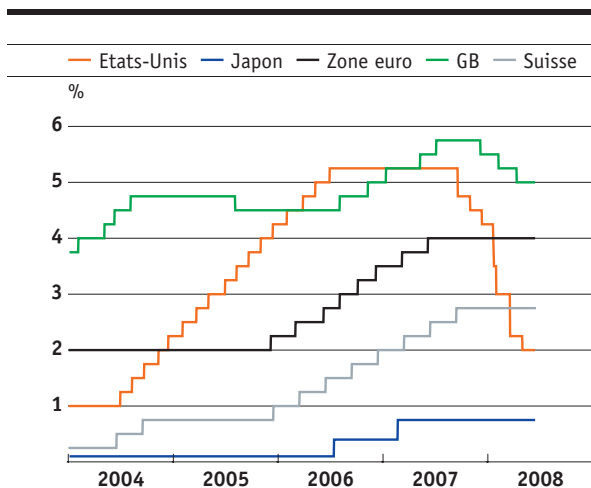
Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS), Thomson Datastream

Les exportations, qui affichent un taux de croissance à deux chiffres en dépit de la faible demande en provenance des Etats-Unis, ont joué le rôle de moteur de la conjoncture. Après une période de faiblesse due au renforcement, en été 2007, des prescriptions en matière de constructions, les investissements se sont redressés dans la construction de logements; du côté des biens d'équipement, ils ont par contre perdu de leur vigueur. Dans l'ensemble, la croissance devrait être surévaluée au premier trimestre, car le PIB japonais, contrairement à celui des Etats-Unis et de la zone euro, n'a pas été corrigé de l'effet «année bissextile». Il faut par conséquent tabler sur une progression sensiblement moins marquée au deuxième trimestre. Les perspectives d'avenir sont réservées. En raison de l'augmentation du coût des matériaux – qui restreint les marges – et des incertitudes croissantes, les entreprises nipponnes devraient, dans un premier temps, faire preuve de retenue en matière d'investissements, même si elles continuent à bénéficier d'un environnement extérieur favorable. Le yen, qui est actuellement fort face au dollar des Etats-Unis, amoindrit la compétitivité des entreprises exportatrices japonaises. En outre, il freine la hausse des prix des matières premières à l'importation, ce qui a pour effet de soutenir notamment les segments les plus faibles de l'économie, tels que les entreprises axées sur le marché intérieur et les ménages. Dans l'ensemble, la croissance devrait être plus modérée en 2008 qu'en 2007. Les prévisions consensuelles portant sur le PIB pour 2008 sont restées pratiquement inchangées en mai, s'inscrivant à 1,3%; pour 2009, elles ont été révisées à la baisse et ramenées ainsi de 2,2% à 1,6%.

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



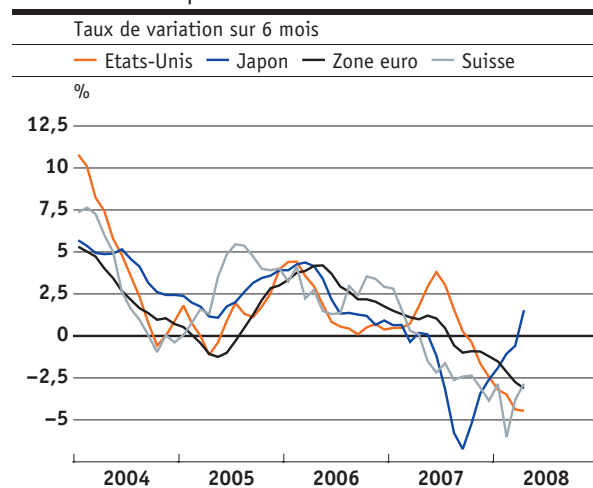
Sources: BNS, Thomson Datastream

Au premier trimestre, le PIB réel de la Chine a augmenté de 10,6% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Une nouvelle fois, les principales impulsions sont venues des investissements. Dans la construction notamment, ils ont continué à croître sur fond de boom immobilier. Le transfert des exportations vers la consommation privée s'est poursuivi. Cette dernière est favorisée par une forte progression de l'emploi et par des incitations de l'Etat. De violentes tempêtes hivernales ont entraîné un ralentissement de l'activité dans l'industrie; une reprise s'est toutefois amorcée en mars et en avril. En Corée, à Taiwan, à Hong Kong et à Singapour, le PIB a progressé en moyenne de 6,1% du premier trimestre de 2007 au trimestre correspondant de 2008. Toutefois, le refroidissement de la conjoncture dans les pays industrialisés, associé à l'augmentation persistante des prix de l'énergie et de l'alimentation, devrait laisser des traces dans le courant de l'année. Etant donné son fort dynamisme, la Chine ne devrait guère en pâtir. Selon certaines estimations, les répercussions sur la conjoncture du violent tremblement de terre ayant frappé la province chinoise du Sichuan en mai ont été minimales. Les prévisions consensuelles du mois de mai concernant la Chine font ainsi état d'une croissance de 10% pour 2008 et de 9,3% pour 2009.

Renchérissement élevé

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est maintenu, entre janvier et avril, à un niveau élevé à l'échelle mondiale et a même progressé en Europe et en Asie. Les prix de

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

l'énergie et de l'alimentation ont été une nouvelle fois les principaux moteurs de la hausse des prix. Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel n'a marqué qu'un léger recul, passant de 4,3% en janvier à 3,9% en avril. Alors que la forte augmentation des prix des denrées alimentaires avait attisé le renchérissement au premier trimestre de 2007, la contribution de l'énergie au renchérissement s'est réduite en raison d'un effet de base. En outre, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, a elle aussi fléchi (-0,2%) durant la même période pour s'inscrire à 2,3%. Cependant, la montée des anticipations inflationnistes indique clairement que les risques d'inflation sont toujours orientés à la hausse. Contrairement à l'évolution observée aux Etats-Unis, le renchérissement annuel dans la zone euro a continué de croître entre janvier et avril pour s'établir à 3,3%; en mars, il a atteint son plus haut niveau depuis 16 ans, soit 3,6%. L'inflation sous-jacente, par contre, s'est élevée à 1,6% après avoir marqué un léger recul. Les attentes inflationnistes au niveau des producteurs sont restées fortes. Au Japon, le renchérissement annuel n'a augmenté que de 0,1 point pour s'inscrire à 0,8% en avril. L'inflation sous-jacente est restée négative. Dans de nombreuses économies asiatiques, les taux de renchérissement ont toutefois enregistré une nette augmentation. En Chine, où l'inflation est attisée surtout par la flambée des prix de la viande de porc, le renchérissement annuel a atteint 8,5% en avril. En Corée, à Taiwan, à Hong Kong et à Singapour, le renchérissement a dépassé 4% en moyenne.

Politique monétaire – Evolutions divergentes

Depuis l'intervention, à la mi-mars, de la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) en vue d'éviter l'effondrement de la banque d'investissement Bear Stearns, la situation sur les marchés financiers internationaux s'est sensiblement améliorée dans de nombreux domaines. Sur la plupart des marchés, la volatilité a nettement reculé. La tension sur les marchés monétaires s'est elle aussi relâchée quelque peu. Le renforcement des mesures prises par diverses banques centrales pour augmenter les liquidités sur le marché interbancaire explique certainement en grande partie cette évolution. Par ailleurs, la Réserve fédérale a encore assoupli sa politique monétaire.

La banque centrale américaine, qui avait déjà abaissé son taux directeur de 125 points de base en janvier, a, depuis, réduit une nouvelle fois le taux cible de 100 points de base au total, le ramenant à 2%. La Banque centrale européenne a en revanche annoncé, en juin, qu'elle était en état d'alerte accrue étant donné la montée du risque inflationniste. Elle a certes laissé inchangé à 4% le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, mais a laissé entendre qu'un relèvement des taux au mois de juillet n'était pas exclu. La banque centrale du Japon a mis l'accent sur les risques pesant sur la conjoncture et laissé son taux de l'argent au jour le jour inchangé à 0,5%. Quant à la banque centrale de Chine, elle a continué à resserrer sa politique monétaire, relevant son taux des réserves minimales de 1,5 point au total et le fixant à 16,5%.

Prévisions consensuelles

Tableau 1.1

	Croissance économique ¹				Renchérissement ²			
	Février		Mai		Février		Mai	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Etats-Unis	1,6	2,6	1,3	1,9	2,9	2,0	3,8	2,4
Japon	1,4	1,9	1,3	1,6	0,5	0,5	0,8	0,5
Zone euro	1,6	1,9	1,5	1,6	2,5	2,0	3,1	2,1
Allemagne	1,7	1,9	1,7	1,5	2,1	1,7	2,6	1,9
France	1,6	1,9	1,5	1,7	2,2	1,8	2,7	1,9
Italie	1,0	1,4	0,6	1,0	2,5	2,0	3,0	2,3
Royaume-Uni	1,7	2,0	1,7	1,6	2,4	2,0	2,7	2,2
Suisse	2,0	1,9	2,2	1,7	1,6	1,3	1,9	1,2

1 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente

2 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente

Source: prévisions consensuelles de février et de mai 2008. Ces prévisions reposent sur une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; l'enquête porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix et d'autres variables économiques. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

2 Evolution économique en Suisse

2.1 Evolution du PIB et perspectives

Net ralentissement de la croissance

Conformément aux attentes, l'économie suisse s'est fortement ralentie durant les premiers mois de l'année. Selon les estimations du SECO, le PIB réel a augmenté de 1,3% du quatrième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2008, après avoir progressé de 3,8% du troisième au quatrième trimestre de 2007. Ce ralentissement a reflété surtout les répercussions de la crise sur les marchés financiers internationaux. Ainsi, la valeur ajoutée créée par les banques a chuté de 11,5% au premier trimestre, alors qu'elle avait encore fortement augmenté au cours des trois derniers mois de 2007. Cette baisse s'explique par une diminution considérable des transactions sur les marchés financiers et par le repli des commissions bancaires. Le léger recul de la valeur ajoutée de l'industrie a lui aussi contribué négativement à la croissance du PIB. Cela ressort également de la statistique de l'OFS sur la production, qui indique une baisse de la production industrielle au premier trimestre. Dans les secteurs axés sur le marché intérieur – commerce, hôtellerie, restauration et hébergement, transports et communication –, la croissance est en revanche restée vigoureuse.

Le recul des investissements en constructions et la contribution fortement négative des stocks ont freiné la demande. La consommation – privée et publique – a en revanche continué à augmenter for-

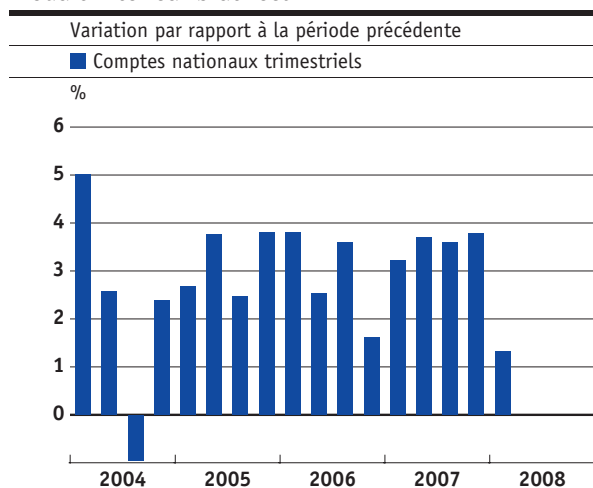
tement, et la progression des investissements en biens d'équipement s'est même accélérée. Le commerce extérieur a lui aussi apporté une contribution positive à la croissance. L'affaiblissement de la demande étrangère et la revalorisation du franc ont entraîné une baisse des exportations, qui a toutefois été sensiblement moins importante que celle des importations.

Croissance toujours modérée en perspective

Pour les prochains trimestres, la Banque nationale continue de tabler sur une faible croissance économique. D'un côté, les incertitudes sur les marchés financiers vont réduire la contribution du secteur bancaire – dont l'importance est considérable – à la croissance, tandis que la conjoncture modérée en Europe et aux Etats-Unis ralentira la demande étrangère. De l'autre, les exportateurs suisses bénéficieront des effets de la hausse des revenus dans plusieurs pays émergents ainsi que dans les pays exportateurs de pétrole. L'affaiblissement qui a été observé dans l'industrie manufacturière ne devrait donc plus s'aggraver de manière considérable. Alors que les indicateurs ont suivi pendant plusieurs mois une tendance négative, les résultats des enquêtes les plus récentes donnent de premiers signes, prudents, d'une stabilisation. Si des hausses de prix inopinées n'entraînent pas une diminution du pouvoir d'achat, l'évolution favorable de l'emploi et des revenus devrait soutenir la demande intérieure.

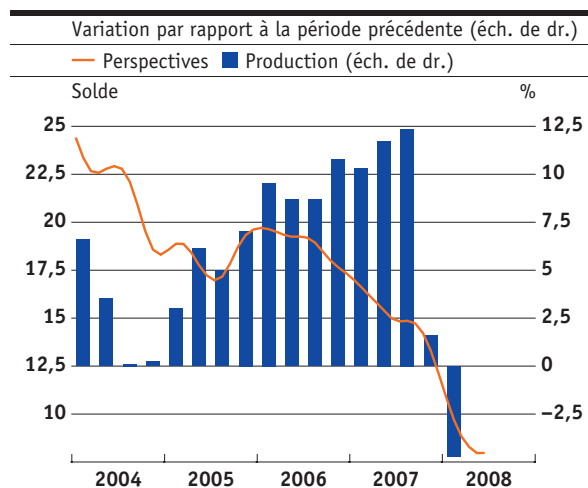
Cette appréciation se fonde sur les entretiens que les délégués de la BNS ont menés, entre mars et mai, avec quelque 190 représentants de divers sec-

Graphique 2.1
Produit intérieur brut réel



Source: SECO

Graphique 2.2
Production industrielle



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

PIB réel et composantes

Tableau 2.1

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

	2004	2005	2006	2007	2006			2007				2008
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Consommation privée	1,6	1,8	1,5	2,1	2,6	-0,5	1,4	3,1	2,3	3,1	1,1	1,6
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,8	0,5	-1,4	0,1	-6,3	4,6	1,8	-0,5	0,6	-2,8	-0,2	0,8
Formation de capital fixe	4,5	3,8	4,1	2,7	4,3	2,9	6,0	0,7	12,1	-10,7	1,8	4,8
Construction	3,9	3,5	-1,4	-2,9	-0,0	0,4	2,9	-0,6	-14,4	-5,8	7,2	-2,4
Biens d'équipement	5,0	4,0	8,9	7,2	7,9	4,9	8,5	1,8	37,2	-14,0	-2,0	10,5
Demande intérieure finale	2,1	2,1	1,7	2,0	1,8	0,9	2,5	2,1	4,3	-1,0	1,1	2,2
Demande intérieure	1,9	1,8	1,4	0,3	4,9	-4,2	4,6	-4,8	3,3	-1,1	8,4	-6,9
Exportations totales	7,9	7,3	9,9	9,9	-1,3	11,9	18,6	12,2	4,2	9,6	0,2	3,0
Biens	7,3	5,8	11,1	8,4	-1,0	14,2	18,0	12,4	-1,0	8,3	-4,0	3,9
Hors MPPAA ¹	7,3	6,5	11,3	8,4	7,8	6,6	18,5	9,2	4,1	7,5	-2,9	-2,7
Services	9,7	11,2	6,8	13,7	-2,1	6,2	20,4	11,7	19,2	12,8	11,6	0,9
Demande globale	3,8	3,6	4,3	3,7	2,6	1,3	9,6	1,3	3,6	2,9	5,2	-3,2
Importations totales	7,3	6,7	6,9	5,2	2,9	-3,8	30,0	-3,1	3,5	1,3	8,2	-12,3
Biens	5,8	5,6	7,8	4,6	1,9	-8,7	40,6	-5,5	2,9	-2,2	6,4	-9,9
Hors MPPAA ¹	5,9	5,3	7,4	6,4	0,7	-5,6	29,8	6,7	0,9	-0,5	5,3	-9,7
Services	14,7	11,6	2,7	8,0	7,5	22,1	-9,6	9,8	6,3	19,4	17,0	-22,3
PIB	2,5	2,4	3,2	3,1	2,5	3,6	1,6	3,2	3,7	3,6	3,8	1,3

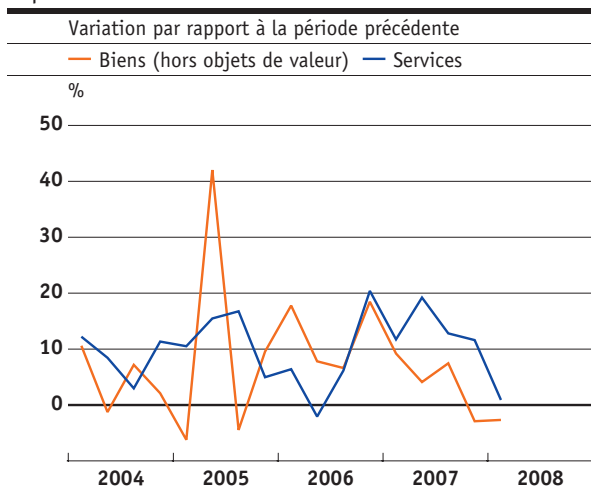
1 MPPAA: métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités
Source: SECO

teurs économiques et branches. Dans l'ensemble, les interlocuteurs des délégués de la BNS ont estimé que la marche des affaires restait bonne, notamment dans le commerce de détail et dans d'autres branches axées sur la consommation, telles que la restauration et l'hébergement. Dans l'industrie d'exportation, l'appréciation de la marche des affaires et des perspectives s'est cependant avérée plus hétérogène que lors des derniers entretiens. La plupart des interlocuteurs ont en outre évoqué un ralentissement de la marche des affaires, notamment dans les banques, qui subissent de plein fouet la morosité des bourses.

Les interlocuteurs tablaient en majorité sur un nouveau ralentissement de l'évolution des chiffres d'affaires pour le second semestre de 2008. Outre les incertitudes quant aux répercussions des turbulences sur les marchés financiers, les hausses massives des prix des produits agricoles, de l'énergie et des matières premières industrielles ainsi que le fort recul du cours du dollar alourdissent le climat. En dépit de l'insécurité globalement croissante, les entreprises ont, pour la plupart, respecté leurs plans d'investissement, et certaines ont même prévu d'augmenter encore leurs effectifs.

Pour l'année 2008, la BNS table toujours sur une progression du PIB réel comprise entre 1,5% et 2%. Ce scénario repose sur un recul progressif du taux d'utilisation, actuellement élevé, des facteurs de production.

Graphique 2.3
Exportations



Source: SECO

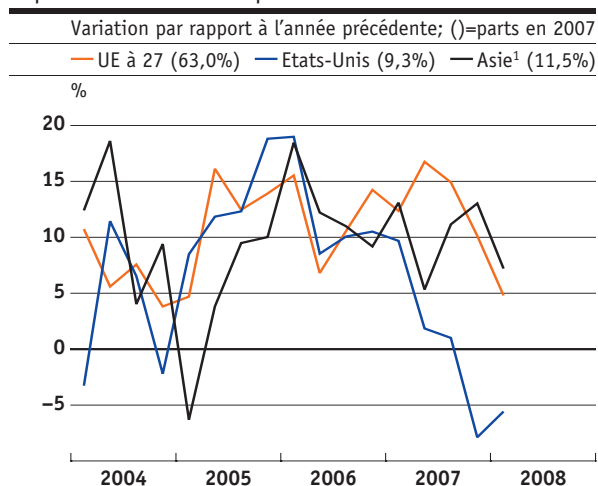
2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Première baisse des exportations depuis 2006

Au premier trimestre, la faible croissance de l'économie mondiale et la revalorisation du franc ont pesé sur les exportations, en volume, de sorte que celles-ci se sont repliées pour la première fois depuis près de deux ans. Alors que les exportations de biens ont reculé pour la deuxième fois consécutive, la croissance des exportations de services s'est nettement ralentie. Le fait que le mois de mars ait compté moins de jours ouvrables qu'en 2007 a non seulement pesé davantage sur l'évolution des exportations, mais aussi entraîné un net recul du taux de croissance en comparaison annuelle. Celui-ci a en effet passé de 7,1% au premier trimestre de 2007 à 3,4% au trimestre correspondant de 2008.

Du côté des biens (hors objets de valeur), les exportations de produits semi-finis ont enregistré une hausse modérée, qui a été toutefois largement contrebalancée par la contraction des exportations de biens d'équipement et de biens de consommation. La répartition géographique montre une demande étrangère évoluant de manière inégale selon les régions. Les exportations vers les Etats membres de l'UE ont diminué, et celles à destination des Etats d'Asie du Sud-Est, légèrement fléchi. En revanche, les exportations vers les pays exportateurs de pétrole et la Chine ont repris leur progression. Les livraisons de biens au Japon et aux Etats-Unis ont marqué une nouvelle accélération; dans ce dernier pays, il s'agissait presque exclusivement de biens d'équipement.

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie
Source: Administration fédérale des douanes (AFD)

Les exportations de services ont perdu beaucoup de leur vigueur au premier trimestre. Comme à la période précédente, les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère ont régressé. Par ailleurs, les recettes tirées du commerce de transit ainsi que des licences et brevets ont reculé. Favorisées par de bonnes conditions climatiques, les recettes provenant du tourisme ont, quant à elles, poursuivi leur progression.

Net recul des importations

Après trois années caractérisées par une évolution presque toujours positive, les importations ont fortement reculé en volume, au premier trimestre, pour s'inscrire à un niveau légèrement inférieur à celui du trimestre correspondant de l'année précédente (-0,3%). La baisse sensible des achats à l'étranger concerne tant les biens que les services. Pour ce qui est des importations de services, les dépenses dans le domaine des licences et des brevets, notamment, ont fortement diminué. Dans le tourisme, en revanche, les dépenses, qui se sont maintenues au niveau élevé du quatrième trimestre de 2007, ont joué un rôle de soutien.

Le repli des importations de biens en volume (hors objets de valeur) a contrasté avec la forte demande intérieure au premier trimestre. Les importations d'avions, en net recul, peuvent expliquer en partie cette évolution notoirement erratique. Par ailleurs, la faiblesse des importations de biens de consommation non durables – qui jouent un rôle prépondérant – s'est poursuivie dans le secteur pharmaceutique.

Au début du deuxième trimestre, les échanges de biens ont retrouvé de la vigueur. Ainsi, les expor-

tations totales de biens ont connu, en avril, une nouvelle accélération. Les principales impulsions sont venues des produits semi-finis et des biens de consommation. Grâce à la forte demande intérieure, les importations ont elles aussi retrouvé de la vigueur sur un large front.

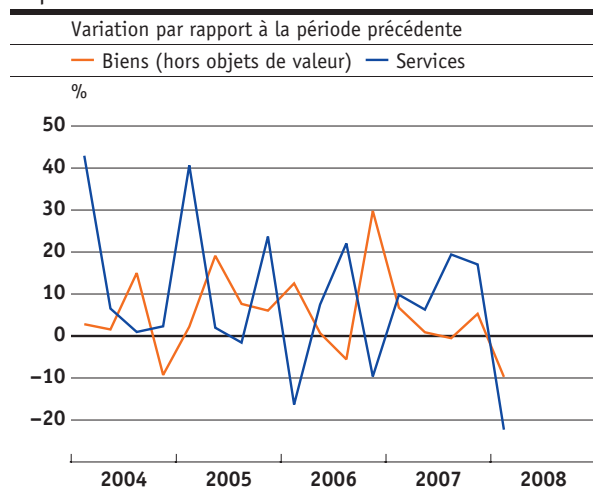
Croissance de la consommation stimulante bien que modeste

Au premier trimestre, la consommation privée est restée un soutien de la croissance. En taux annualisé, l'augmentation des dépenses de consommation s'est inscrite à 1,6%. Elle était ainsi toujours nettement inférieure à la croissance moyenne enregistrée en 2007 (2,4%).

La consommation de biens a progressé à un rythme plus lent. Dans le commerce de détail, la tendance à la hausse des chiffres d'affaires a pris fin au premier trimestre. Les dépenses en denrées alimentaires ont continué à augmenter, du fait notamment que Pâques a eu lieu en mars cette année. Dans le même temps, la demande de biens durables s'est sensiblement affaiblie, comme en témoignent l'augmentation moins forte des nouvelles immatriculations de voitures et le recul des importations de biens durables. Dans le tourisme, la demande de la clientèle suisse est restée excellente. La forte progression du nombre de nuitées d'hôtes suisses s'est poursuivie au premier trimestre.

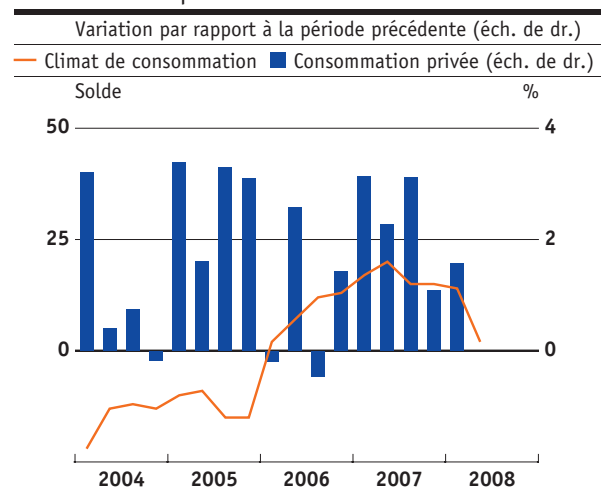
Les dépenses de consommation ont démarré frileusement au début de l'année, sur fond de baisse de confiance des consommateurs. L'indice synthétique du climat de consommation relevé par le SECO a atteint en avril +2 points, soit une valeur nette-

Graphique 2.5
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6
Consommation privée



Source: SECO

ment inférieure à celle qui avait été enregistrée lors de l'enquête préliminaire de janvier (+14 points). Deux facteurs ont pesé sur le moral des ménages. Le premier facteur réside dans les turbulences qui ont agité les marchés financiers internationaux, entraînant une révision à la baisse de l'appréciation de la situation économique globale en Suisse. Quant au second facteur, il est constitué par le renchérissement étonnamment fort des derniers mois, qui a influé négativement sur l'évaluation du pouvoir d'achat réel des consommateurs.

Les ménages restent en revanche optimistes quant à l'évolution des revenus réels, ce qui concorde avec l'estimation de la BNS, selon laquelle les revenus réels des salariés devraient augmenter de 2,9% cette année (2007: +4,4%). La croissance des salaires réels (composantes variables de la rémunération incluses), comme celle de l'emploi, devrait rester nettement positive.

Investissements en constructions toujours en baisse

Après s'être repliés de 2,9% en 2007, les investissements en constructions ont continué à reculer au premier trimestre de 2008. La croissance s'est établie à -4,2% par rapport au premier trimestre de 2007 et à -2,9% par rapport au quatrième trimestre de 2007. Ce nouveau fléchissement est, une fois encore, exclusivement imputable au recul de la construction de logements. Cette évolution se reflète dans la réduction du nombre de logements en construction. Les résultats de l'enquête trimestrielle de la Société Suisse des Entrepreneurs (SSE) indiquent cependant que la construction de bâtiments

destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a poursuivi sa progression. En outre, le génie civil a enregistré une croissance vigoureuse.

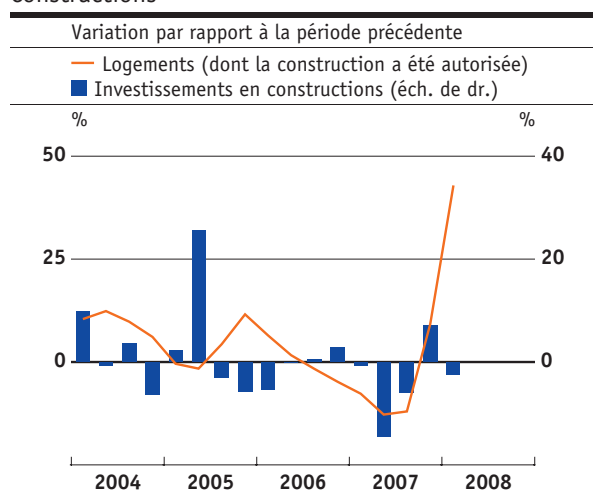
Le recul observé actuellement dans la construction de logements s'était amorcé dès le printemps de 2006, en raison de la réduction nette et continue du nombre de permis de construire. En 2007, celui-ci avait baissé de presque 10%. Cette tendance s'est interrompue au premier trimestre, et le nombre de permis a crû fortement. Au cours des prochains trimestres, le nombre plus élevé de permis de construire devrait entraîner un affaiblissement progressif de la tendance à la baisse des investissements dans la construction de logements.

Regain de vigueur passager des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont progressé vigoureusement au premier trimestre. La croissance, qui s'est établie à 10,5%, n'a toutefois pas reposé sur une large assise. Sa forte augmentation a résulté principalement du dynamisme des investissements dans les instruments de précision. Les investissements sont par contre restés plus ou moins stables dans les machines, alors qu'ils ont reculé dans les produits et services informatiques.

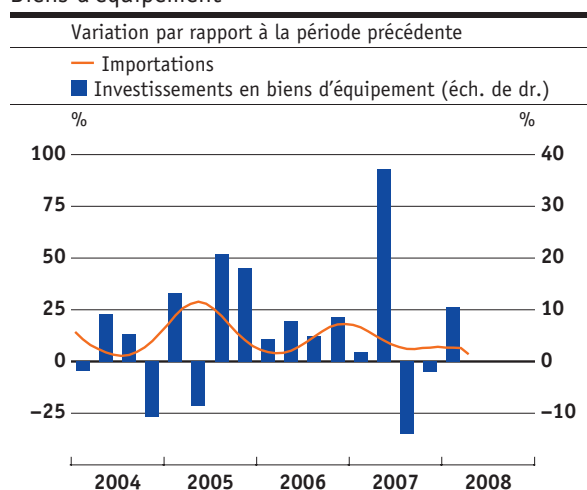
Le taux d'utilisation des capacités techniques de l'économie suisse est en légère baisse depuis l'hiver 2007/2008, mais se maintient à un niveau élevé. Au cours des prochains trimestres, le taux d'utilisation des capacités de production devrait diminuer davantage sous l'effet du fléchissement de la croissance économique. Les investissements en biens d'équipement augmenteront donc plus lentement.

Graphique 2.7
Constructions



Sources: OFS, SECO

Graphique 2.8
Biens d'équipement



Sources: AFD, SECO

2.3 Emploi et marché du travail

Progression toujours forte de l'emploi

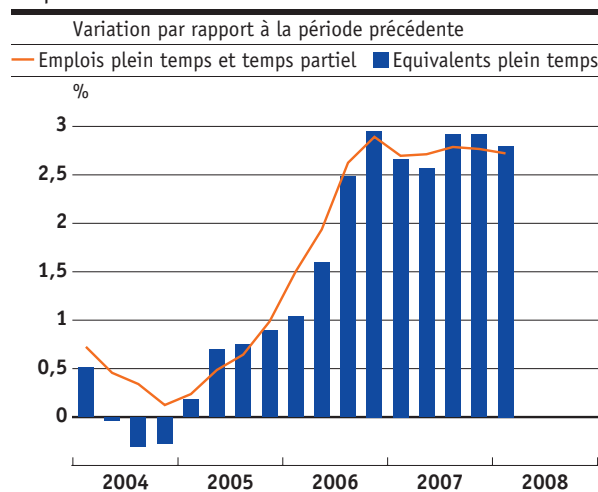
Au cours des derniers mois, le marché du travail a continué à évoluer avec dynamisme. Le nombre d'emplois a augmenté de 2,7% par rapport à la période précédente et de 2,8% en comparaison annuelle. En équivalents plein temps, le volume de travail a crû de 2,8%, après avoir marqué une hausse de 2,9% à la période précédente. La plus forte progression de l'emploi (4,3%) a été observée dans l'industrie. L'augmentation des effectifs a été particulièrement marquée dans l'horlogerie et les instruments de précision. Dans les services, l'emploi a gagné 2,4%. Les assurances (5%), l'informatique (4,7%), le secteur public (3,8%) et le commerce de gros (2%) ont été les principaux moteurs de la croissance. De nouveaux postes de travail ont été créés dans les établissements de crédit (1,5%) malgré la baisse, déjà évoquée, de la valeur ajoutée dans ce secteur.

Depuis trois ans, l'emploi évolue avec dynamisme (voir graphique 2.9). Entre le premier trimestre de 2005 et le premier trimestre de 2008, il a crû en moyenne de 1,9%, après avoir stagné entre 1991 et 2004. Cette importante augmentation est due notamment à l'élargissement de l'offre de travail intervenu dans le sillage de la mise en œuvre des accords bilatéraux, qui facilite la recherche et le recrutement de nouveaux collaborateurs. Au premier trimestre, la main-d'œuvre étrangère a continué à progresser plus fortement que la main-d'œuvre suisse.

Au cours des prochains mois, l'emploi devrait évoluer à un rythme plus lent. Tous les indicateurs de la demande de main-d'œuvre restant à un niveau élevé, l'emploi devrait continuer à progresser vigoureusement à court terme. Mais les premiers signes d'un renversement de tendance se font sentir. L'indice des places vacantes établi par l'OFS a reculé quelque peu dans l'industrie et les services. Quant à l'indice des perspectives en matière d'emploi, il a lui aussi enregistré un léger repli.

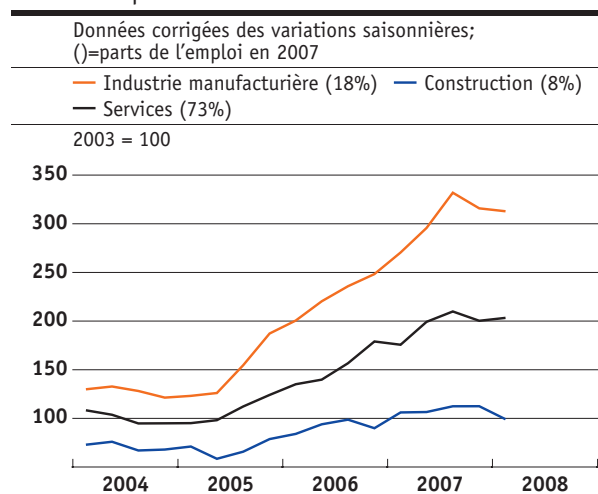
Graphique 2.9

Emploi



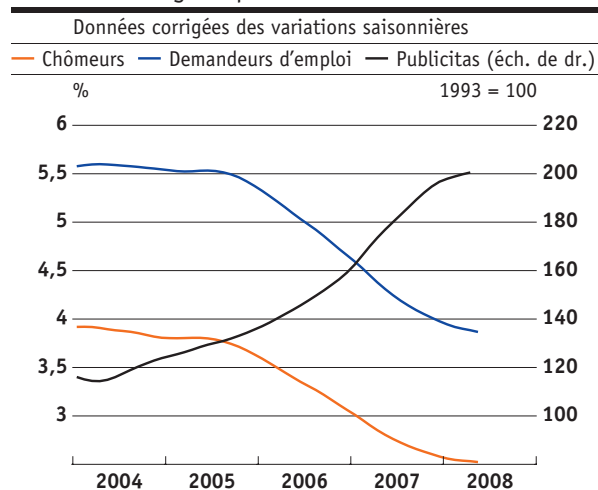
Graphique 2.10

Indice des places vacantes



Graphique 2.11

Taux de chômage et places vacantes



Graphiques 2.9 et 2.10:

Source: OFS

Graphique 2.11:

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

Sources: Publicitas, SECO

Stabilisation du chômage à un bas niveau

Après avoir constamment fléchi au cours des quatre dernières années, le nombre de chômeurs en données corrigées des variations saisonnières a cessé de reculer entre février et mai pour s'inscrire à 100 000 personnes. En mai, le taux de chômage s'est ainsi stabilisé à 2,5%. Le nombre de demandeurs d'emploi qui comprend, outre les chômeurs inscrits, les personnes prenant part à des programmes de formation et d'occupation ou percevant un gain intermédiaire, a légèrement reculé pour s'établir à 3,9% à fin mai.

Etant donné la forte croissance de l'emploi au cours des derniers trimestres, la stabilisation du chômage peut être interprétée comme un signe indiquant que le seuil de chômage incompressible est atteint. Les places vacantes concernent pour la plupart des postes de travail hautement qualifiés. Les entreprises confient par conséquent ces postes principalement à des personnes nouvellement arrivées sur le marché du travail (travailleurs immigrants ou salariés fraîchement formés).

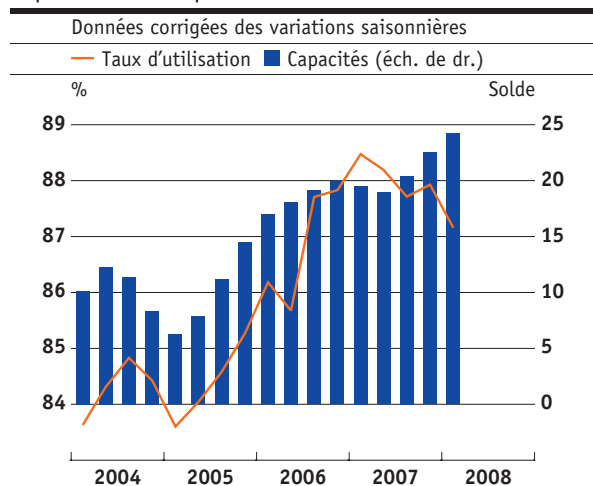
2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à pouvoir éviter une situation inflationniste ou déflationniste. En général, l'offre globale, déterminée par la disponibilité du capital et de la main-d'œuvre ainsi que par le progrès technique, croît de manière relativement constante à court terme. Les modifications de la demande s'expriment par conséquent dans les fluctuations du taux d'utilisation des capacités. Si le taux d'utilisation des capacités techniques et des effectifs excède son niveau normal, la demande est excédentaire et, par conséquent, les pressions inflationnistes s'accroissent. Inversement, une offre excédentaire indique un relâchement des pressions inflationnistes.

Nouvelle baisse du taux d'utilisation des capacités techniques

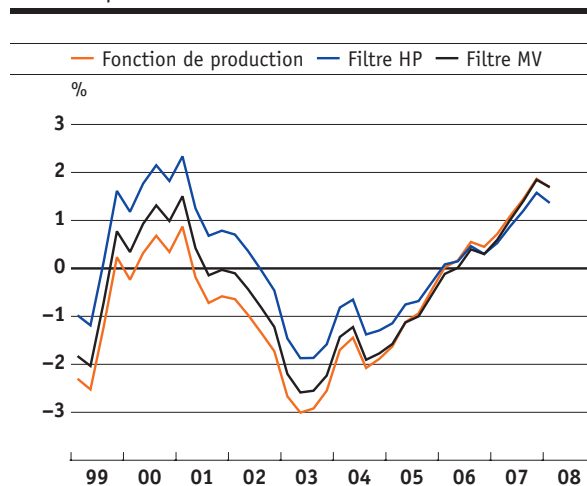
Selon les enquêtes que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) a menées, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie a diminué par rapport au trimestre précédent (graphique 2.12), mais s'inscrivait à 87,2%, soit à un niveau toujours supérieur à sa moyenne à long terme (84%). Le taux d'utilisation des capacités techniques, toujours élevé, incite les entreprises de l'industrie à investir fortement (graphique 2.12). Dans la construction, le taux d'utilisation des capacités ne s'est guère modifié par rapport au trimestre précédent, s'inscrivant toujours nettement au-des-

Graphique 2.12
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.13
Ecart de production



Source: BNS

sus de sa moyenne à long terme. La proportion d'entreprises de construction ayant annoncé des capacités techniques insuffisantes est restée à son niveau du trimestre précédent, après avoir reculé de manière ininterrompue pendant une année. Par rapport à la période précédente, le nombre des entreprises de l'industrie et de la construction ayant manqué de main-d'œuvre a diminué quelque peu. La même tendance a été observée dans le secteur des services. Dans le commerce de gros, les délais de livraison ont été de nouveau nettement réduits. Ils sont à présent proches de leur moyenne à long terme. En revanche, une pénurie d'installations techniques a été signalée dans la restauration et l'hébergement. Le taux d'occupation des chambres a atteint 66,5%, soit son plus haut niveau depuis 1990.

Recul de l'excédent de production

L'écart de production dans l'économie est un instrument plus complet qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et la production potentielle estimée. Le graphique 2.13 présente trois estimations de l'écart de production, qui ont été établies à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production [FP], filtre de Hodrick et Prescott [HP]

et filtre multivarié [MV]). Avec +1,3% au premier trimestre, le PIB réel a augmenté moins fortement que la production potentielle; aussi l'excédent de production a-t-il sensiblement diminué, quelle qu'ait été la méthode appliquée pour le calculer. Selon la FP et la MV, il était de 1,7%, et selon la HP, il s'inscrivait à 1,4%.

L'excédent de production découle essentiellement du degré d'utilisation des capacités techniques, supérieur à la moyenne. Le taux d'utilisation de l'offre de main-d'œuvre a, en revanche, retrouvé un niveau normal. La BNS estime que la croissance de la demande globale au cours des prochains trimestres restera inférieure à celle de la production potentielle, ce qui entraînera une nouvelle réduction de l'excédent de production. La progression du potentiel de production, qui est actuellement d'environ 2%, est toujours supérieure à la croissance tendancielle du PIB à long terme, laquelle s'est établie à près de 1,6% au cours des 25 dernières années. Cette évolution s'explique principalement par le fait que l'offre de main-d'œuvre croît actuellement à un rythme relativement élevé, en raison de l'arrivée de main-d'œuvre étrangère et de la hausse du taux de participation. Les investissements ayant augmenté vigoureusement, le stock de capital fixe a lui aussi progressé assez nettement.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2007		2008		2008			
		3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Février	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	0,7	0,6	1,7	2,5	2,4	2,6	2,3	2,9
Biens et services du pays	1,0	0,9	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,6
Biens	0,0	0,0	0,9	1,5	1,5	1,6	1,4	1,7
Services	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6
Services privés (hors loyers)	0,5	0,4	0,5	0,8	0,8	1,0	1,3	1,4
Loyers	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	2,3
Services publics	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
Biens et services de l'étranger	0,1	-0,0	3,2	5,6	5,3	6,0	4,5	6,0
Hors produits pétroliers	-0,4	0,1	0,3	1,9	1,8	2,3	1,7	2,0
Produits pétroliers	2,4	-0,8	17,1	25,0	23,3	25,0	18,6	26,9

Sources: BNS, OFS

2.5 Prix des biens

Fortes pressions des prix à la production et à l'importation

Entre janvier et avril, les pressions que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, sont restées fortes. Tandis que le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la production de biens d'origine suisse, a passé de 3,5% à 3,6%, le renchérissement annuel des biens importés a reculé de 0,5% pour s'inscrire à 3,6%. La baisse du renchérissement des biens importés reflète avant tout la revalorisation du franc sur les marchés des changes. Dans la répartition selon le type de biens, une hausse des prix plus forte a été enregistrée du côté des biens intermédiaires, des biens durables et non durables et des biens de consommation. Cependant, un relâchement des pressions exercées par les prix a été observé au niveau des biens d'équipement, des produits agricoles et des produits énergétiques. Toutefois, jusqu'à récemment, les taux annuels de renchérissement les plus élevés ont été enregistrés par les produits agricoles (6,4%) et les produits énergétiques (13,6%).

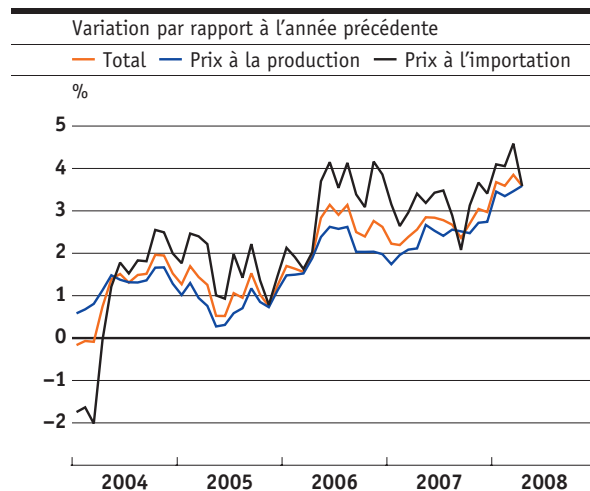
Nette accélération du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est accru, passant de 2,4% en février à 2,9% en mai. La plus forte accélération du taux de renchérissement a été enregistrée par les produits pétroliers (26,9% contre 23,3%); toutefois, les autres biens et services ont contribué eux aussi à l'inflation annuelle. Mesuré à l'indice des prix à la consommation sans les produits pétroliers, le renchérissement annuel a augmenté, dans la même période, de 0,3% pour s'inscrire à 1,7%.

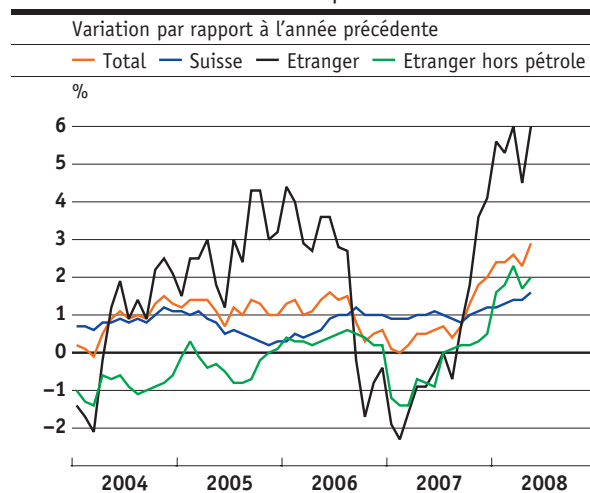
Pressions accrues des prix des marchandises et des services

Parmi les catégories de biens dont le renchérissement annuel s'est accéléré parfois sensiblement entre février et mai figurent les denrées alimentaires et les boissons non-alcoolisées, le logement et l'énergie, les produits d'équipement ménager et d'entretien courant, les loisirs et la culture ainsi que les hôtels et restaurants. En revanche, le renchérissement annuel des boissons alcoolisées et du tabac, de l'habillement et des chaussures ainsi que du trafic a enregistré une baisse

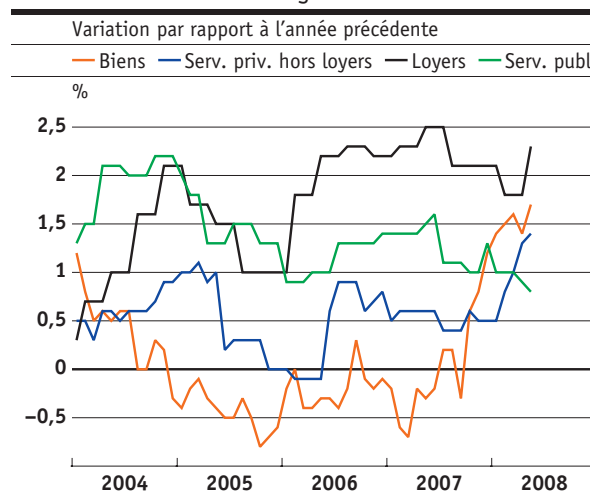
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: biens et services d'origine suisse



Graphique 2.14:
Source: OFS

Graphiques 2.15 et 2.16:
Sources: BNS, OFS

se. Le renchérissement annuel des services a passé de 1,2% en février à 1,6% en mai. Dans le même temps, le renchérissement annuel des marchandises a augmenté de 0,6% pour s'établir à 4,5%.

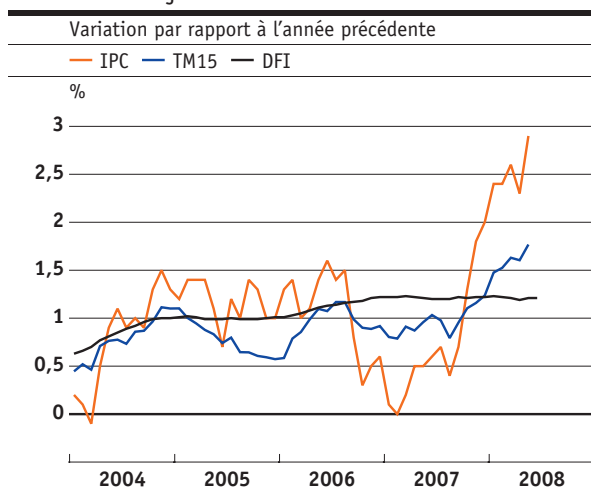
Hausse continue des taux d'inflation sous-jacente

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit des fluctuations à court terme qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance des prix. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente; tous deux sont représentés dans le graphique 2.17. Pour ce qui est de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans la *dynamic factor inflation* (DFI), on tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent,

dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (voir graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

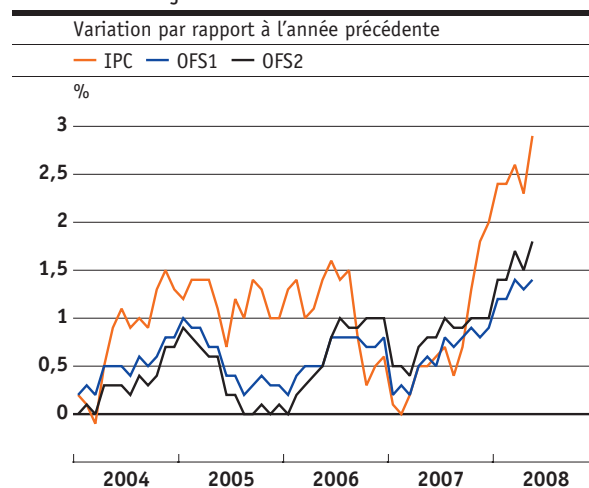
Le taux d'inflation sous-jacente calculé à l'aide de la moyenne tronquée a passé de 1,5% en février à 1,8% en mai, ce qui indique une tendance à la hausse des prix. Les calculs de l'OFS donnent des résultats semblables, puisqu'ils débouchent sur une accélération des inflations sous-jacentes 1 et 2, celles-ci passant respectivement de 1,2% à 1,5% et de 1,4% à 1,8%. En revanche, la *dynamic factor inflation*, qui est restée inchangée à 1,2%, laisse présager une évolution plutôt stable de la tendance de l'inflation. Au cours des derniers mois, les inflations sous-jacentes ont augmenté à des rythmes inférieurs à celui de l'inflation globale, ce qui montre la forte influence des composantes «énergie et carburants» et «denrées alimentaires» sur l'inflation mesurée à l'indice suisse des prix à la consommation.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: BNS, OFS

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

3 Evolution monétaire

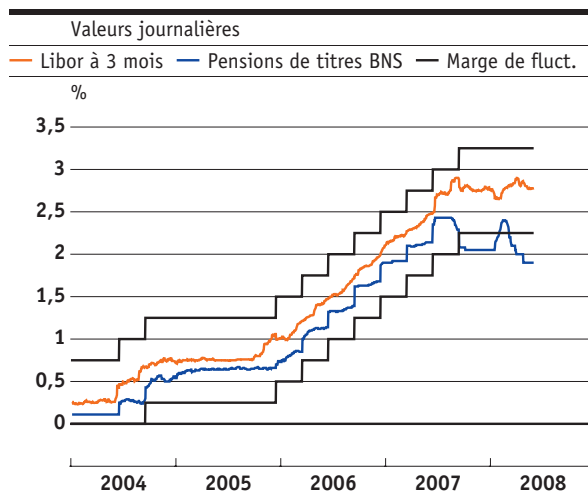
3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 13 mars 2008, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de continuer à viser la zone médiane de cette marge. Cette décision a été prise dans un contexte de ralentissement attendu de la croissance et de pressions inflationnistes certes importantes à court terme, mais faiblissant à moyen terme. La BNS a cependant signalé que son appréciation de la situation était entravée par des incertitudes plus grandes qu'à l'accoutumée.

Tout de suite après l'examen de la situation, le taux des pensions de titres à une semaine s'établissait à 2,1%. Lorsque le Libor à trois mois a eu tendance à s'orienter à la hausse, la BNS a graduellement baissé le taux des pensions de titres à une semaine, et ce à compter de mars 2008; à la mi-juin, ce dernier s'inscrivait à 1,9%. Ainsi, elle a pu conserver le Libor à trois mois autour de la zone médiane de la marge. A la fin du mois de mai, il était de 2,78%. Par la suite, il a progressé une nouvelle fois jusqu'à atteindre 2,92% à la mi-juin (voir graphique 3.1).

Peu avant l'appréciation de la situation du 13 mars, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la BCE, la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) et la BNS ont annoncé que les mesures mises en œuvre en décembre 2007 et en janvier 2008 et visant à réduire les tensions sur les marchés monétaires internationaux étaient reconduites du fait de la crise subie par le marché hypothécaire des Etats-Unis. Le 25 mars et le 22 avril, la BNS, en accord avec la Fed, a procédé à deux appels d'offres (dollars des Etats-Unis contre titres éligibles à la BNS) pour un montant de 6 milliards chacun. Les pensions de titres passées à ces dates ont été conclues pour une durée de 28 jours. Les contreparties de la Banque nationale ont ainsi pu accéder plus facilement à des liquidités en dollars des Etats-Unis. Le 2 mai, la Fed, la BCE et la BNS ont annoncé que les mesures prises en rapport avec les liquidités en dollars des Etats-Unis porteraient sur un montant plus élevé. A la suite de cette décision, la BNS a procédé

Graphique 3.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS, Reuters

aux nouveaux appels d'offres en dollars des Etats-Unis toutes les deux semaines et non plus comme avant une fois par mois seulement. Elle a de nouveau limité le montant de chaque appel d'offres à 6 milliards et conservé une durée de 28 jours pour les pensions de titres. Les appels d'offres suivants ont eu lieu les 6 mai, 20 mai, 3 juin et 17 juin. Chaque fois, le montant total des soumissions a été supérieur au montant total adjudgé.

Hausse attendue du Libor à trois mois

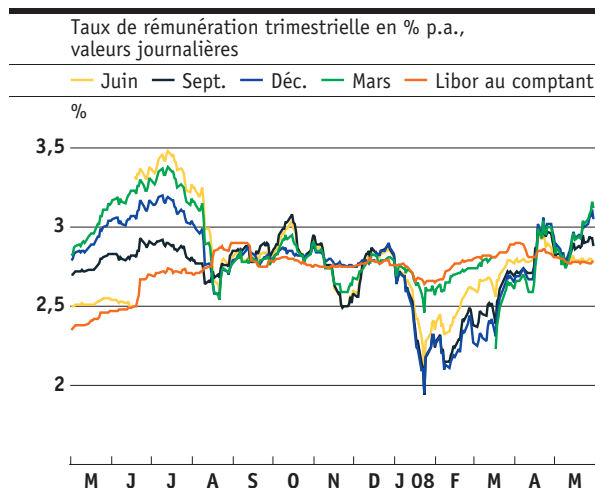
Selon les «Prévisions consensuelles», publiées régulièrement, les opérateurs sur les marchés tablaient, à la mi-mars, sur un maintien du Libor à trois mois à la fin mars de 2009. La moyenne des prévisions était de 2,7%. Les taux d'intérêt pour les futures échéant en septembre 2008, en décembre 2008 et en mars 2009 se situaient nettement au-dessous du taux au comptant du Libor à trois mois. Au cours des mois de mars et d'avril, ils l'ont sensiblement dépassé, ont rejoint son niveau pour une courte période, puis ont de nouveau fortement augmenté. A fin mai, ils s'inscrivaient à respectivement 2,88%, 3,05% et 3,12% (voir graphique 3.2). Une telle évolution signifie que les opérateurs sur les marchés prévoient, d'ici à la fin de l'année, un relèvement de la marge de fluctuation de 25 points de base.

Hausse de la courbe des taux dans son ensemble

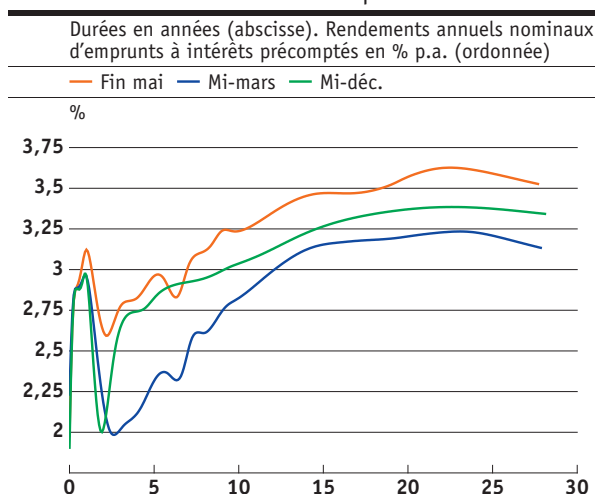
Les marchés des actions se sont redressés légèrement depuis mars. A l'inverse, ceux des obligations sont devenus quelque peu moins attractifs. La courbe des taux dans son ensemble s'est ainsi décalée vers le haut et aplaniée. Les rendements des obligations fédérales à deux ans et plus étaient nettement plus importants à fin mai qu'en mars (voir graphique 3.3). En moyenne du mois de mai, les rendements à cinq ans, à dix ans et à vingt ans se sont inscrits à respectivement 2,90%, 3,19% et 3,51%. La hausse de la courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est également reflétée dans celle des taux des prêts hypothécaires et d'épargne.

Dans l'hypothèse d'un marché des capitaux efficace, on peut estimer la qualité d'une entreprise à partir des rendements des emprunts qu'elle peut émettre sur le marché des capitaux. En général, lorsqu'une entreprise est de mauvaise qualité, les rendements de ses emprunts sont élevés. Ces derniers rémunèrent le risque que prennent les

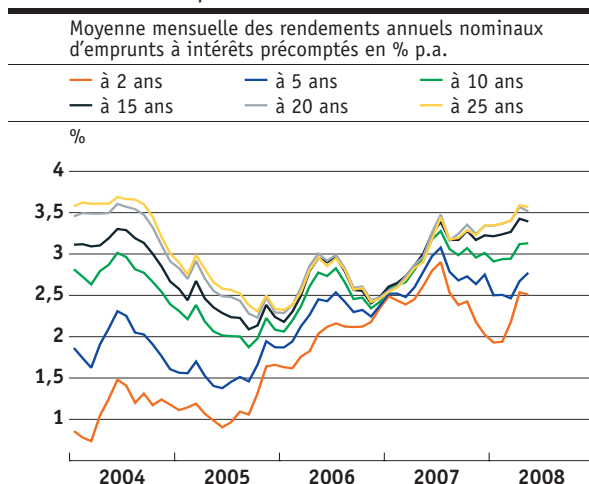
Graphique 3.2
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



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



Graphique 3.4
Rendements d'emprunts fédéraux



Graphique 3.2:
Sources: Bloomberg, BNS

Graphiques 3.3 et 3.4:
Source: BNS

investisseurs, qui acceptent d'envisager qu'avant l'échéance de l'emprunt, l'entreprise devienne insolvable ou fasse faillite. La prime pour le risque de crédit est traditionnellement calculée comme la différence entre le rendement de l'emprunt d'entreprise et celui d'une obligation fédérale. Le graphique 3.5 montre cet écart de rendement dans l'industrie pour des emprunts à cinq ans. Sont représentés des débiteurs de premier, de deuxième et de troisième ordres. Du fait des turbulences qui ont secoué les marchés financiers, les primes pour les risques de crédit ont sensiblement augmenté depuis juin 2007. Depuis l'appréciation de la situation de mars, elles sont cependant demeurées inchangées. Le risque qu'une entreprise ne puisse plus assurer le service de la dette sur ses emprunts est plus important dans une période d'affaiblissement de l'activité économique que dans une phase de reprise de la conjoncture. Le fait que les primes pour les risques de crédit soient relativement élevées est donc le signe d'un ralentissement de la croissance.

Écart d'intérêt – Extension par rapport à la zone euro sur le marché monétaire ...

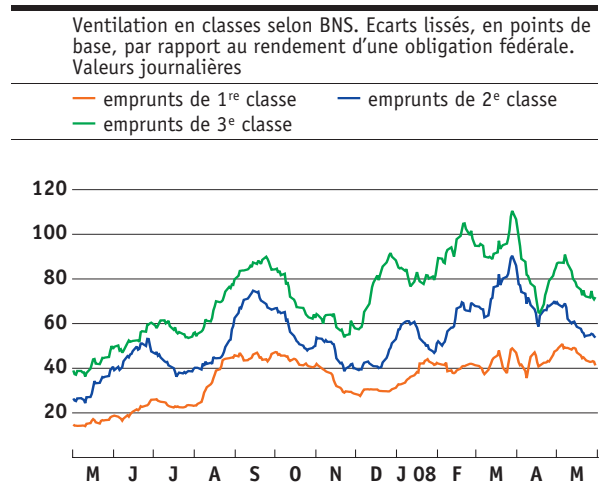
Depuis l'éclatement de la crise sur le marché hypothécaire américain, en été 2007, les taux d'intérêt à court terme sont restés pratiquement stables en Suisse. Entre la mi-juillet 2007 et la mi-mars 2008, les taux d'intérêt sur le marché monétaire ont baissé de 2,6 points aux Etats-Unis et augmenté de 0,4 point dans la zone euro (voir graphique 3.6). A cause de la persistance de la crise sur le marché hypothécaire, la Fed a réduit son taux directeur de 100 points de base supplémentaires. En deux étapes, le 19 mars et le 30 avril, elle l'a ainsi porté à 2%. Malgré ces mesures, le Libor pour dépôts en dollars n'a évolué que faiblement. L'écart entre placements en francs et placements en dollars ne s'est donc quasiment plus modifié et affichait 11 points de base à la mi-juin. Depuis le milieu de l'année 2007, la BCE n'a plus changé son taux directeur. Le taux d'intérêt des dépôts à trois mois en euros a tout de même augmenté, de sorte que l'écart entre les taux des dépôts en euros et ceux en francs a passé de 181 points de base à la mi-mars à 204 points de base trois mois plus tard.

... et sur le marché des capitaux

Comme en Suisse, l'attrait des obligations d'Etat exemptes de risques s'est de nouveau réduit quelque peu à l'étranger (voir graphique 3.7). Le

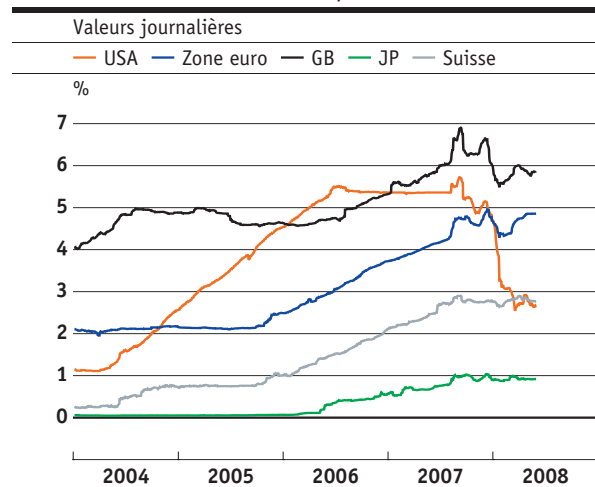
Graphique 3.5

Écarts de rendements d'emprunts industriels à 5 ans



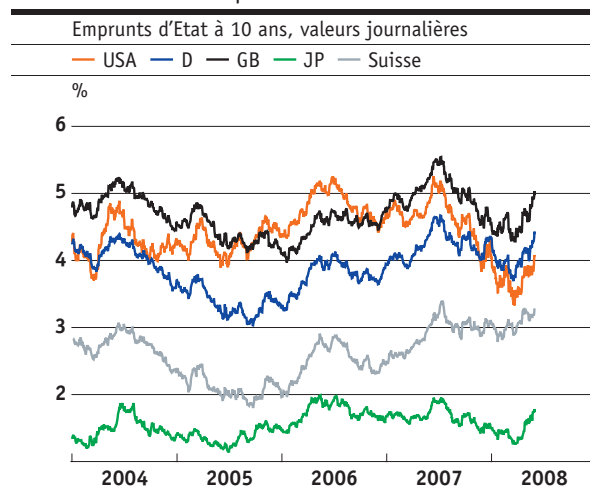
Graphique 3.6

Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Graphique 3.7

Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.5:
Source: BNS

Graphique 3.6:
Sources: BNS, Reuters

Graphique 3.7:
Sources: BNS, Thomson Datastream

rendement des obligations à dix ans du Trésor américain s'est accru, passant d'une moyenne de 3,51% en mars à une moyenne de 3,88% en mai. L'écart de rendement entre les obligations d'Etat suisses et américaines s'est renforcé légèrement sur cette même période. En mai, il s'est inscrit à 0,69 point. Quant au rendement des obligations de la République fédérale d'Allemagne, il a progressé dans une mesure un peu plus marquée et s'est établi à 4,21%. L'écart de rendement avec les obligations de la Confédération suisse a ainsi augmenté nettement et passé de 0,73 point en mars à 1,02 point en mai.

Net recul du taux d'intérêt réel à court terme

Le graphique 3.8 présente l'évolution du taux d'intérêt réel à trois mois. Celui-ci correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à trois mois et la hausse des prix à la consommation attendue sur cette période, hausse correspondant à la moyenne des anticipations inflationnistes de divers instituts conjoncturels («Prévisions consensuelles», mai 2008)¹. Avec 0,5% au premier trimestre de

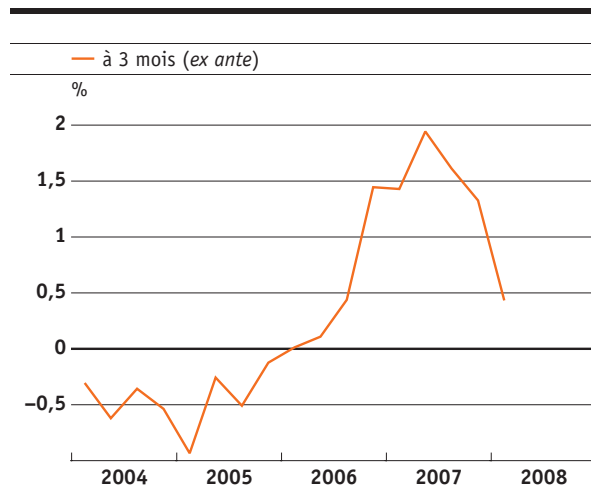
2008, le taux d'intérêt réel ainsi mesuré a révélé un niveau considérablement inférieur à celui qu'il avait enregistré au trimestre précédent. Cette évolution découle de l'augmentation des anticipations inflationnistes due majoritairement à la hausse du prix du pétrole.

Le taux d'intérêt réel à court terme est un important facteur déterminant du comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc capital pour le développement futur de la conjoncture. Son niveau actuellement bas en fait un stimulant pour l'économie.

Les anticipations inflationnistes élevées confirment l'enquête que le SECO a menée en avril auprès des ménages (voir graphique 3.9). Pour la cinquième fois consécutive, on constate une progression de la part des personnes interrogées qui s'attendent à une augmentation des prix. Tandis que, au début de 2007, un ménage interrogé sur deux tablait sur une hausse des prix dans les douze mois, ils sont désormais deux sur trois.

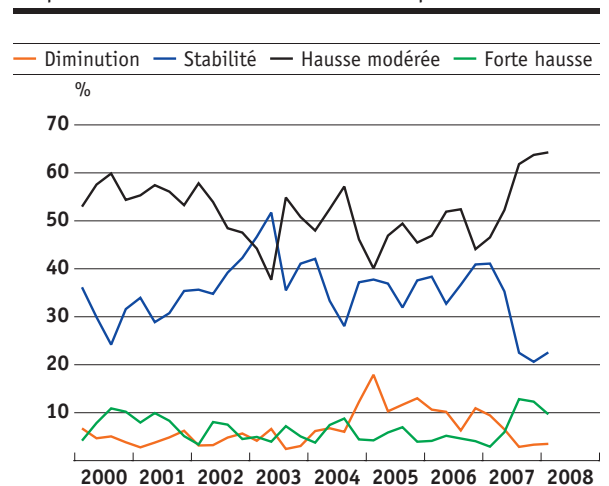
1 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.8
Taux d'intérêt réel estimé



Source: BNS

Graphique 3.9
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS, SECO

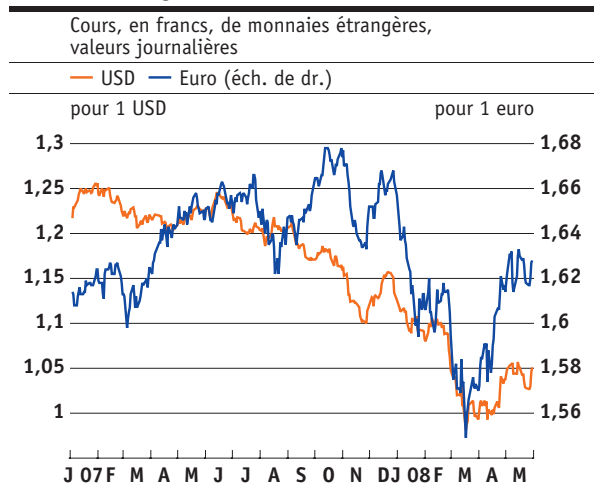
3.2 Cours de change

Affaiblissement global du franc

L'évolution sur les marchés des changes a été marquée par de considérables fluctuations du franc suisse. Quatre jours après l'appréciation de la situation du 13 mars, le franc suisse a atteint un sommet historique par rapport au dollar des Etats-Unis. Une unité de la monnaie américaine s'échangeait contre 0,98 francs suisses le 17 mars. Le franc s'est également apprécié vis-à-vis de l'euro. Pendant un temps, celui-ci a été négocié à 1,55 franc, à nouveau le même niveau qu'au début de 2006. Ce renforcement du franc suisse est allé de pair avec un recul de l'évolution des cours sur les marchés des actions. Après que la plupart des marchés des actions se sont redressés à la suite de la baisse des taux de la Fed, le franc suisse s'est déprécié face à l'euro et au dollar des Etats-Unis. Entre la mi-mars et la mi-juin, il a perdu en fin de compte 2,5% par rapport à l'euro et 3% par rapport au dollar des Etats-Unis. A la mi-juin, le rapport était de 1,61 CHF/EUR et de 1,04 CHF/USD. Sur la même période, la relation de change entre le dollar et l'euro a fluctué dans une moindre mesure. Dans un premier temps, l'euro s'est revalorisé face au dollar, avant de se déprécier à nouveau. A la mi-juin, il a ainsi pratiquement retrouvé le niveau qu'il avait précédemment, à savoir 1,55 USD/EUR.

Le franc suisse s'est donc déprécié face à l'euro. A la mi-juin, il a retrouvé son niveau du début de l'année, un niveau nettement inférieur à sa moyenne à long terme depuis 1999 (1,55 CHF/EUR). Si le franc stagne à son niveau actuel ou baisse encore, la pression à la hausse sur les prix des biens importés devrait se maintenir. Cependant, le franc suisse reste fort face au dollar des Etats-Unis. Après que le rapport CHF/USD a conservé une relative stabilité dans les années 2004 à 2007, la monnaie suisse s'est appréciée à un rythme toujours plus rapide jusqu'en mars 2008. La faiblesse du dollar traduit le net recul des perspectives de croissance aux Etats-Unis, le resserrement de l'écart d'intérêt et une position extérieure nette américaine largement négative.

Graphique 3.10
Cours de change



Source: BNS

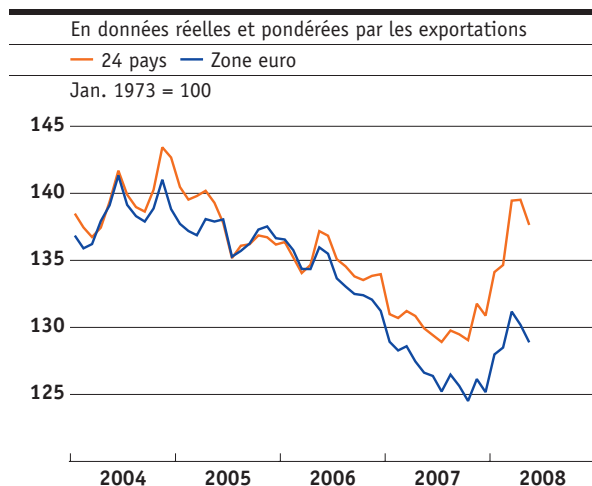
Dépréciation réelle du franc

Les récentes fluctuations des cours de change nominaux se reflètent également dans l'évolution de la valeur extérieure réelle du franc suisse en données pondérées par les exportations et corrigées des écarts dans l'évolution des prix entre les zones monétaires. Dans l'indice global (vis-à-vis des monnaies de nos 24 principaux partenaires commerciaux), la part de la zone euro dans les exportations suisses s'élève à environ 65%, tandis que celle des Etats-Unis est de 15%. L'Asie, c'est-à-dire une région dans laquelle de nombreuses monnaies sont couplées au dollar, absorbe environ 10% des exportations suisses. Entre mars et mai 2008, le franc s'est déprécié aussi bien par rapport à la zone euro que vis-à-vis des monnaies de nos 24 principaux partenaires commerciaux, et ce de respectivement 2% et 1,7% en valeurs réelles. Depuis la fin de 2007, il avait pourtant regagné du terrain (voir graphique 3.11).

Assouplissement des conditions monétaires

La claire dépréciation du franc suisse depuis le dernier examen de la situation et liée à des taux à court terme pratiquement stables a engendré un net assouplissement des conditions monétaires (voir l'indice des conditions monétaires (ICM), graphique 3.12). Cet indice, qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Il est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice est dans la zone positive (dans la zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27, «Indice des conditions monétaires (ICM)»). A fin mai, il s'établissait à -123 points de base.

Graphique 3.11
Valeur extérieure du franc



Source: BNS

Graphique 3.12
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS

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

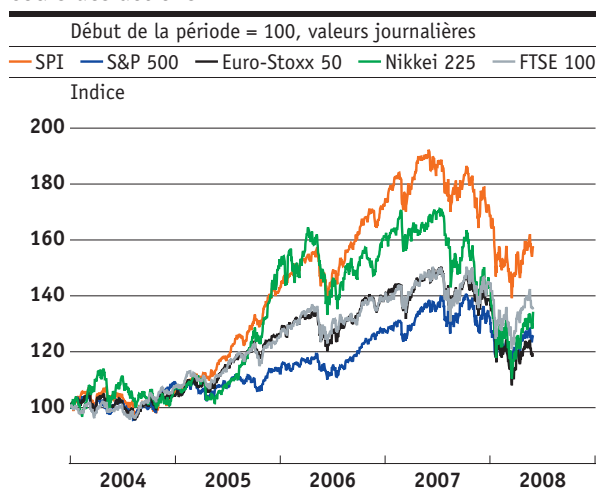
Les actions, les matières premières et les biens immobiliers sont des placements. Pour l'analyse de la situation économique, leurs prix revêtent de l'importance, avant tout pour deux raisons. D'abord, une adaptation de ces prix entraîne des modifications de la valeur du patrimoine des entreprises et des ménages. Il en découle des effets sur la solvabilité des débiteurs et sur le comportement en matière de consommation et d'investissement. En outre, les modifications des anticipations inflationnistes engendrent une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les variations de prix de ces placements permettent à leur tour de tirer des conclusions en matière d'anticipations inflationnistes. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième raison. Elles entrent dans le processus de production de nombre de biens, en tant que facteur de coût et, partant, exercent une pression sur le niveau général des prix.

Redressement des marchés des actions et persistance de la volatilité

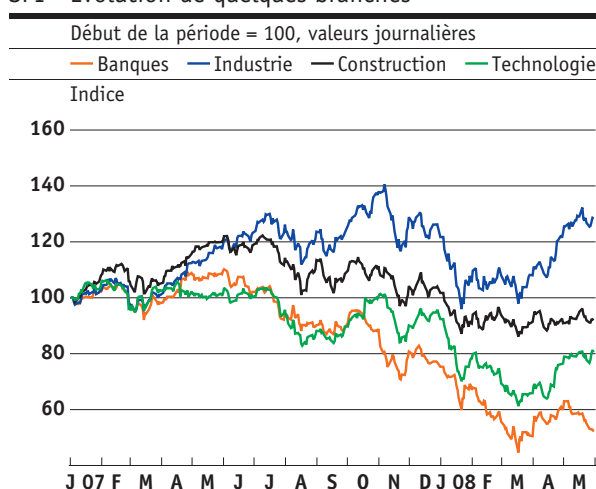
Le 17 mars 2008, les turbulences sur les marchés financiers ont atteint un nouveau point culminant: la banque Bear Stearns a dû faire face à de sérieux problèmes de liquidité et a été menacée de faillite. Après cette date, les marchés des actions les plus importants ont commencé à se redresser. Entre la mi-mars et la fin mai, l'indice américain S&P 500 et l'Euro-Stoxx 50 ont progressé de respectivement 8% et 5%. Parallèlement, le Swiss Performance Index (SPI) a augmenté de 7% sur la même période.

Si l'on examine les différentes composantes du SPI en fonction de la taille des entreprises, il apparaît que les moyennes et grandes entreprises ont gagné du terrain entre la mi-mars et la fin mai (respectivement 7% et 9%), alors que c'était elles qui, auparavant, étaient le plus fortement touchées par la correction sur les marchés. Sur la même période, les petites entreprises ont quant à elles enregistré une hausse de 6%. Les actions des entreprises du secteur secondaire et de la technologie, notamment, ont fait un bond en avant (21%). Les lourds amortissements des grandes banques suisses ont continué à peser sur les cours dans le secteur bancaire.

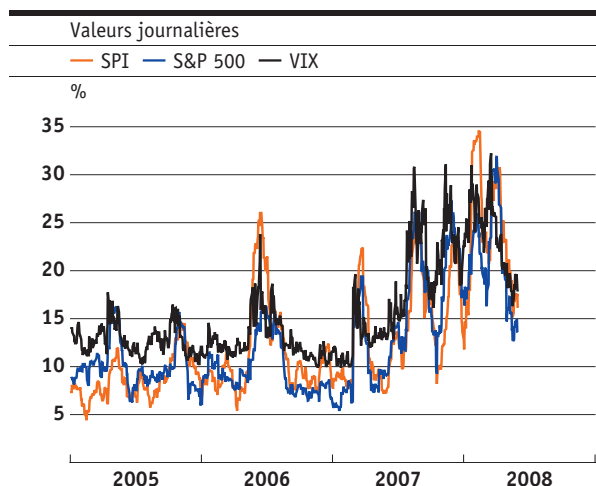
Graphique 3.13
Cours des actions



Graphique 3.14
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.15
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.13:
Sources: Bloomberg, Thomson Datastream

Graphique 3.14:
Source: Thomson Datastream

Graphique 3.15:
Sources: BNS, Thomson Datastream

Le graphique 3.15 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 SPI et du S&P 500. Même si les cours des actions ont globalement augmenté au deuxième trimestre, la volatilité, qui est signe d'incertitude, reste relativement importante. Cette situation est probablement due aux doutes relatifs aux perspectives en matière de croissance et de bénéfices. De plus, les craintes inflationnistes et la faiblesse du dollar pèsent sur le marché.

Hausse des prix des matières premières

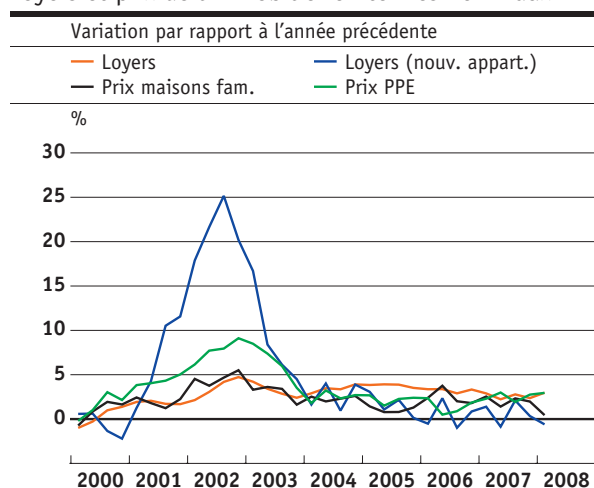
Les prix des matières premières se sont de nouveau accrus. Entre la mi-mars et la mi-juin, l'indice des prix des matières premières que calcule Goldman Sachs a augmenté de 17%, entraîné essentiellement par la hausse des prix des biens énergétiques (23%). Avec plus de 130 dollars par baril de Brent à la mi-juin, le prix du pétrole a battu un nouveau record historique. Par rapport à la mi-mars, ce niveau représente une augmentation de 19%. En francs, la hausse du prix du pétrole a été de 22%. Par contre, comparés aux sommets qu'ils avaient atteints au premier trimestre de 2008, les prix du blé, des autres céréales et des marchandises

agricoles se sont repliés. Les prix des métaux précieux ont également enregistré une tendance à la baisse, qui peut s'expliquer, entre autres, par la légère augmentation de l'appétit des investisseurs pour le risque et un affaiblissement de la demande de placement en valeurs refuges, comme l'or.

Légère hausse des prix de l'immobilier

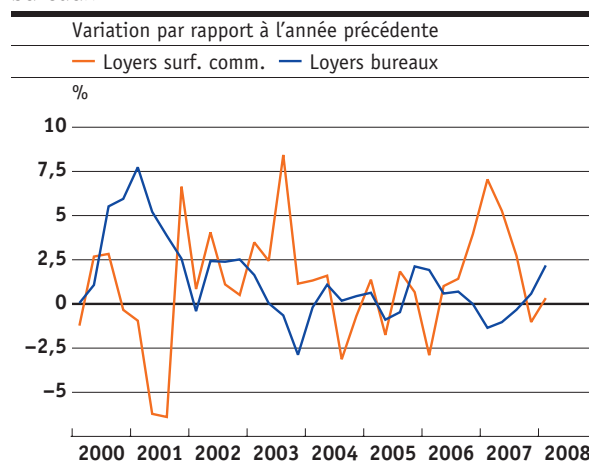
Par rapport au premier trimestre de 2007, les prix nominaux ont une nouvelle fois évolué modérément sur le marché des logements. Les prix des appartements en propriété se sont accrus de 2,9%. Ceux des maisons familiales n'ont par contre progressé que de 0,4%, alors qu'ils avaient augmenté de 2% au trimestre précédent. Au premier trimestre de 2008, les loyers des appartements – le plus gros segment de marché suisse du logement et, avec 20%, la part la plus importante de l'IPC – ont marqué une hausse de 2,9% en termes nominaux. Leur augmentation est donc légèrement plus forte qu'au trimestre précédent. Cette affirmation se limite toutefois dans une large mesure aux logements anciens. Les loyers des appartements neufs, qui reflètent mieux les forces du marché, ont diminué de 0,6%. Quant aux loyers des bureaux et des surfaces commerciales, artisanales et industrielles, ils ont augmenté (voir graphique 3.17) de respectivement 2,2% et 0,3%.

Graphique 3.16
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Source: Wüest & Partner

Graphique 3.17
Loyers nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Source: Wüest & Partner

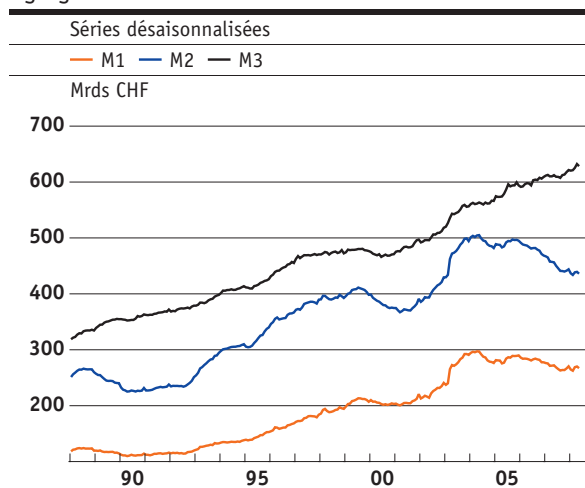
3.4 Agrégats monétaires

Stabilisation de M1 et de M2

Il ressort du graphique 3.18 que les agrégats monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne), qui reculaient depuis le début de 2006, se sont récemment stabilisés en ce qui concerne leur niveau. En mai 2008, ils s'établissaient à respectivement 2% et 4,5% au-dessous de leur niveau du mois correspondant de l'année précédente. Inversement, la masse monétaire M3 (M2 et dépôts à terme) a marqué une expansion de 2,6%. Comme à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante ou en 1999/2000, la croissance, affaiblie voire négative, des agrégats monétaires a été précédée d'un durcissement de la politique monétaire. La récente stabilisation de M1 et de M2 correspond au maintien de la marge de fluctuation de la BNS depuis septembre 2007.

Pour porter un jugement sur un approvisionnement excessif de l'économie en liquidités et les possibles risques d'inflation qui peuvent en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un écart monétaire (*money gap*). Ce dernier correspond à l'écart positif (excédent de liquidités) ou négatif (déficit d'approvisionnement) entre la masse monétaire M3 effective et son niveau d'équilibre, qui 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). Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'écart monétaire du graphique 3.19 est établi sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Une marge inférieure à zéro, comme c'était le cas au premier trimestre de 2007, signifie que, d'après cet indicateur, les tensions inflationnistes diminueront à moyen terme. Depuis quelques mois, on constate un déficit d'approvisionnement, comme au début de l'an 2000. A l'époque, après une intensification des pressions inflationnistes à la fin des années nonante et au début de l'an 2000, celui-ci avait entraîné une baisse des taux d'inflation.

Graphique 3.18
Agrégats monétaires



Source: BNS

	2006	2007	2007				2008	2008		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Monnaie centrale²	43,1	44,2	44,6	44,0	43,4	44,8	45,8	46,0	45,3	45,4
Variation ³	3,0	2,5	3,1	1,5	2,7	2,7	2,6	3,4	3,5	2,8
M1²	282,4	269,1	276,0	270,0	261,5	269,0	266,8	267,3	270,9	265,0
Variation ³	-0,6	-4,7	-3,6	-4,2	-6,7	-4,3	-3,3	-0,9	-0,5	-2,0
M2²	481,6	450,6	465,9	453,9	439,0	443,5	438,8	437,8	440,3	434,5
Variation ³	-2,0	-6,4	-5,3	-6,1	-8,0	-6,4	-5,8	-4,2	-3,9	-4,5
M3²	600,3	612,4	613,4	611,6	606,4	618,0	624,1	624,9	635,8	627,6
Variation ³	2,5	2,0	3,0	2,4	1,0	1,7	1,7	2,5	3,6	2,6

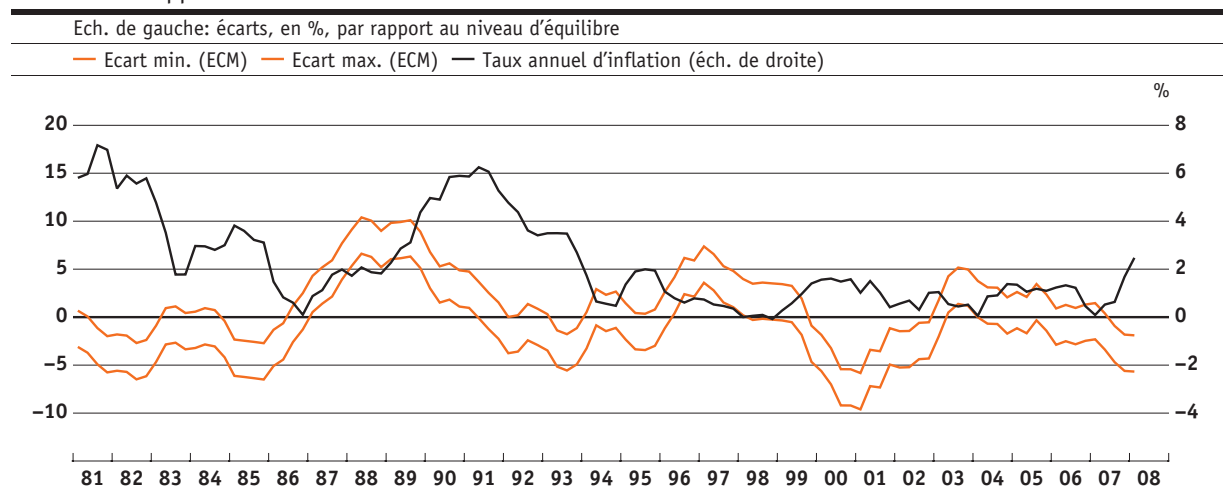
1 Définition 1995

2 Niveau en milliards de francs

3 Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: BNS

Graphique 3.19
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

3.5 Crédits

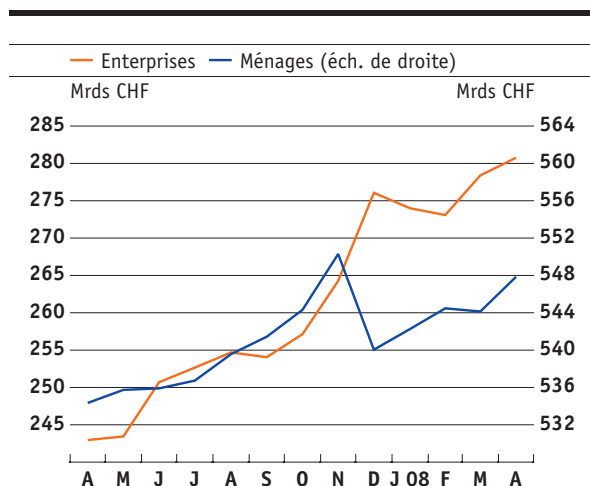
Evolution légèrement plus plane du volume des crédits

Au premier trimestre de 2008, la croissance des crédits s'est ralentie, passant à 6,6%, contre 6,9% au trimestre précédent (voir tableau 3.2). Ce résultat est surtout dû à l'évolution des crédits accordés aux ménages, qui ont chuté de 4% à 3%, tandis que la croissance annuelle des crédits aux entreprises continuait à progresser, passant de 11,6% à 13,9%. Le graphique 3.20 montre que le volume des crédits évolue de manière nettement plus plane depuis le début de l'année et que les taux de croissance élevés des crédits aux entreprises découlent d'un effet de base qui remonte au quatrième trimestre de 2007.

La ventilation en crédits hypothécaires et en autres crédits permet de voir que la croissance des premiers, auxquels ont surtout recours les ménages,

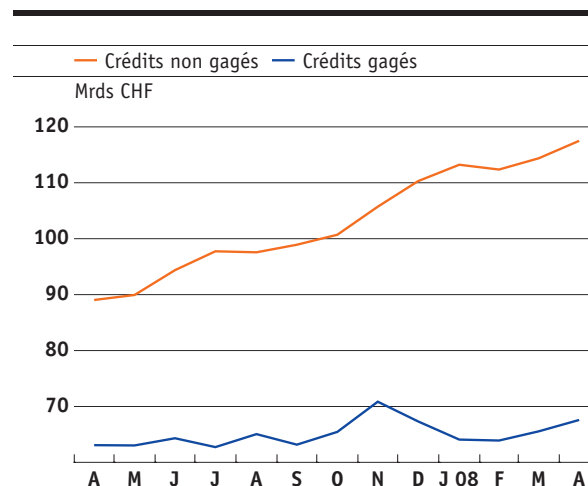
a reculé, passant de 3,9% au quatrième trimestre de 2007 à 3,7% au premier trimestre de 2008. Avec une progression de 19,3%, les autres crédits, octroyés principalement aux entreprises, ont eux aussi crû à un rythme légèrement moindre qu'au trimestre précédent. Le graphique 3.21 répartit les autres crédits en crédits gagés et crédits non gagés. Il montre pour ces derniers une hausse rapide de la croissance au quatrième trimestre, puis un ralentissement. Du fait de l'effet de base qui s'est produit à la fin de 2007, la croissance annuelle des crédits non gagés a augmenté pour s'inscrire à 34,1% au premier trimestre de 2008. Les crédits gagés ont atteint un montant de 70,8 milliards de francs en novembre, leur plus haut niveau depuis le milieu de 1993. Ils ont cependant reculé par la suite et se sont établis à 65,6 milliards en mars. Ainsi, leur croissance par rapport à l'année précédente se révèle neutre au premier trimestre de 2008.

Graphique 3.20
Encours des crédits



Source: BNS

Graphique 3.21
Autres crédits



Source: BNS

Crédits bancaires

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2006	2007	2007				2008	2008		
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.		1 ^{er} trim.	Février	Mars
Total ¹	4,8	5,8	5,2	5,3	5,5	6,9	6,6	6,6	6,3	6,8
Ménages ²	6,1	4,6	5,1	5,0	4,4	4,0	3,0	3,5	2,2	2,5
Entreprises ²	1,6	6,7	3,9	4,5	6,6	11,6	13,9	12,9	14,9	15,6
Créances hypothécaires ¹	4,8	4,0	4,2	4,2	3,8	3,9	3,7	3,9	3,5	3,3
dont ménages ²	5,5	4,3	4,9	4,8	4,0	3,7	3,6	3,9	3,3	3,2
dont entreprises ²	1,2	2,3	0,8	1,2	3,0	4,3	3,7	3,5	3,6	3,4
Autres crédits ¹	4,6	13,4	9,6	10,3	13,1	20,2	19,3	18,4	18,6	21,7
dont gagés ¹	2,5	8,2	7,1	7,2	5,6	13,2	0,0	-2,5	3,4	7,1
dont non gagés ¹	6,3	17,2	11,5	12,6	18,6	25,3	34,1	34,9	29,5	32,0

1 Bilan mensuel

2 Statistique sur l'encours des crédits

Source: BNS

4 Prédiction d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. 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.

4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

En Suisse, l'évolution du renchérissement dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, de facteurs exogènes. Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent par conséquent dans un scénario englobant dans une large mesure la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de mars et de juin 2008.

Conjoncture mondiale toujours faible

Par rapport aux hypothèses formulées en mars, le prix du pétrole a été fortement révisé à la hausse. Dans le scénario retenu pour la prédiction de juin, il a été fixé à environ 128 dollars le baril pour les prochains trimestres et à 116 dollars à long terme.

Etant donné le renchérissement du pétrole et les turbulences persistantes sur le marché de l'immobilier américain et les marchés financiers internationaux, on table, en ce qui concerne les Etats-Unis, sur une dynamique de croissance affaiblie pour toute la période sur laquelle porte la prédiction. En Europe également, les risques d'un ralentissement à moyen terme de la croissance ont augmenté. Aussi, pour ces deux zones, les prévisions de juin sont-elles inférieures à celles de mars, en particulier pour 2009. En revanche, on s'attend toujours à ce que, vers la fin de la période sur laquelle porte la prédiction d'inflation, la croissance se rapproche du potentiel, soit d'environ 3% aux Etats-Unis et de 2% dans les pays de l'UE.

Pour les années 2008 et 2009, on table en outre sur des taux d'inflation plus élevés, sur le plan international, du fait de la hausse des prix des produits énergétiques et des matières premières. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été légèrement adaptée et portée ainsi à 1,55.

Juin 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,4	1,6	2,8
PIB UE (à 15) ¹	1,8	1,5	2,4
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,55	1,55
Prix du baril de pétrole en dollars ²		128	116

Mars 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,5	2,4	3,1
PIB UE (à 15) ¹	1,7	2,0	2,4
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,47	1,47
Prix du baril de pétrole en dollars ²		98	92

1 Variation en %

2 Niveau

Source: BNS

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

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

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

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

4.2 Prévision d'inflation du 2^e trimestre de 2008 au 1^{er} trimestre de 2011

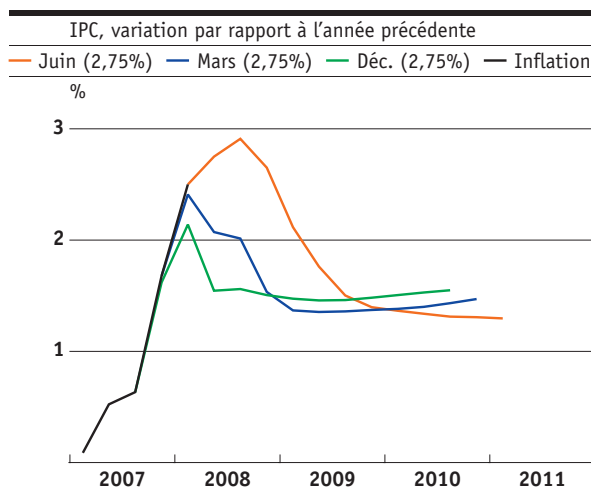
La prévision d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spécifiques. Elle indique l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de décembre 2007 et de mars 2008 ainsi que celles de juin 2008 font l'objet du graphique 4.1. La nouvelle prévision porte sur la période allant du deuxième trimestre de 2008 au premier trimestre de 2011. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 2,75%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a laissée, le 19 juin 2008, à 2,25%–3,25%. Les prévisions d'inflation de décembre 2007 et de mars 2008 reposaient elles aussi sur un Libor à trois mois de 2,75%.

Malgré un ralentissement de la croissance économique en Suisse au premier trimestre de 2008, la conjoncture est demeurée robuste. La croissance économique devrait également rester modérée au cours des prochains trimestres. L'inflation à court terme, telle qu'elle est dorénavant prévue, est néanmoins nettement plus élevée que celle qui ressortait de la prévision de mars. Cela s'explique par la demande, toujours vigoureuse sur les marchés des

biens et services et du travail ainsi que par la hausse, sur un large front, des prix du pétrole, des matières premières et des produits agricoles. En outre, la demande encore bonne et le taux d'utilisation élevé des capacités de production facilitent la répercussion de la hausse des coûts sur les prix. Enfin, les pressions inflationnistes accrues sont dues également à l'effet retardé d'un affaiblissement du franc en 2007. Le renchérissement augmentera d'ici le troisième trimestre jusqu'à atteindre 2,9%, pour se résorber par la suite grâce à des effets de base. Jusqu'au deuxième trimestre de 2009, il dépassera toutefois les 2%. A moyen terme, les perspectives de renchérissement se sont améliorées, en raison du ralentissement attendu de la conjoncture et du recul du degré d'utilisation des capacités de production. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 2,75%, la BNS table sur un renchérissement annuel moyen de 2,7% en 2008, qui devrait ensuite retomber à 1,7% puis à 1,3% au cours des deux années suivantes.

Cette appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'une grande incertitude. Ainsi, une nouvelle augmentation des prix de l'énergie et de l'alimentation pourrait engendrer, à court terme, une inflation supérieure à celle qui ressort de la prévision. De même, il faudrait s'attendre à une forte hausse des prix dans le cas d'un affaiblissement du franc. Par contre, en cas de refroidissement de la conjoncture internationale, les pressions à la hausse devraient diminuer davantage que prévu.

Graphique 4.1
Prévisions d'inflation de la BNS



Source: BNS

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2008

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de mars à mai 2008, sont résumés ci-après.

Résumé

Les quelque 190 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre mars et mai 2008 ont de nouveau globalement estimé que la marche des affaires était bonne. Cette constatation vaut avant tout pour le commerce de détail et les autres branches axées sur les biens de consommation, comme la restauration et l'hébergement. Dans l'industrie d'exportation, les estimations de la situation et des perspectives présentent davantage d'hétérogénéité que lors des entretiens menés le trimestre précédent, tandis que les banques ont largement ressenti les effets de la morosité boursière.

En plus des turbulences sur les marchés financiers et de leurs répercussions incertaines, les hausses massives des prix des produits agricoles, de l'énergie et des matières premières industrielles ainsi que le fort recul du cours du dollar ont sapé le moral des clients. La plupart des entrepreneurs ont malgré tout maintenu leurs plans d'investissement et, pour certains, prévu une nouvelle augmentation des effectifs. Comme auparavant, ils ont mentionné un marché du travail tendu et un manque sérieux de collaborateurs spécialisés.

1 Production

Industrie

Une grande partie des entreprises à vocation exportatrice a une nouvelle fois annoncé des résultats bons, mais d'une évolution moins dynamique concernant les entrées de commandes. Etant donné le maintien à un niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production, la tendance au ralentissement n'a cependant guère suscité d'inquiétude. Une nette détérioration de la marche des affaires a toutefois été observée dans certains cas. Si le marché américain a en général eu des effets modérateurs, la demande en provenance d'Europe, notamment d'Allemagne et d'Europe orientale, mais aussi d'Asie et d'Amérique latine a par contre été jugée satisfaisante.

Les interlocuteurs ont signalé une marche des affaires toujours excellente dans la chimie agricole, les techniques énergétiques, la production et la distribution d'énergie et l'horlogerie. Dans le cas de cette dernière et de ses fournisseurs, divers signes de surchauffe et des problèmes de livraison ont été soulignés. Les déclarations des représentants de l'industrie des machines textiles, qui a enregistré une baisse soudaine des chiffres d'affaires, contrastent avec cette situation. Le refroidissement de l'activité dans l'industrie textile asiatique a été mentionné comme principale cause de cette évolution. Dans le domaine des autres biens immobilisés et biens d'équipement, la plupart des fournisseurs ont porté un jugement positif sur les entrées de commandes. Les représentants des industries de la fonderie, qui fait office d'indicateur avancé pour l'industrie des machines et des équipements électriques, ont exprimé le même avis.

Services

Les interlocuteurs du commerce de détail se sont une nouvelle fois dits satisfaits de la marche des affaires et ont décrit le climat de consommation comme étant bon, voire très bon. L'évolution des chiffres d'affaires a largement correspondu aux attentes. Parfois, elle les a même dépassées. Cette constatation s'applique aux grands distributeurs

comme aux petits commerces spécialisés. Dans les zones transfrontalières, cette évolution est due à un accroissement de la compétitivité des prix par rapport à ceux de l'étranger, accroissement dont les fournisseurs ont pu tirer parti. La dépréciation du franc face à l'euro et les mesures de réduction des prix ont eu des effets positifs sur le marché suisse. Malgré un climat conjoncturel globalement bon, un certain nombre d'interlocuteurs se préparent à un relâchement de la propension à acheter, qu'ils lient aux problèmes que connaît actuellement le secteur bancaire et à la mauvaise tenue des bourses. Ces interlocuteurs, essentiellement actifs dans le segment haut de gamme, ont régulièrement profité des importants bonus de leur clientèle.

Les interlocuteurs de la restauration et de l'hébergement ont eux aussi donné une image positive de la situation. Sur les quatre premiers mois de l'année, le nombre d'hôtes a très souvent dépassé son niveau de la même période de l'année précédente et la propension de ceux-ci à dépenser est restée élevée. Après une saison hivernale excellente, les représentants des régions touristiques ont enregistré un bon taux de réservation pour l'été. Les villes ont continué à profiter de l'essor du tourisme urbain et d'une demande robuste dans le domaine des séminaires d'entreprises et des congrès. Plusieurs interlocuteurs ont cependant évoqué le fait que les entreprises avaient tendance à limiter leurs frais. Diverses annulations ont même été enregistrées.

Dans le domaine des prestations de services aux entreprises, les interlocuteurs se sont montrés moins confiants qu'ils ne l'étaient encore il y a trois mois. La forte augmentation des coûts de transport, mais aussi le ralentissement enregistré dans les branches exportatrices ont entraîné un recul de la demande de services de transport, qu'il s'agisse du fret aérien, de la navigation ou du trafic routier. Les représentants des activités de conseil ont eux aussi ressenti une certaine réserve chez leurs clients, qu'ils mettent surtout au compte de la plus faible demande en provenance du secteur bancaire. Les entretiens menés avec les représentants des annonces et de l'informatique ont donné des résul-

tats semblables. Ces derniers ont davantage été confrontés à des hésitations et – dans le cas des banques – avec des annulations de projets.

Dans le secteur bancaire, les interlocuteurs ont constaté une nette détérioration des activités de gestion de fortune. Dans l'environnement actuel d'incertitude et de volatilité boursière, le volume des opérations s'est réduit. Le niveau des commissions bancaires perçues a donc majoritairement été inférieur à celui qu'il avait atteint un an auparavant. En revanche, les crédits ont continué à se développer de façon satisfaisante. La demande de crédits hypothécaires et de crédits aux entreprises a poursuivi sa croissance, à un rythme cependant moindre qu'au cours des mois précédents. En même temps, la concurrence entre les banques s'est renforcée, ce qui a eu pour conséquence une accentuation des pressions sur les marges dans ces deux domaines. Les représentants des banques ont jugé que la situation économique de leurs clients restait bonne. Ils ont déclaré ne pas avoir durci les conditions de crédit, ce que les entrepreneurs ont confirmé. Ces derniers ont cependant parfois évoqué un examen plus appuyé des demandes.

Construction et immobilier

Les interlocuteurs de la construction se sont montrés satisfaits de l'environnement économique. Les constructions et les réserves de travail ont conservé leur niveau élevé. Tandis que certains ont évoqué un fléchissement de la demande, d'autres ont au contraire constaté une nouvelle hausse de la construction de logements. Cette évolution concerne également les activités de transformation et de rénovation, qui constituent un des piliers du secteur. Des impulsions positives ont en outre découlé des constructions industrielles et des grands projets d'infrastructure. Sur le marché de l'immobilier, l'augmentation des prix a semblé se modérer dans certaines régions, essentiellement du fait de la forte progression de l'offre de logements. Dans d'autres branches par contre, notamment dans le segment haut de gamme, les prix de l'immobilier continuent à croître sans qu'aucune surchauffe ne soit signalée.

2 Marché du travail

Un certain nombre d'interlocuteurs a prévu d'augmenter encore ses effectifs. Pourtant, pour la première fois depuis longtemps, une réduction du personnel a également été envisagée dans quelques cas. Les taux de rotation se sont maintenus à un niveau élevé, de sorte que beaucoup d'entreprises ont rencontré des difficultés de recrutement et dû consentir des efforts importants dans ce domaine. Le manque sérieux de main-d'œuvre qualifiée a régulièrement été mentionné. Le problème de l'intensification de la pression sur les salaires semble de plus en plus préoccuper les interlocuteurs de la Banque nationale étant donné la forte pression sur les coûts.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

Les interlocuteurs de la BNS ont régulièrement évoqué la disponibilité des matières premières, l'envolée des prix de production et la baisse du cours du dollar. La majorité d'entre eux a observé de fortes pressions sur les marges et une dégradation de la situation bénéficiaire des entreprises. Dans de nombreux cas, la hausse massive des prix des matières premières agricoles et industrielles a certes pu être reportée sur les clients, mais le transfert des coûts d'énergie et de transport, eux aussi en augmentation, se révèle plus difficile. Certains interlocuteurs ont en outre enregistré une vive progression des prix des produits en amont provenant de la zone asiatique, notamment de Chine, ce qui exerce une pression supplémentaire sur les marges. Les entreprises exportatrices ont souvent vu leurs revenus diminuer à la suite du net affaiblissement du dollar. Les prix en francs n'ont que rarement pu être relevés ou la facturation pu être effectuée en euros.

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

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque
Berne, le 25 avril 2008

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

Je vous souhaite la bienvenue à la centième Assemblée générale de la Banque nationale suisse. L'Assemblée de ce jour clôturera définitivement les festivités de notre centenaire et je saisis l'occasion pour revenir une nouvelle fois sur l'histoire mouvementée de notre institut d'émission. A la lumière de 1907, année de sa fondation, et des anniversaires célébrés en 1932, 1957 et 1982, nous pouvons nous faire une idée des questions et des problèmes auxquels la Banque nationale s'est consacrée au fil du temps. A tous ceux et celles qui souhaitent approfondir ce sujet, je conseille vivement la lecture du riche ouvrage commémoratif.

Il est intéressant de noter que l'année de sa fondation, comme celles de ses différents anniversaires, la Banque nationale s'est trouvée confrontée à des difficultés particulières. S'agirait-il là d'une loi universelle encore méconnue de la science? On pourrait presque le penser, car la «règle» selon laquelle les années d'anniversaire amènent toujours leur lot de défis s'est malheureusement une nouvelle fois confirmée avec les turbulences survenues sur les marchés financiers. La brève rétrospective que je vais maintenant vous présenter servira par conséquent à replacer les difficultés actuelles dans une perspective historique.

1907: panique à New York

Lorsque la Banque nationale ouvrit ses guichets le 22 juin 1907, l'économie mondiale se trouvait au début d'une phase de récession. Déjà au mois de mars, les cours des actions s'étaient effondrés aux Etats-Unis, et la baisse s'était ensuite poursuivie l'été durant. A l'automne, alors que la jeune Banque nationale s'employait encore largement à régler des questions d'ordre organisationnel et à rédiger des règlements, les événements survenus aux Etats-Unis débouchèrent sur une véritable panique le 22 octobre 1907, à la suite d'une ruée sur la Knickerbocker Trust Company que l'on croyait impliquée dans une vaste affaire de spéculation manquée sur le cuivre.

A l'époque, les *trusts* étaient des intermédiaires financiers qui exerçaient des fonctions comparables à celles des banques d'investissement d'aujourd'hui. Bien que le champ de leurs activités fût plus étendu que celui des banques, ces *trusts*

n'étaient pas habilités à détenir un niveau de réserves aussi élevé. En outre, ils n'étaient pas véritablement intégrés au système de clearing des banques et ne pouvaient, par conséquent, pas obtenir de liquidités auprès de celui-ci. Hormis ce système, il n'y avait alors aux Etats-Unis aucun institut d'émission central pouvant approvisionner les établissements financiers en liquidités. Le Système de Réserve fédérale (Fed) ne vit le jour qu'en 1913/14, en réaction à cette vague de panique.

Après les *trusts*, la crise de confiance s'étendit aussi aux banques. La ruée sur les banques ne put être évitée que lorsque les banques enrayèrent l'hémorragie de fonds de la clientèle. Seul un comité d'aide placé sous la direction du banquier John Pierpont Morgan et chargé de mobiliser des liquidités pour les banques les plus touchées put de nouveau calmer le public. Début 1908, la situation commença à se détendre.

La Banque nationale suivit, elle aussi, avec inquiétude les événements qui se déroulaient à New York. Ainsi, le président de la Direction générale fit consigner début novembre 1907 dans le procès-verbal d'une réunion du Comité de banque que les marchés monétaires internationaux subissaient la «pression d'une angoisse nerveuse», précisant qu'à New York, la crise se traduisait par de véritables mouvements de panique, que la Hollande venait juste de traverser une crise qui avait fortement affaibli les Bourses du pays et que l'Italie se trouvait, quant à elle, au cœur même d'une crise.

La crise financière déclencha une hausse des taux d'intérêt à l'échelle internationale, à laquelle la Suisse ne put, elle non plus, se soustraire. Toutefois, la Banque nationale ne fut pas contrainte de relever le taux d'escompte aussi fortement que les autres instituts d'émission, si bien qu'en Suisse la panique se limita, pour l'essentiel, à la Bourse. En Suisse romande, quelques banques de taille modeste furent contraintes de fermer leurs guichets à cause de la dévalorisation des titres américains. Mais les répercussions furent moins importantes que dans les autres pays dont l'économie réelle fut aussi gravement touchée. Ainsi, la Banque nationale acheva relativement bien son premier exercice.

1932: la Grande Dépression et la crise bancaire

Par la suite, lors de son vingt-cinquième anniversaire, la Banque nationale fut confrontée à des difficultés qui firent apparaître la panique de 1907

comme un petit incident de parcours. Le krach boursier de fin octobre 1929, à New York, fut le point de départ d'une dépression qui devait se propager dans le monde entier et entrer dans l'histoire comme la «Grande Dépression».

Une série de faillites bancaires qui, en Europe, avait débuté au printemps de 1931 en Autriche puis en Allemagne, accéléra une évolution dans le sillage de laquelle le système monétaire et de crédit international, construit à grand peine et en partie sur de mauvaises bases après la Première Guerre mondiale, s'effondra. D'importants partenaires commerciaux de la Suisse se virent contraints de dévaluer leurs monnaies et d'abandonner le rattachement de celles-ci à l'or en raison de difficultés de balance des paiements. La fin du système des changes fixes, basé sur l'étalon-or, sonna le glas de l'un des principaux fondements qui avait conduit à une première phase de mondialisation de l'économie au cours de la seconde moitié du dix-neuvième siècle. La plupart des Etats prirent des mesures supplémentaires consistant, par exemple, à relever les taxes douanières et à limiter les importations, ce qui restreignit encore davantage le commerce international.

Longtemps, la Banque nationale espéra le retour à l'étalon-or, estimant qu'une dévaluation du franc suisse ne soutiendrait l'industrie d'exportation qu'à court terme. Aujourd'hui, les spécialistes de l'histoire économique sont d'avis que cette appréciation était erronée et qu'une dévaluation du franc décidée plus tôt aurait stimulé la reprise.

Comme si cette question de l'adéquation des cours de change n'était pas suffisamment complexe, la Banque nationale se trouva de surcroît confrontée à une crise bancaire au début des années 1930. Contrairement à la panique de 1907, cette crise affecta non seulement quelques petites banques, mais également des grandes banques et des banques cantonales. Les difficultés des banques découlèrent en premier lieu des opérations avec l'étranger. A partir de 1931, l'Allemagne et d'autres pays se retrouvèrent dans l'impossibilité d'honorer leurs obligations de paiement envers l'étranger et durent décréter un moratoire sur leurs dettes extérieures. Ils prirent également des mesures de contrôle des changes qui limitèrent fortement les flux de capitaux. Les banques suisses actives sur le plan international étant largement engagées dans ces pays, elles rencontrèrent des difficultés considérables. A l'instar des banques touchées aujourd'hui

d'aujourd'hui par la crise des subprimes, elles furent confrontées au fait qu'une partie substantielle de leurs actifs étaient d'un coup devenus illiquides. Les établissements les plus frappés furent ceux qui, s'étant laissés porter par le boom de la seconde moitié des années 1920, avaient contracté des engagements excessifs, et ne disposaient ni de l'expérience nécessaire dans ces opérations ni des réserves suffisantes.

Parmi les banques les plus affectées par la crise, la Banque Populaire Suisse et la Banque d'Escompte Suisse furent les deux plus grandes. La Banque nationale se porta à leur secours car elle craignait pour la stabilité du système financier en cas de faillite de l'une d'elles. A l'automne 1931, elle délégua un suppléant du président de la Direction générale auprès de la direction de la Banque Populaire en vue de son assainissement et exerça un rôle consultatif auprès du Conseil fédéral. Un autre suppléant de la Direction générale fut nommé au Département des finances et contribua de façon déterminante à la rédaction de la première loi fédérale sur les banques (1934).

Dans le cas de la Banque d'Escompte Suisse, la Banque nationale mena une opération de sauvetage et organisa la mise sur pied de crédits de transition privés et publics. En 1932, la Caisse de prêts de la Confédération fut créée à son instigation dans le but d'approvisionner le marché en liquidités, ce qui permit aux banques illiquides de se procurer des fonds frais. La Caisse de prêts de la Confédération pouvait, en effet, prendre en nantissement certains actifs que la Banque nationale n'était pas habilitée à accepter pour des raisons juridiques. Finalement, contrairement à la Banque Populaire Suisse, assainie grâce à une injection massive de capitaux émanant de la Confédération, la Banque d'Escompte Suisse ne put être sauvée malgré les efforts intenses de la Banque nationale. Elle dut fermer ses guichets fin avril 1934. Les mesures prises servirent néanmoins à assurer le bon déroulement de la liquidation, mais aussi à éviter une panique bancaire générale.

1957: inquiétudes au sujet de la conjoncture et tensions sur le marché des capitaux

Contrairement aux années 1930, les années 1950 furent une période de prospérité tant aux Etats-Unis que dans la plupart des pays d'Europe occidentale et, notamment, en Suisse. Grâce à son

économie intacte, notre pays put profiter de la reconstruction de l'Europe. Mais, précisément l'année du jubilé de la Banque, la conjoncture connut aux Etats-Unis le repli le plus marquant de cette décennie. De janvier 1957 à avril 1958, la production industrielle chuta d'environ 14%. En Europe occidentale, l'écart se creusa considérablement entre les soldes des balances des paiements des pays excédentaires et déficitaires, créant ainsi des tensions sur les marchés des changes. La France connut une forte inflation, une balance des paiements déficitaire et une diminution de ses réserves monétaires. Elle fut donc contrainte de dévaluer sa monnaie, ce qui souleva «une vague d'inquiétude et de nervosité qui a enveloppé quelques autres monnaies européennes dans un réseau de rumeurs et de spéculations sur d'imminentes modifications de cours de change», comme le souligna la Banque nationale suisse dans son rapport de gestion.

En Suisse, les signes d'une surchauffe conjoncturelle se firent sentir au début de 1957. Le niveau de l'épargne était inférieur à celui des investissements, ce qui contraignait les banques à refuser de nombreuses demandes de crédit. La hausse continue des taux d'intérêt assortissant les nouveaux emprunts reflétait également cette pénurie de capitaux. Malgré de meilleures conditions, de nombreuses émissions essayèrent des échecs cinglants, les investisseurs institutionnels ayant engagé dans une trop large mesure leurs fonds dans des prêts hypothécaires. C'est ce qui amena le chef du 3^e département de la Banque nationale à déclarer lors d'une réunion du Comité de banque que «la structure des actifs devait être proportionnelle à celle des engagements».

En mai, la Banque nationale arriva à la conclusion qu'elle devait recourir à sa «dernière arme dans la lutte contre la menace de surchauffe conjoncturelle» et releva le taux d'escompte pour la première fois depuis 21 ans. Qu'elle ait d'emblée augmenté ce taux d'un point entier montre qu'elle estimait que la situation était très sérieuse.

A l'automne 1957, les perspectives d'avenir se présentaient sous un jour sombre. Aux Etats-Unis comme en Suisse, les indices boursiers étaient retombés à respectivement 20 et 26 pour cent en dessous de leurs plus hauts niveaux. Devant l'effondrement de la Bourse, le chef du 3^e département se demanda «si cette évolution boursière ne représentait pas, comme en 1929, le signe avant-coureur d'une crise économique plus profonde». Par chance,

cette crainte ne se confirma pas, et l'économie américaine, stimulée par la politique monétaire et fiscale, se redressa dès l'année suivante. En Europe, la situation monétaire s'apaisa durablement, de sorte que fin 1958, les pays d'Europe occidentale purent rétablir la convertibilité de leurs monnaies. En Suisse, l'inflation commença à se résorber.

1982: réduction de l'inflation et crise de la dette

En 1982, lors du 75^e anniversaire de la Banque nationale, la politique monétaire reposait sur de toutes autres bases que lors des anniversaires précédents. Le système des changes fixes de Bretton Woods s'était effondré en 1973 et la Banque nationale suisse faisait figure de précurseur parmi les banques centrales pour avoir mené une politique monétariste axée sur la gestion de la masse monétaire. Libérée du corset du système des changes fixes, elle put, pour la première fois, gérer la masse monétaire et, de ce fait, l'inflation. Elle se trouva par contre confrontée à de fortes fluctuations des cours de change à court terme. En 1978, la revalorisation du franc suisse par rapport au mark allemand prit une telle ampleur que la Banque nationale dut abandonner momentanément son objectif monétaire pour adopter un objectif de cours de change. Les interventions en découlant sur les marchés des changes se traduisirent toutefois par un fort gonflement de la masse monétaire et, plus tard, par des taux d'inflation élevés.

Réduire l'inflation ne fut pas une tâche aisée en raison de la complexité du contexte international. A peine l'indice suisse des prix à la consommation eut-il commencé à se replier que la Banque nationale dut faire face à de nouveaux problèmes liés à l'éclatement de la crise de la dette sur le plan international. En août 1982, le ministre des finances du Mexique déclara que les réserves de devises de son pays étaient épuisées et que ce dernier ne pouvait plus honorer sa dette. La crise internationale de la dette, qui frappa d'abord le Mexique, puis le Brésil, pour s'étendre ensuite à d'autres pays d'Amérique du Sud et d'Asie, résultait, d'une part, du surendettement découlant de la hausse massive des taux d'intérêt américains due à la lutte contre l'inflation et, d'autre part, de la baisse des prix des matières premières. Cette crise n'était pas uniquement dangereuse pour les pays en développement et les économies émergentes, mais aussi pour les pays industrialisés, car leurs banques

avaient contracté des crédits considérables dans les pays émergents à la fin des années 1970. La Direction générale de la Banque nationale ne redoutait certes pas de conséquences dramatiques pour les banques suisses en raison de leur dotation élevée en capitaux propres et de leur «politique commerciale plutôt conservatrice», mais elle présenta néanmoins au Comité de banque sa stratégie en cas de crise aiguë de liquidités.

La crise de la dette ne put être résolue après des années que grâce à la collaboration étroite entre les banques centrales, le Fonds monétaire international (FMI), la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et les banques commerciales. La Banque nationale participa à ces mesures destinées à sauvegarder le système financier international essentiellement en accordant des garanties pour les crédits de transition octroyés par la BRI. Ces crédits étaient censés permettre aux pays concernés d'honorer leurs dettes jusqu'à ce qu'un accord soit conclu avec le FMI.

Mesdames et Messieurs, rien ne nous porte à croire qu'un quelconque mécanisme soit responsable du fait que la Banque nationale doive faire face à des situations particulièrement difficiles les

années où elle célèbre un anniversaire. Il convient également de préciser que ce ne furent pas les seules années critiques pour la Banque nationale. Toutefois, les défis que notre institut d'émission a dû relever à l'occasion de ces anniversaires me semblent illustrer parfaitement son champ d'action. En plus de garantir la stabilité interne et externe de notre monnaie, elle a dû affronter les effets des tourmentes internationales déclenchées par des crises financières et économiques. En tant que banque centrale d'une petite économie ouverte disposant d'une place financière importante, elle a dû s'employer très tôt à assurer la stabilité du système financier, bien avant que cette tâche ne lui soit explicitement assignée par la loi révisée sur la Banque nationale, entrée en vigueur en 2004.

Même si, au cours de son histoire, elle a, ici et là, commis des erreurs ou procédé à des évaluations erronées, nous pouvons constater aujourd'hui, non sans une certaine fierté, que la Banque nationale a accompli ses tâches avec succès, dans l'ensemble, et qu'elle a préservé notre pays de plus grands dommages. Et je ne doute pas qu'elle continue à le faire aujourd'hui encore et à l'avenir également.

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

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale
Berne, le 25 avril 2008

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

Comme l'histoire nous l'a montré, et le président du Conseil nous l'a rappelé tout à l'heure, les festivités organisées à l'occasion de nos différents anniversaires ont souvent été ternies par des situations difficiles.

Il en a été ainsi en 2007. Dès le mois d'août, à la suite de la crise du marché immobilier américain, la confiance dans la qualité de nombreux produits financiers s'est évaporée, ce qui a entraîné d'importants besoins de provision de la part des banques internationales et sapé la confiance des marchés. Il s'en est suivi une détérioration des perspectives conjoncturelles, ainsi que d'importantes corrections boursières.

Pourtant, dans son ensemble, l'année 2007 restera une bonne année du point de vue de l'activité économique. La croissance économique mondiale s'est établie autour de 5%. Cet excellent résultat s'explique d'abord par le dynamisme ininterrompu des pays émergents, notamment en Asie, mais également par des conditions financières particulièrement stimulantes jusqu'au milieu de l'année.

Les performances de l'économie mondiale ont cependant été moins uniformes qu'en 2006. En effet, alors que la croissance élevée des pays émergents se maintenait et que celle de l'économie européenne dépassait sa tendance de long terme, l'activité américaine a sensiblement ralenti à l'automne, dans le sillage de la crise du financement de l'immobilier.

Les derniers mois de l'année 2007 ont été marqués par l'émergence de fortes incertitudes concernant la trajectoire future de l'économie mondiale. Les principales sources d'inquiétude ont été le nouvel envol des prix de l'énergie et, bien entendu, la forte déstabilisation des marchés financiers intervenue à l'automne.

La Suisse n'est pas restée à l'abri de la tourmente. Dès l'été, nous avons assisté chez nous aussi à une correction marquée des valeurs boursières et à un repli des investisseurs vers des actifs moins risqués, en particulier le franc. Ces turbulences ont toutefois eu lieu dans le contexte d'une économie très dynamique. Aussi, malgré le climat orageux des derniers mois, notre économie a-t-elle continué de croître à un rythme soutenu.

Pour la quatrième année consécutive, la croissance du produit intérieur brut réel a été significativement supérieure à son rythme de long terme, atteignant 3,1%. Ce bon résultat tient au fait que notre croissance est fondée sur une assise très large. Comme cela était déjà le cas en 2006, la conjoncture internationale et l'évolution du franc ont soutenu nos exportations. Celles-ci ont enregistré une progression de l'ordre de 10%. Le fait nouveau a été la vigueur de la demande intérieure: d'un côté, la consommation privée a profité de la progression robuste des salaires réels et de l'amélioration continue observée sur le marché du travail; d'un autre, la bonne situation financière des entreprises et les perspectives d'affaires réjouissantes ont stimulé les investissements. La demande interne finale a ainsi progressé de 2% en 2007, contre 1,7% l'année précédente.

Le dynamisme de la demande a favorisé une forte croissance de l'emploi et un repli progressif du taux de chômage, qui s'est inscrit à 2,6% en décembre, en termes corrigés des variations saisonnières. L'économie suisse se trouve ainsi en situation de quasi plein emploi; elle a pu compter sur la flexibilité que lui confère l'immigration en provenance des pays de l'Union européenne.

Ce bilan conjoncturel 2007 est d'autant plus réjouissant que la stabilité des prix a pu être préservée malgré la poussée des prix des matières premières. En moyenne sur l'ensemble de l'année, le renchérissement s'est établi à 0,7%. Au mois de décembre, il a toutefois atteint 2%. Cette accélération a été due en très large partie à la forte poussée du prix du pétrole.

Dans ce climat de bonne conjoncture, il était important que la politique monétaire n'exerce plus d'effets stimulants. Le maintien de taux d'intérêt excessivement bas aurait en effet pu perturber le cadre macroéconomique en augmentant les risques inflationnistes. Pour cette raison, la Banque nationale a poursuivi sa politique de normalisation des conditions monétaires en relevant trois fois de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Le Libor a ainsi passé de 2,1% en début d'année à 2,75% en septembre. Dès ce moment, compte tenu des fortes incertitudes que les turbulences financières faisaient planer sur la croissance à l'horizon de 2008, nous avons laissé inchangée la marge de fluctuation et stabilisé le Libor à hauteur de 2,75%. Cette ligne de conduite a été maintenue jusqu'ici.

Turbulences sur les marchés financiers

Les turbulences financières de ces neuf derniers mois ont fortement brouillé nos éléments d'appréciation. Elles sont porteuses d'importants risques pour l'avenir.

Permettez-moi tout d'abord de revenir sur ce qui s'est passé.

Aux Etats-Unis, après plusieurs années d'envol des prix immobiliers, on a assisté à un renversement de tendance qui a frappé de plein fouet le segment des prêts hypothécaires à haut risque – les fameux *subprime*. Les marchés financiers internationaux ont pris pleinement conscience de la gravité de la situation lorsque les agences de notation ont commencé à dégrader massivement les titres adossés aux crédits *subprime*. Durant l'été, les prix de ces titres ont chuté et leur liquidité a fortement diminué. Ces développements ont alarmé les investisseurs. Les primes de risque ont augmenté et les incertitudes quant aux pertes des banques ont provoqué une crise générale de confiance entre les participants sur le marché financier. Cela a débouché sur une raréfaction de la liquidité sur les principaux marchés monétaires et à un retour de la volatilité sur les marchés boursiers.

Répercussions des turbulences en Suisse

La Suisse a été affectée rapidement par ces turbulences, en raison de l'ouverture de son secteur financier.

En premier lieu, nos deux grandes banques ont subi une forte baisse de leur rentabilité au cours du second semestre 2007. Cette dégradation a été provoquée essentiellement par des pertes liées à leurs activités de banque d'investissement aux Etats-Unis. Une des grandes banques a même enregistré des pertes dont l'ampleur a rendu nécessaire de nouvelles injections de capital. En revanche, les activités de *private banking* sont restées florissantes, de même que la marche des affaires bancaires sur le marché domestique.

Deuxièmement, les turbulences ont entravé le fonctionnement du marché monétaire en francs et provoqué un élargissement des *spreads*, donc une hausse malvenue des taux d'intérêt. La Banque nationale a réagi immédiatement en assouplissant ses conditions de crédit aux banques. Contrairement à une perception erronée des faits, notre action n'a pas visé à augmenter durablement la liquidité en circulation – ce qui aurait pu attiser les tensions

inflationnistes –, mais à alimenter le marché de manière flexible en adaptant les échéances de nos opérations à ses besoins. Nous avons ainsi été amenés à faire des crédits à trois mois, alors que nos échéances passées n'ont jamais dépassé la limite de trente jours. Dans le cadre de mesures concertées avec d'autres banques centrales, nous avons également approvisionné – pour la première fois de notre histoire – nos contreparties avec des liquidités en dollars.

Une troisième conséquence – qui ne s'est pas encore pleinement manifestée – tient au resserrement progressif des conditions du crédit sur notre marché. On peut craindre en effet que les besoins de liquidité des deux grandes banques ne pèsent sur le volume et les conditions du crédit en Suisse. Ce risque est cependant réduit par le fait que le reste de notre secteur bancaire, qui gère près des deux tiers de l'offre de crédits domestiques, a enregistré d'excellents résultats en 2007. Nos statistiques indiquent d'ailleurs que la croissance des crédits n'a pas été affectée jusqu'à présent. Toutefois, du fait des seules incertitudes conjoncturelles des derniers mois, il faut s'attendre à ce que les banques révisent progressivement à la hausse leur appréciation des risques de crédit. Elles pourraient alors relever leurs taux commerciaux ou exiger davantage de garanties de la part de leurs clients. La forte augmentation des primes sur le marché obligataire notée ces derniers mois constitue un indice allant dans ce sens, en tout cas en ce qui concerne les grandes entreprises. Cette tendance pourrait affecter ensuite les conditions de crédit faites aux PME. La Banque nationale mène actuellement une enquête auprès des banques pour mieux apprécier l'évolution des conditions de crédit.

Enseignements à tirer des turbulences

La période de turbulences que nous traversons est riche d'enseignements pour la surveillance des banques et pour la stabilité du système financier. Le Forum de stabilité financière vient d'ailleurs de soumettre au G7 un catalogue de mesures visant à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Nous avons participé activement à son établissement.

Permettez-moi de vous livrer quelques réflexions à ce sujet.

Tout d'abord, il est frappant de constater qu'un problème limité a priori à un segment du mar-

ché hypothécaire d'un seul pays ait pu déboucher sur une crise de dimension globale. Nous nous expliquons cette situation non seulement par la mondialisation des marchés financiers, mais surtout par la fragilisation progressive des banques internationales au cours des dernières années, fragilisation consécutive à leur recherche effrénée de rendement et à la sous-estimation des risques qui en découlent.

En deuxième lieu, les instruments de mesure et de gestion des risques des banques ont été dépassés par la crise. Ainsi, dans le domaine des titres adossés aux crédits hypothécaires, les pertes effectives ont été nettement supérieures au potentiel calculé par les modèles statistiques les plus sophistiqués, et les chocs de liquidité subis par les banques ont été au-delà de ce que prédisaient les scénarios les plus pessimistes. En d'autres termes: les systèmes de mesure des risques ont failli, alors même qu'ils avaient préalablement retenu toute l'attention des experts les plus avisés. Ce raccourci un peu brutal ne vise pas à jeter l'opprobre sur les banques, mais plutôt à rappeler qu'aucun modèle ne peut capter de manière satisfaisante la complexité des instruments financiers et de l'environnement économique dans lequel les banques évoluent aujourd'hui.

En troisième lieu, les événements des derniers mois peuvent faire douter de l'efficacité des normes de surveillance bancaire appliquées jusqu'ici. Il est alors naturel de demander que les systèmes de mesure des risques, la surveillance et la réglementation des banques soient encore affinés. Il existe certes un potentiel d'amélioration dans ces domaines – et il doit être exploité. Néanmoins, nous devons admettre que la voie d'une réglementation toujours plus détaillée constitue une réponse incomplète à l'accroissement de la complexité des activités bancaires. Les événements des derniers mois nous invitent bien plus à tirer les conséquences de la capacité limitée des banques à mesurer leurs risques et – corollaire inévitable – de la capacité modeste des autorités à les surveiller. Ainsi, il serait naïf de croire que des normes de fonds propres pondérées – même avec les précieuses améliorations apportées par Bâle II – puissent livrer une appréciation infaillible de l'adéquation en capital de nos banques. Il subsiste une marge d'erreur substantielle et celle-ci doit être prise en compte. Pour la couvrir de manière adéquate, les exigences traditionnelles en matière de capitalisa-

tion, de liquidité et de degré d'endettement des banques devront être rendues plus sévères. Cela est particulièrement nécessaire pour une place financière comme la nôtre, qui compte des banques de dimension internationale et dont les activités de *private banking* – qui exigent une réputation irréprochable – constituent une source essentielle de revenus.

Enfin, les banques qui ont été malmenées lors des turbulences financières se devront d'examiner de manière critique divers aspects de leur gouvernance d'entreprise. En particulier, il conviendra qu'elles s'interrogent sur le rôle de leur conseil d'administration dans l'exercice des *checks and balances* nécessaires à une gestion efficace des risques et qu'elles corrigent les excès de leur système de rémunération afin qu'il ne privilégie pas les résultats de court terme au détriment des performances de longue durée. Cette dernière question est débattue depuis des années déjà; il est temps d'y apporter une réponse appropriée.

Implications des turbulences pour la politique monétaire

Les turbulences sur les marchés financiers ont également eu des implications en matière de politique monétaire. La Banque nationale a veillé à ce qu'elles n'entraînent pas un resserrement inopportun des conditions de crédit dans notre pays.

En effet, l'augmentation des primes de risque que nous avons observée en automne renchérit *de facto* les conditions de financement des banques et des entreprises. En modérant l'évolution des taux d'intérêt, la politique monétaire peut éviter que cette hausse des primes de risque ne débouche sur un ralentissement de l'activité économique. Sur ce plan, l'objectif opérationnel de la Banque nationale – une marge de fluctuation pour le taux Libor à trois mois – présente le grand avantage de tenir compte de la prime de risque supportée par les banques dans leurs opérations de refinancement. Comme les banques répercutent cette prime de risque sur les conditions de crédit faites à leurs clients, le Libor est représentatif du degré de restriction sur le marché du crédit. La Banque nationale en a été bien consciente et s'est appliquée, ces derniers mois, à stabiliser le Libor à 2,75%, soit à un niveau que nous jugeons approprié pour assurer la stabilité des prix à moyen terme dans les circonstances présentes.

Résurgence des risques inflationnistes

Les turbulences financières ne doivent pas nous faire oublier notre mandat de préservation de la stabilité des prix à moyen terme. Sur ce plan, l'année 2007 a été marquée par une dégradation de l'environnement en raison d'une forte augmentation des prix des matières premières. En effet, les indicateurs synthétisant l'évolution des prix des produits de base ont affiché une croissance allant de 15% à 40% selon l'indice retenu, et le prix du baril de pétrole a progressé de presque 50% en un an. Même les denrées alimentaires ont vu leurs prix augmenter de plus de 20% sur les marchés internationaux; cela constitue un chiffre éloquent quand on sait que, ces dernières années, les prix de ces produits avaient plutôt eu tendance à stagner.

Les causes principales de cette envolée des prix des produits de base résident, d'une part, dans la croissance solide de la demande en provenance des économies émergentes et, d'autre part, dans les faibles capacités excédentaires d'extraction ou de production. A notre avis, il ne faut pas s'attendre dans un proche avenir à ce que cette situation évolue notablement dans une direction ou dans une autre.

Au cours du dernier trimestre de 2007, l'augmentation du prix du pétrole – bien que partiellement compensée par l'affaiblissement du dollar – a provoqué une accélération rapide de notre taux de renchérissement, qui est passé de 0,7% en septembre à 2% en décembre. Bien que prononcée, la flambée des prix des autres produits de base n'a, en revanche, exercé qu'une influence modérée sur l'inflation en Suisse. En effet, les matières premières n'entrent pas directement dans le panier de référence fondant l'indice des prix, si bien que leur renchérissement ne l'a que peu affecté. Par contre, les effets indirects, c'est-à-dire la majoration des prix des biens et services consécutive à l'augmentation des coûts de production des entreprises, représentent un potentiel inflationniste bien plus inquiétant. Cette répercussion est pourtant demeurée modérée l'an dernier, car la situation de forte concurrence qui a régné sur de nombreux marchés a fait que beaucoup d'entreprises ont renoncé à reporter sur les consommateurs les hausses de leurs coûts. De plus, la modération de la progression des coûts salariaux et les gains de productivité enregistrés au cours des dernières années ont permis aux entreprises d'absorber une bonne partie des coûts supplémentaires entraînés par l'envol des prix des matières premières.

A la fin de l'an dernier et au premier trimestre de cette année, la retenue des entreprises a toutefois fait place à des ajustements de coûts plus fréquents et plus marqués. A l'évidence, les facteurs modérateurs à l'œuvre jusqu'ici ont peu à peu perdu de leur intensité. Le taux d'inflation a ainsi atteint 2% en décembre et a même dépassé ce niveau ces derniers mois. En 2008, une intensification des reports de coûts ne peut être exclue.

Deux raisons étayent mes craintes à ce sujet. Premièrement, la pression sur les marges s'est accentuée du fait de la progression accélérée des coûts salariaux à la fin de 2007, alors que les gains de productivité fléchissaient en raison de capacités techniques de production toujours plus fortement sollicitées. Des ajustements visant à défendre les marges sont donc probables. Deuxièmement, la bonne marche actuelle de l'économie encourage les entreprises à reconstituer les marges qu'elles avaient comprimées pour maintenir leurs parts de marché face à une concurrence intense. On ne saurait exclure que certaines d'entre elles ne répercutent plus que proportionnellement les hausses de coûts supportées par le passé.

Sans sous-estimer la montée de ces risques, la Banque nationale reste toutefois confiante face aux perspectives d'inflation à moyen et long terme. Notre assurance repose essentiellement sur le fait que la politique monétaire de ces trois dernières années a progressivement normalisé le niveau des taux d'intérêt. Nous avons ainsi relevé à dix reprises la marge de fluctuation du Libor depuis 2004, pour porter les taux d'intérêt à un niveau compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. Grâce à cette politique préventive, les perspectives d'inflation ne se sont pas dégradées malgré les poussées inflationnistes de ces derniers mois.

De plus, notre confiance dans le maintien de la stabilité des prix est renforcée par l'évolution de nos agrégats monétaires. Contrairement à ce que l'on observe chez nos voisins, nos agrégats monétaires évoluent de manière compatible avec une inflation stable à moyen et long terme, et ce depuis plusieurs années déjà. Les hausses successives de taux d'intérêt ont conduit à des transferts des dépôts à vue et d'épargne vers les dépôts à terme, qui sont généralement mieux rémunérés. Ainsi, en 2007, les agrégats M1 et M2 ont continué de décroître et M3 n'a enregistré qu'une progression modeste. L'excédent de monnaie, apparu en 2003,

a maintenant disparu, ce qui est de bon augure pour la stabilité future des prix.

Enfin, depuis quelques mois, le marché des changes a largement corrigé la baisse du franc face à l'euro observée précédemment, un mouvement qui renchérisait les produits importés. Le redressement du franc crée un environnement plus favorable à la préservation de la stabilité des prix à moyen terme. Ce changement des conditions monétaires nous a permis de laisser les taux d'intérêt inchangés lors de notre appréciation de la situation économique et monétaire en mars.

Perspectives mitigées pour 2008

Malgré le fait que notre économie enregistre encore d'excellents résultats, l'année 2008 est marquée de grandes incertitudes. La situation sur les marchés financiers n'est pas encore stabilisée et un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale est en cours. Notre économie, avec son important secteur financier et sa forte présence sur les marchés internationaux, ne manquera pas d'en être affectée. Par ailleurs, la montée des prix des matières premières, notamment du pétrole, provoque une poussée de l'inflation.

Ces différents éléments créent un environnement délicat pour la politique monétaire et l'incertitude ambiante est peu favorable à nos entreprises. J'ai cependant confiance dans le fait que la Suisse passera au travers de ces écueils sans dommage majeur. D'une part, notre économie est très compétitive. Les réformes entreprises ces dernières années ont rendu la place de production helvétique capable de s'ajuster aux besoins changeants de l'économie mondiale et aux tensions sur le marché des changes. D'autre part, la politique prudente de normalisation des taux d'intérêt que nous avons menée depuis 2004 a resserré progressivement le cadre monétaire, si bien que la stabilité des prix devrait pouvoir être préservée sur le moyen terme.

C'est sur ces paroles d'espoir que je clos cet exposé. Je vous remercie de votre attention et, surtout, du soutien que vous apportez aux efforts de la Banque nationale pour garantir la stabilité monétaire du pays.

The emergence of information sharing in credit markets

Martin Brown et Christian Zehnder
Working Paper 2008-1

Lorsqu'elles examinent des demandes de prêt, les banques se basent non seulement sur les informations qu'elles récoltent elles-mêmes, mais aussi – et de plus en plus – sur des informations fournies par d'autres prêteurs. Cet échange d'informations entre prêteurs se fait souvent d'une manière bénévole par l'intermédiaire de bureaux de crédit privés, tels que le centre d'informations de crédit (ZEK) en Suisse et la *Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung* (Schufa) en Allemagne. Les banques profitent de l'échange d'informations, car il les aide à évaluer la qualité de nouveaux demandeurs de crédits. L'échange d'informations accroît toutefois la concurrence entre prêteurs pour ce qui est de leur clientèle respective. Les banques pourraient donc s'en garder lorsqu'elles opèrent sur des marchés de crédit très compétitifs.

La présente étude – qui porte sur un marché du crédit expérimental – présente une analyse des conditions dans lesquelles les prêteurs échangent bénévolement des informations relatives à leurs emprunteurs. Il résulte de cette analyse que les prêteurs qui disposent de peu de renseignements sur de nouveaux emprunteurs sont plus enclins à échanger des informations entre eux. Comme prévu, une forte concurrence entre prêteurs implique un échange d'informations moindre. Néanmoins, les effets négatifs sur l'échange d'informations qui résultent de la concurrence sont moins importants que les répercussions positives qui découlent des efforts fournis par les banques pour obtenir des informations.

Intelligible factors for the yield curve

Yvan Lengwiler et Carlos Lenz
Working Paper 2008-2

Pour comprendre un sujet complexe tel que la structure des taux, il est opportun de réduire l'étendue du problème au moyen d'un petit nombre de facteurs qui décrivent le sujet. L'hypothèse qui sous-tend ce procédé part du fait qu'il existe une relation simple entre ces facteurs et la structure des taux et que les facteurs en question reproduisent les spécificités principales de cette structure. Il suffit alors de décrire la dynamique des facteurs, ceux-ci permettant aux auteurs de tirer des conclusions quant aux caractéristiques fondamentales de l'évolution de la structure des taux. Les auteurs construisent un modèle factoriel de la structure des taux et représentent les facteurs sous forme de séries chronologiques, de sorte que les innovations soient mutuellement orthogonales. En même temps, les facteurs sont établis de manière à permettre des interprétations claires et intuitives. Les «facteurs intelligibles» qui en résultent doivent se révéler utiles pour les professionnels du domaine de l'investissement lorsqu'ils examinent les attentes afférentes à la structure des taux et à la dynamique qu'elle renferme. L'application du modèle à la structure des taux du Trésor américain permet de faire une distinction entre les changements de situation concernant la politique monétaire et les «surprises» en matière de politique monétaire, qui sont en fait rares. Deux événements sont perçus comme tels, à savoir le 11 septembre 2001 et la réaction de la Fed à la crise des *subprime* en août 2007.

Forecasting the Swiss economy using VECX models: An exercise in forecast combination across models and observation windows

**Katrin Assenmacher-Wesche
et M. Hashem Pesaran
Working Paper 2008-3**

Le présent document porte sur la prévision de la production, de l'inflation et des intérêts à court terme en Suisse, établie à l'aide de modèles vectoriels à correction d'erreur. Il traite trois manières différentes de gérer les incertitudes de prévision. Premièrement, les auteurs examinent l'effet de l'incertitude quant aux modèles sur la performance des prévisions en établissant la moyenne des prévisions à partir de différents modèles. Deuxièmement, les relations économiques peuvent être sujettes à des ruptures structurelles. Il est possible de tenir compte de ces dernières en évaluant un modèle à partir de différents échantillons, puis en regroupant les prévisions. Troisièmement, les auteurs cherchent à savoir si l'utilisation de différentes pondérations, reprises de la littérature sur l'apprentissage machine, améliore la prévision moyenne.

Les auteurs constatent que l'établissement de la moyenne des prévisions à partir de différents modèles réduit considérablement l'erreur de prévision. Pour ce qui est de l'amélioration de la précision de prévision, il apparaît que la moyenne des prévisions issue de différents échantillons est au moins aussi éloquente que la moyenne résultant de différents modèles. De plus, l'établissement de la moyenne utilisant les deux dimensions montre que celles-ci sont complémentaires et permet de diminuer davantage l'erreur de prévision. Inversement, l'effet sur la précision de prévision découlant d'autres schémas de pondération est faible dans le cas présent lorsque les prévisions sont combinées les unes avec les autres.

Foreign bank entry, institutional development and credit access: firm-level evidence from 22 transition countries

**Maria Clara Rueda Maurer
Working Paper 2008-4**

Le présent document étudie la manière dont la protection des droits des créanciers influence la présence de banques étrangères et son impact sur l'accès des entreprises au crédit. Se basant sur un échantillon de plus de 6000 entreprises dans 22 pays en transition, l'auteur constate que plus les procédures de faillite perdent de leur efficacité, plus la présence de banques étrangères permet d'écarter les entreprises de petite taille et les sociétés opaques. Inversement, plus la protection des droits des créanciers augmente, plus la relation positive faiblit entre la présence de banques étrangères et les restrictions imposées aux entreprises en matière de crédit. Ces résultats sont robustes à l'endogénéité des banques étrangères. L'interaction entre les banques étrangères et la protection des droits des créanciers expliquerait donc la disparité des résultats d'études antérieures portant sur l'impact de la présence de banques étrangères. Dans les pays garantissant une protection adéquate des droits des créanciers, la présence de banques étrangères peut bénéficier à toutes les entreprises. Par contre, dans les pays où la protection de ces droits est faible, il est probable que la présence de banques étrangères conduise à une crise des crédits.

Are weekly inflation forecasts informative?

Marlene Amstad et Andreas M. Fischer
Working Paper 2008-5

Quelle est la valeur informative de prévisions d'inflation hebdomadaires? Bien que plusieurs banques centrales examinent et discutent leur politique monétaire sur une base bimensuelle, les analystes ont rarement tenté d'établir des prévisions systématiques de l'inflation sous-jacente suivant un tel rythme décisionnel. Le fait de disposer d'informations et de révisions macroéconomiques en temps voulu est assurément une source d'information importante pour l'analyse en temps réel. Les auteurs incluent des informations en temps réel qu'ils tirent de publications et de révisions macroéconomiques dans les actualisations hebdomadaires de l'inflation sous-jacente mensuelle en Suisse. La procédure utilisée repose sur une méthode de facteur commun. Se basant sur des estimations hebdomadaires de l'inflation sous-jacente, il devient intéressant de mettre à jour les prévisions au moins deux fois par mois.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Le 19 juin 2008, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, de laisser inchangée à 2,25%-3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
CH-8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Copyright

Banque nationale suisse, 2008
Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Prix

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

Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse

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

français:
www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand:
www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais:
www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

Internet

www.snb.ch