

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Décembre 4/2008 26<sup>e</sup> année



# Contenu

5	<b>Aperçu</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
46	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
50	<b>SNB Working Papers: résumés</b>
54	<b>Chronique monétaire</b>
56	<b>Table des matières, 26<sup>e</sup> année, 2008</b>



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

Dans un contexte d'intensification des turbulences sur les marchés financiers, la conjoncture s'est considérablement dégradée au cours du deuxième semestre de 2008. Au troisième trimestre, la performance économique mesurée au PIB réel a reculé dans les trois grands espaces économiques (Etats-Unis, zone euro et Japon); les pays émergents ont eux aussi perdu de leur vigueur. La confiance des entreprises des secteurs secondaire et tertiaire a continué de fléchir au quatrième trimestre. Les consommateurs ont également affiché un pessimisme croissant eu égard à la détérioration attendue de la situation sur le marché du travail. Par conséquent, la BNS a sensiblement revu à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2009 et 2010.

En Suisse également, le ralentissement de la conjoncture s'est poursuivi au troisième trimestre. Contrairement à ce qui a été observé aux Etats-Unis et dans la zone euro, la croissance du BIP n'a cependant pas été négative. A partir de septembre, la crise de confiance s'est nettement accentuée. Etant donné la détérioration des perspectives économiques, la Confédération a adopté début novembre un train de mesures d'un montant d'un milliard et demi de francs en vue de soutenir l'économie.

A court terme, la BNS prévoit un recul du PIB. Pour l'ensemble de l'année 2009, elle table sur une baisse comprise entre 0,5% et 1%. Les exportations devraient pâtir de l'environnement international défavorable, ce qui devrait à son tour se répercuter de façon négative sur les investissements et la demande de main-d'œuvre.

Lors de son examen trimestriel de la situation de décembre, la BNS a décidé d'abaisser de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, la portant ainsi à 0,0%–1,0%.

### Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 46)

Les quelque 180 représentants de divers secteurs et branches économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre septembre et novembre ont signalé une dégradation sensible des perspectives en ce qui concerne la marche de leurs affaires. Les entreprises d'exportation notamment ont été confrontées à un fort recul des entrées de commandes à partir de la mi-septembre. Les interlocuteurs des secteurs de la construction, du commerce de détail et de l'hôtellerie et de la restauration ont en revanche fait état d'une demande (encore) robuste. Cependant, eux aussi pensent que 2009 sera une année difficile.

### SNB Working Papers (page 50)

Résumés de cinq articles: Barbara Rudolf et Mathias Zurlinden, *Measuring capital stocks and capital services in Switzerland*, SNB Working Paper 2008-11; Philip Sauré, *How to Use Industrial Policy to Sustain Trade Agreements*, SNB Working Paper 2008-12; Thomas Bolli et Mathias Zurlinden, *Measuring growth of labour quality and the quality-adjusted unemployment rate in Switzerland*, SNB Working Paper 2008-13; Samuel Reynard, *What drives the Swiss franc?*, SNB Working Paper 2008-14; Daniel Kaufmann, *Price-Setting Behaviour in Switzerland – Evidence from CPI Micro Data*, SNB Working Paper 2008-15.

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de décembre 2008

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

## Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
10	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
17	2.1 Evolution du PIB
17	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
20	2.3 Emploi et marché du travail
21	2.4 Utilisation des capacités de production
22	2.5 Prix
24	2.6 Perspectives économiques
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
30	3.2 Cours de change
32	3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier
35	3.4 Agrégats monétaires
37	3.5 Crédits
39	4 Prévision d'inflation de la BNS
39	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
41	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
29	<a href="#">Nouvelles mesures appliquées par la BNS pour gérer le marché monétaire</a>
39	<a href="#">La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire</a>

## Avant-propos

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

La Banque nationale attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il explique l'appréciation que la BNS porte sur la situation économique 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 décembre 2008. Les chapitres «Décision de politique monétaire» et «Prévision d'inflation de la BNS» tiennent compte des décisions de politique monétaire que la Direction générale a prises jusqu'à la mi-décembre 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

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 11 décembre 2008, la Banque nationale suisse a décidé d'abaisser avec effet immédiat de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, qui passe ainsi à 0,0%–1,0%. Elle continuera à alimenter le marché monétaire en francs suisses d'une manière généreuse et flexible. Elle mettra tout en œuvre afin d'amener progressivement le Libor dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

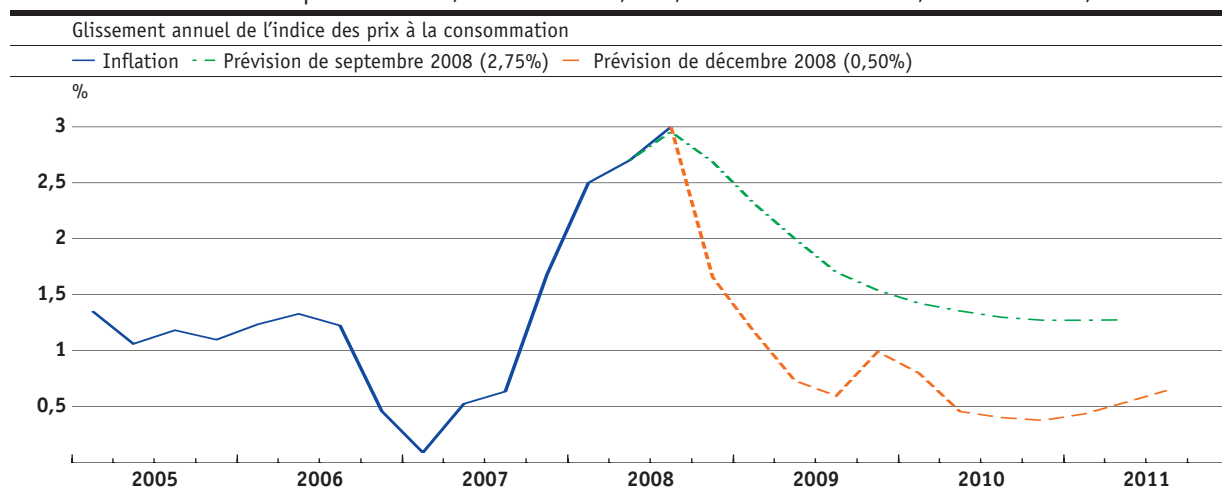
L'environnement économique international s'est fortement détérioré au cours de ces derniers mois. L'activité économique est en recul tant aux Etats-Unis qu'en Europe, alors qu'elle a ralenti fortement en Asie. La situation sur les marchés financiers internationaux s'est dégradée une nouvelle fois dès le mois de septembre. L'économie suisse sera affectée de plein fouet par ces évolutions. La Banque nationale prévoit que la croissance du PIB sera négative l'an prochain. Elle devrait se situer entre -0,5% et -1%.

Les perspectives conjoncturelles défavorables et la baisse du prix du pétrole ont conduit à une révision radicale de la prévision d'inflation. Le renchérissement se repliera d'une manière importante au cours de l'an prochain. Il restera bas par la suite. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,5%, la Banque nationale table désormais sur un renchérissement annuel moyen de 0,9% en 2009 et de 0,5% en 2010.

L'amélioration des perspectives en matière de renchérissement a dégagé une marge de manœuvre que la Banque nationale exploite de manière résolue. En abaissant une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor, la Banque nationale veut réduire les risques d'aggravation de la situation et soutient ainsi l'évolution économique.

La Banque nationale continuera d'observer attentivement l'évolution de la conjoncture internationale, des marchés financiers et du marché des changes. Elle prendra de nouvelles mesures si la situation l'exige.

Prévisions d'inflation de septembre 2008, avec Libor à 2,75%, et de décembre 2008, avec Libor à 0,50%



Source: BNS

### Prévisions d'inflation de septembre 2008 et de décembre 2008

Inflation annuelle moyenne en %	2008	2009	2010
Prévision de septembre 2008, Libor à 2,75%	2,7	1,9	1,3
Prévision de décembre 2008, Libor à 0,50%	2,5	0,9	0,5

Source: BNS

# 1 Environnement international

Au cours du deuxième semestre de 2008, la conjoncture internationale s'est considérablement dégradée. Au troisième trimestre, la performance économique mesurée au PIB réel a reculé dans les trois grands espaces économiques (Etats-Unis, zone euro et Japon); les pays émergents ont eux aussi perdu de leur vigueur. D'après les indices des directeurs d'achats, la confiance des entreprises des secteurs secondaire et tertiaire a fléchi de façon radicale, en raison du net tassement des entrées de commandes et de la baisse du taux d'utilisation des capacités de production. Les consommateurs ont eux aussi affiché un pessimisme croissant eu égard à la détérioration attendue de la situation sur le marché du travail.

La conjoncture s'est dégradée dans un contexte de turbulences accrues sur les marchés financiers. Suite à la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers aux Etats-Unis à la mi-septembre, la crise s'est propagée dans le monde entier. Les primes de risque de crédit sont montées en flèche, atteignant des valeurs records depuis le début de la crise financière. L'incertitude pesant sur les bilans des banques et la perte de confiance massive des acteurs du marché monétaire ont poussé les banques centrales à recourir à tout un éventail de mesures destinées à accroître les liquidités. La chute des cours des actions révèle l'ampleur de la crise financière. En octobre, l'indice MSCI mondial s'est effondré, perdant plus de 20%, et a continué à fléchir en novembre. Les taux de change sont eux aussi devenus nettement plus volatils. La croissance

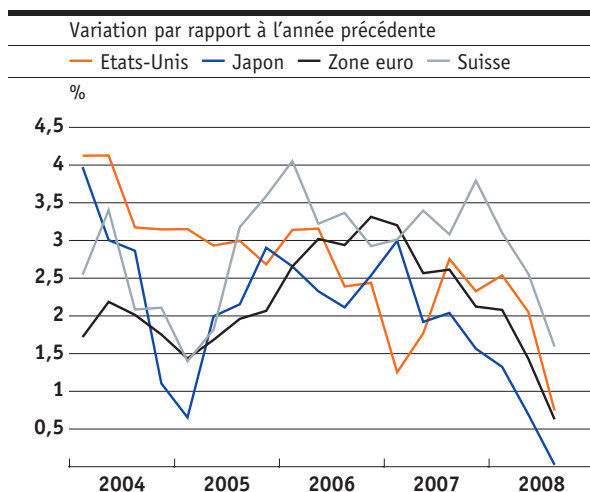
des volumes de crédit est, certes, restée robuste jusqu'au quatrième trimestre. Il est toutefois à craindre que la crise financière se répercute sur la politique d'octroi de crédits des banques commerciales, ce qui accentuerait l'effet négatif sur la conjoncture.

Les perspectives conjoncturelles se sont considérablement assombries par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs avancés de l'OCDE annoncent une récession mondiale. Le net recul des prix des matières premières, notamment du pétrole, ainsi que les mesures prises par les gouvernements et les banques centrales en vue de soutenir l'économie devraient cependant limiter les risques de ralentissement conjoncturel. La BNS a fortement revu à la baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 2009 et 2010. Etant donné le mauvais fonctionnement de l'intermédiation financière et le niveau élevé d'endettement des ménages américains, elle table sur une reprise très lente à moyen terme.

## Changement de cap de la politique monétaire

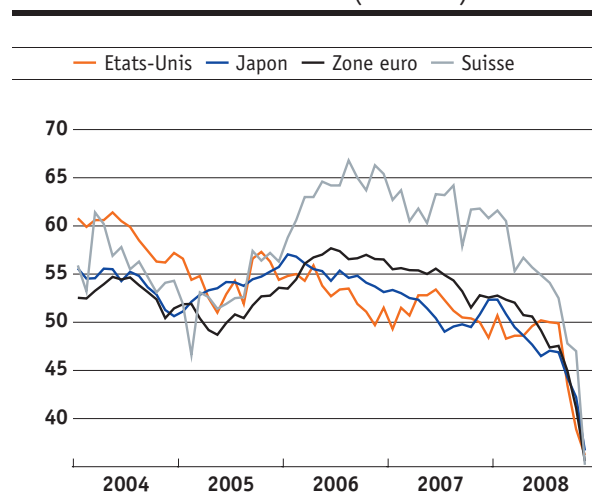
Face à l'intensification des turbulences sur les marchés financiers au mois d'octobre et aux données économiques négatives, plusieurs banques centrales, dont la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse (BNS), ont abaissé leurs principaux taux directeurs de 50 points de base dans le cadre d'une action concertée. Ce même mois d'octobre et en décembre également, la Réserve fédérale améri-

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



Sources: BNS, SECO et Thomson Datastream.

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



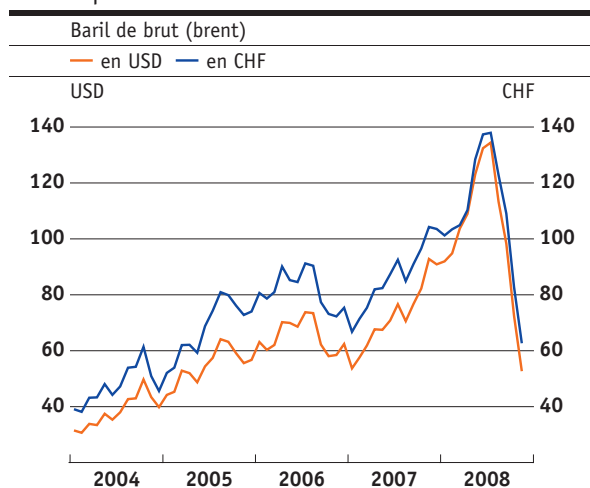
Source: Thomson Datastream.

caine a procédé à de nouvelles baisses de son taux directeur, le ramenant à un niveau proche de zéro (marge de fluctuation 0,0%–0,25%). La Réserve fédérale des Etats-Unis a en outre étendu les mesures destinées à accroître les liquidités en créant de nouvelles facilités de financement. Pour la BCE, l'action coordonnée menée début octobre marque un changement de ton. En novembre et en décembre, la BCE a encore assoupli le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 et de 75 points de base, pour le fixer à 2,5%. La BCE a justifié le changement d'orientation de sa politique monétaire par la réduction des risques d'inflation et l'accroissement des risques liés à la croissance. En outre, la BCE a procédé à des appels d'offres à taux fixe afin de stabiliser les marchés monétaires, réduit de 100 points de base le corridor entre le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt et élargi la gamme des sûretés éligibles. La banque centrale du Japon, qui n'a pas participé à cette action coordonnée de baisse des taux, a toutefois déclaré qu'elle soutenait fermement ces actions de politique monétaire. Peu après (fin octobre), elle a abaissé son taux de l'argent au jour le jour de 0,5% à 0,3% et a fortement révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation. Dans la plupart des autres pays asiatiques, la politique monétaire a également été assouplie après avoir été majoritairement placée sous le signe du durcissement jusqu'au milieu de l'année. La banque centrale de Chine a nettement changé de cap en baissant à plusieurs reprises ses taux directeurs et son taux des réserves minimales.

### Des mesures de soutien également de la part des gouvernements

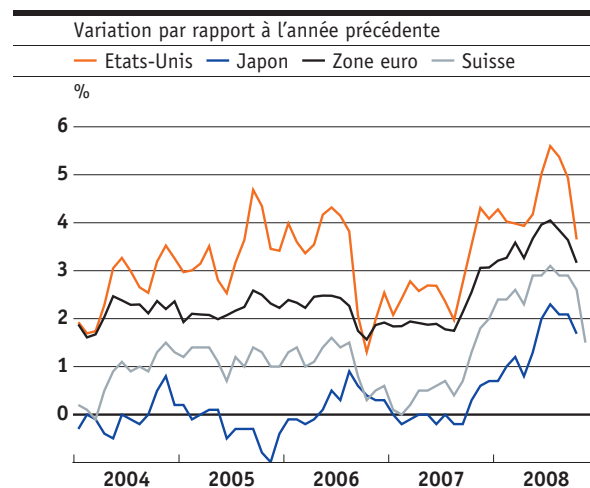
Dans de nombreux pays, les impulsions de politique monétaire ont été soutenues par des mesures fiscales. Le Trésor américain a adopté fin septembre un train de mesures (dénommé «plan Paulson»), doté d'une enveloppe de 700 milliards de dollars et destiné à soutenir le secteur financier essentiellement au moyen d'injections de capitaux dans les banques. Par ailleurs, un paquet fiscal considérable (environ 500 milliards de dollars, soit 4% du PIB) est attendu de la part de la nouvelle Administration et du nouveau Congrès des Etats-Unis dès le début de l'année 2009, afin de venir en aide à l'économie. La Commission européenne propose un plan de relance économique de 200 milliards d'euros (soit 1,5% du PIB) pour 2009 et 2010, comportant d'une part des mesures de stimulation de la demande et de l'emploi, et d'autre part des programmes de soutien de la compétitivité et de promotion des investissements durables. De nombreux pays de l'UE – dont l'Allemagne, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Espagne – ont déjà élaboré des plans fiscaux. Le Japon a quant à lui voté un plan de relance économique de 5000 milliards de yens (ce qui correspond à 1% du PIB), qui prévoit notamment des injections de capitaux dans le secteur bancaire ainsi que des mesures d'allègement fiscal pour les ménages. D'autres pays asiatiques, tels la Chine et les «tigres asiatiques», ont eux aussi opéré un virage radical en matière de politique fiscale. Des budgets gouvernementaux sains ont procuré à ces pays la marge de manœuvre nécessaire à une politique fiscale expansionniste.

Graphique 1.3  
Prix du pétrole



Sources: BNS et Reuters.

Graphique 1.4  
Prix à la consommation



Sources: OFS et Thomson Datastream.

Le gouvernement chinois a élargi le paquet fiscal prévu pour les deux prochaines années dans le cadre du plan quinquennal, le portant à 4 000 milliards de yuans (soit environ 16% du PIB), une partie du budget supplémentaire devant être débloqué dès fin 2008. Ce budget supplémentaire sera en grande partie consacré à des dépenses d'infrastructure.

### Chute brutale de la consommation aux Etats-Unis

Au troisième trimestre, le PIB des Etats-Unis s'est inscrit en baisse de 0,5% après avoir connu une croissance solide et inattendue au deuxième trimestre (2,8%). Ce recul reflète surtout la faiblesse de la demande intérieure. La consommation privée qui, au deuxième trimestre, avait été encore sensiblement soutenue par les crédits d'impôt accordés aux ménages, a fléchi pour la première fois depuis fin 1991. Tandis que la contraction des investissements en biens d'équipement et dans la construction de logements s'est poursuivie, le secteur de la construction de bâtiments industriels et commerciaux est resté étonnamment robuste et a, conjointement avec des exportations dynamiques, soutenu la croissance économique. La situation sur le marché du travail s'est détériorée davantage. Le taux de chômage a augmenté, passant à 6,7% au mois de novembre, soit son plus haut niveau depuis mars 1994.

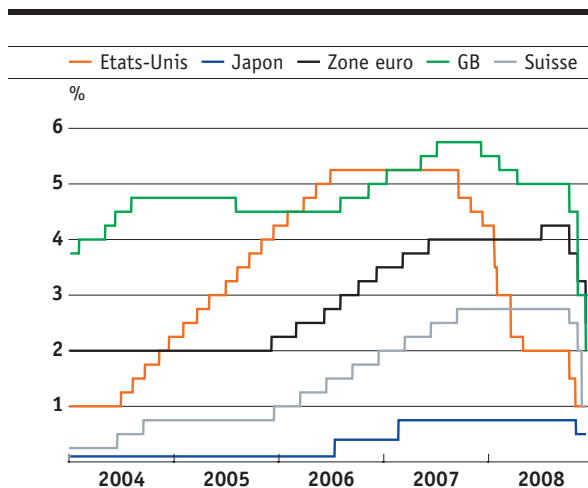
Il faut s'attendre à de nouvelles contractions du PIB au cours des prochains trimestres. La baisse des prix des maisons et la chute des cours boursiers, associées au resserrement des conditions de

crédit et à l'accroissement du chômage, laissent augurer une croissance très faible de la consommation, même si le recul du prix de l'essence soutiendra le pouvoir d'achat. S'ajoutent à cela des effets ralentisseurs émanant de l'étranger. Les investissements devraient générer des impulsions négatives très limitées par rapport à la récession de 2001, étant donné que les entreprises ont investi avec prudence au cours de la dernière embellie. En outre, compte tenu des premiers signes annonciateurs d'une stabilisation de la demande sur le marché immobilier (stabilisation des ventes de biens immobiliers et de l'offre excédentaire de logements vides), les impulsions négatives provenant des investissements en constructions devraient faiblir progressivement. La BNS table sur un tassement du PIB de 0,8% pour 2009, alors que sa prévision de croissance s'élevait encore à 1,3% en septembre dernier.

### Zone euro en récession

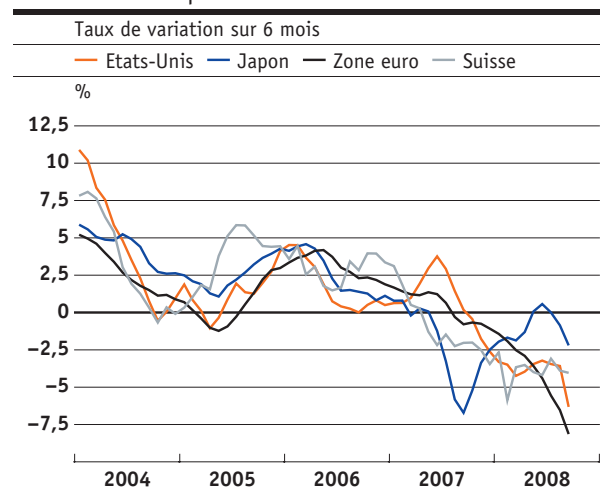
Dans la zone euro, le PIB a fléchi de 0,8% au troisième trimestre après avoir reculé de 0,7% dès le deuxième trimestre. La détérioration des perspectives conjoncturelles a entraîné un repli des dépenses d'investissement et un tassement de la croissance annuelle des exportations. La croissance soutenue de la consommation publique a cependant évité un recul plus marqué. Malgré la baisse du prix du pétrole, la consommation privée a stagné après avoir été négative pendant deux trimestres. Tandis que les petites économies ont résisté, l'Allemagne et l'Italie ont connu les baisses de croissance les plus importantes et l'Espagne a même vu son

Graphique 1.5  
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Datastream.

Graphique 1.6  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE.

PIB reculer pour la première fois depuis 1993. Les prévisions pour l'emploi dans l'industrie manufacturière se sont considérablement détériorées au cours des derniers mois. Cette branche – dont la contribution à la valeur ajoutée totale est modeste, mais joue néanmoins un rôle important en raison de son caractère hautement cyclique – s'est nettement affaiblie depuis le milieu de l'année. La production automobile, notamment, est sévèrement touchée.

Le ralentissement économique va s'accroître dans la zone euro. Les perspectives en matière d'exportations et d'investissements pour le semestre d'hiver se sont assombries. Les préoccupations des consommateurs quant à l'évolution du marché du travail devraient elles aussi freiner la conjoncture, bien que le repli marqué du chômage enregistré lors du précédent redressement devrait encore soutenir la consommation privée à court terme. La situation sur les marchés du crédit est restée tendue. L'impact du resserrement croissant des conditions de crédit sur la politique d'octroi de crédits menée par les banques commerciales est encore incertain. La baisse des prix des matières premières, alliée à la faiblesse de l'euro et aux mesures prises par certains Etats ainsi que par la BCE, pourraient stabiliser la situation économique à moyen terme. La BNS table désormais sur un recul du PIB de 0,8% pour 2009, contre une croissance de 0,9% prévue en septembre.

### **Ralentissement conjoncturel observé également en Asie**

Au Japon, le PIB s'est replié de 1,8% au troisième trimestre après un premier semestre faible. Cette évolution s'explique par un nouveau recul des investissements en biens d'équipement et par la croissance modérée des exportations. Les investissements en constructions ont progressé, mais sont restés à un niveau inférieur à celui enregistré au milieu de l'année précédente, les dépenses dans ce secteur ayant fortement baissé en raison du durcissement des prescriptions en matière de construction.

La hausse des prix des matières premières, qui s'est poursuivie jusqu'au milieu de l'année, ainsi que la morosité de la demande de consommation ont eu un impact sensible sur l'industrie manufacturière. Cela se reflète dans le recul de la production industrielle qui s'est amorcé dès le début de l'année 2008. Les perspectives se sont de nouveau assombries. Le ralentissement de la demande extérieure observé depuis le milieu d'année ainsi que la forte appréciation du yen ont affaibli les perspec-

tives de gains de l'industrie d'exportation et laissent augurer une diminution des investissements en 2009. La récente baisse des prix des matières premières et la mise en œuvre du paquet fiscal devraient générer des impulsions positives. La BNS prévoit un recul du PIB de 0,4% pour 2009. En septembre, elle misait encore sur une croissance de 1,2%.

En Chine aussi, la croissance a faibli au troisième trimestre. Après avoir encore progressé de 9% par rapport au troisième trimestre de 2007, le PIB affiche, pour la première fois depuis fin 2005, une croissance à un chiffre seulement. Le ralentissement de la croissance des exportations et des investissements en constructions ainsi que les restrictions temporaires de production imposées par le gouvernement en raison des Jeux olympiques ont freiné la conjoncture. La nette détérioration du moral des producteurs indique que le ralentissement conjoncturel pourrait affecter durablement l'industrie. La demande intérieure est restée robuste jusqu'à présent. Les incitations de l'Etat destinées aux ménages et la croissance stable des revenus devraient compenser l'effet de patrimoine négatif dû à la baisse des cours des actions et des prix de l'immobilier en Chine. Le paquet fiscal de grande envergure devrait toutefois modérer le tassement de la croissance de l'économie chinoise.

La Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour ont aussi perdu de leur vigueur au troisième trimestre. Le BIP n'a augmenté en moyenne que de 1,7% par rapport au troisième trimestre de 2007, contre 4,4% au trimestre précédent. Le ralentissement conjoncturel semble reposer sur une assise toujours plus large. Les exportations, notamment, se sont essouffées depuis le milieu de l'année, freinant ainsi la conjoncture industrielle.

### **Net recul du renchérissement des prix à la consommation**

Dans les pays industrialisés, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation s'est replié depuis juillet, après avoir, les mois précédents, atteint les valeurs les plus élevées depuis le début des années 90. Le recul des prix de l'énergie ainsi que la baisse du renchérissement des prix de l'alimentation ont eu un effet modérateur, qui continuera de tirer les taux de renchérissement vers le bas au cours des prochains mois. Bien que les taux d'inflation sous-jacente aient de nouveau légèrement progressé dans de nombreux pays, les risques de renchérissement à moyen terme ont

diminué en raison du net fléchissement de l'activité économique observé à l'échelle internationale. Cette évolution se reflète dans le recul sensible des anticipations inflationnistes des consommateurs et des producteurs dans tous les secteurs économiques importants.

Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a baissé, passant de 5,6% en juillet à 3,7% en octobre. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, s'est réduite de 2,5% à 2,2% durant la même période. Dans la zone euro aussi, le renchérissement des prix à la consommation s'est fortement contracté, passant de 4% en juillet à 3,2% en octobre (et à 2,1% en novembre, selon une estimation rapide publiée par

Eurostat), tandis que l'inflation sous-jacente a progressé de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 1,9%. Au Japon, le renchérissement annuel a fléchi de façon un peu moins marquée (-0,6%) jusqu'en octobre et s'inscrivait à 1,7%. Le taux d'inflation sous-jacente est resté à un niveau proche de zéro (0,2%). Dans les Etats dénommés les «tigres asiatiques», le taux de renchérissement a cédé 2,2 points de pourcentage pour s'établir à 3,8% en moyenne. En Chine, le recul du renchérissement des denrées alimentaires locales, amorcé dès le mois de mars, a ramené le renchérissement total à 4%. La poussée de renchérissement qui a accompagné la libéralisation progressive des prix de l'énergie a été relativement faible jusqu'ici.





**PIB réel et composantes**

Tableau 2.1

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

	2004	2005	2006	2007	2007					2008		
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	1,6	1,8	1,6	2,1	0,6	3,1	2,4	3,3	2,0	0,8	2,4	1,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,8	1,0	-0,9	-1,1	1,8	-0,6	-0,4	-5,5	-5,9	0,9	1,4	2,8
Formation de capital fixe	4,5	3,8	4,7	5,4	10,8	4,8	14,3	-9,7	2,3	1,9	-2,8	-5,5
Construction	3,9	3,5	-1,4	-1,5	3,5	0,3	-10,2	-3,3	3,9	-5,4	-1,9	-3,7
Biens d'équipement	5,0	4,0	10,0	10,9	16,6	8,5	36,2	-13,9	1,2	7,5	-3,4	-6,8
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>7,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>9,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,4</b>
Exportations totales	7,9	7,3	9,9	9,4	17,2	12,0	4,4	8,7	-0,4	2,1	15,5	4,9
Biens	7,3	5,8	11,1	8,4	16,9	12,9	-1,2	8,4	-2,8	3,5	19,1	4,1
Hors MPPAA <sup>1</sup>	7,3	6,5	11,2	8,3	18,4	10,3	1,5	8,2	-1,6	-0,9	26,9	-2,5
Services	9,7	11,3	6,8	12,1	17,9	9,7	20,9	9,5	6,2	-1,2	6,8	7,2
<b>Demande globale</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>10,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,8</b>
Importations totales	7,3	6,6	6,5	5,9	33,9	-2,9	2,5	4,2	9,1	-12,6	15,2	-2,6
Biens	5,8	5,6	7,8	5,1	44,8	-5,2	0,3	2,1	5,6	-9,0	18,8	-3,3
Hors MPPAA <sup>1</sup>	5,9	5,3	7,4	6,7	30,1	6,8	-0,8	4,3	2,2	-9,1	18,3	-4,6
Services	14,7	11,3	0,5	10,0	-7,8	9,4	14,0	14,6	26,3	-26,9	-0,8	1,0
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>

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

Source: SECO.



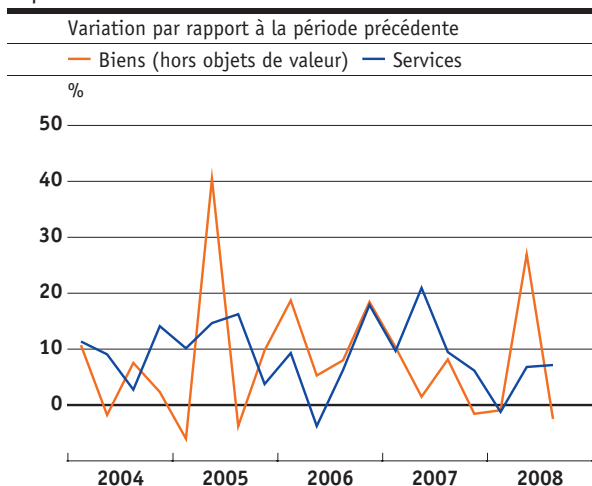
## 2.1 Evolution du PIB

Selon les estimations du SECO, le PIB réel n'a progressé que de 0,1% entre le deuxième et le troisième trimestre, soit une hausse de 1,6% par rapport à l'année précédente. Ce résultat corrobore largement les prévisions de la BNS communiquées dans le Bulletin trimestriel 3/2008, selon lesquelles la dynamique conjoncturelle continuera de s'essouffler au deuxième semestre de 2008.

Du côté de la demande, la progression du PIB a été essentiellement soutenue par la consommation privée et publique. Les dépenses de consommation ont enregistré une hausse de 1,3% par rapport au deuxième trimestre tandis que la consommation publique a crû de 2,8%. Les investissements en constructions et en biens d'équipement ont reculé de respectivement 3,7% et 6,8%. Les stocks ont également contribué négativement à la croissance. L'affaiblissement de la demande intérieure a entraîné une baisse des importations (-3,7%) tandis que les exportations ont stagné.

En ce qui concerne la production, la progression du PIB a été de nouveau freinée par une forte diminution de la valeur ajoutée créée dans le secteur bancaire (-9,8%). L'immobilier et l'informatique ont également affiché un net recul (-6,8%). Les branches axées sur les biens de consommation (commerce de gros et de détail, restauration et hébergement, transports et communications) ont en revanche joué un rôle de soutien.

Graphique 2.3  
Exportations



Source: SECO.

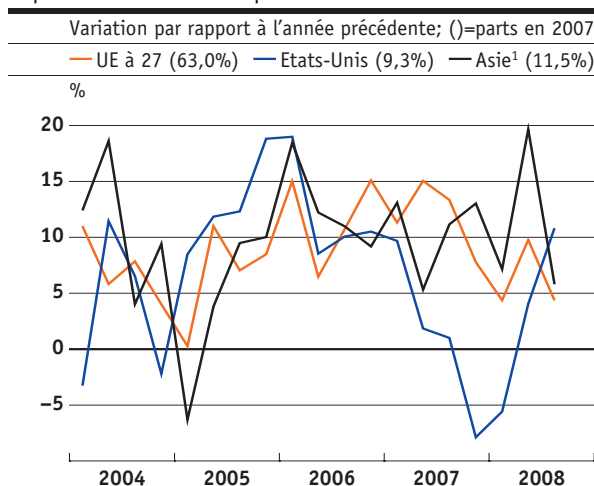
## 2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

### Fléchissement de la dynamique des exportations

La détérioration de l'environnement économique international a entravé la progression des exportations. Au troisième trimestre, celles-ci se sont néanmoins maintenues au niveau élevé qui avait été observé au trimestre précédent. Ce résultat s'explique essentiellement par une nouvelle augmentation vigoureuse des exportations de services. Le commerce de transit et le secteur des licences et brevets, en particulier, ont à nouveau enregistré une forte croissance. En revanche, le tourisme a nettement perdu de sa vigueur sous l'effet conjugué de la dégradation de la situation financière des ménages étrangers et de l'appréciation du franc, tandis que la crise financière a continué de peser sur les commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère.

Les exportations de biens ont elles aussi reculé. De nombreuses entreprises étrangères ont révisé leurs plans d'investissement à la baisse en raison des incertitudes croissantes et du resserrement partiel des conditions de crédit. Cette évolution a eu des répercussions négatives sur les exportations de machines industrielles et d'ouvrages en métaux, qui ont été touchées avant les autres exportations par le ralentissement conjoncturel. Par ailleurs, les exportations de matières premières et de matières de base chimiques ont enregistré une nouvelle baisse. Les exportations de montres, d'articles de joaillerie

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).

et d'instruments de précision ont en revanche pu confirmer leur tendance haussière.

Le mouvement de baisse des exportations de biens s'est poursuivi en octobre. La répartition géographique indique un fléchissement des exportations vers l'Asie, et surtout une forte diminution des exportations vers les Etats membres de l'UE. Les livraisons de biens aux pays d'Europe de l'Est, particulièrement, ainsi qu'aux anciens Etats membres de l'UE, tels l'Allemagne, ont reculé sur un large front. Par contre, la demande en provenance des pays exportateurs de pétrole, lesquels ont notamment importé davantage de biens d'équipement, a continué de soutenir les exportations.

Les attentes de la plupart des entreprises du secteur secondaire à vocation exportatrice se sont considérablement détériorées compte tenu des récents mouvements de repli des commandes.

### Conjoncture soutenue par la croissance de la consommation

Conformément aux attentes, la consommation privée a apporté une importante contribution positive à la croissance au troisième trimestre, qui s'explique par l'évolution robuste de l'emploi et des revenus, et ce, en dépit de la dégradation du climat de consommation observée en juillet.

Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé de 5,6% au troisième trimestre. Cette croissance est due à l'augmentation des chiffres d'affaires dans les secteurs de l'alimentation et des boissons, de l'électronique, de la santé et des soins. La prudence accrue des consommateurs s'est essentiellement traduite par une demande en biens

de consommation durables affaiblie, comme en témoigne le repli des nouvelles immatriculations de voitures. Dans le tourisme, la demande de la clientèle suisse a reculé.

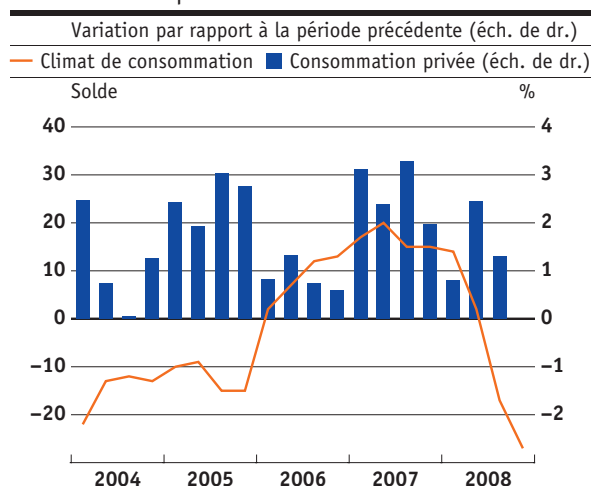
### Nouvel affaiblissement de la confiance des consommateurs

A l'automne, le climat de consommation s'est de nouveau fortement dégradé. L'indice synthétique du climat de consommation établi par le SECO s'est inscrit à -27 points en octobre, contre -17 points en juillet. Les consommateurs se sont notamment montrés bien plus sceptiques quant à l'évolution de la conjoncture au cours des douze derniers mois. Le niveau de l'inflation, supérieur aux attentes, a influencé négativement l'appréciation de leur situation financière. Par ailleurs, les ménages ont jugé leurs postes moins sûrs qu'auparavant. Les préoccupations relatives à ce dernier point sont toutefois restées contenues. Autre aspect positif, les anticipations inflationnistes pour les douze prochains mois sont en repli. Les ménages se sont donc montrés un peu plus optimistes quant à l'évolution future de leur pouvoir d'achat. Dans l'ensemble, ces résultats étayaient l'estimation de la BNS selon laquelle les dépenses de consommation devraient continuer d'afficher une croissance positive au cours des prochains mois, malgré un tassement.

### Investissements en constructions toujours en baisse

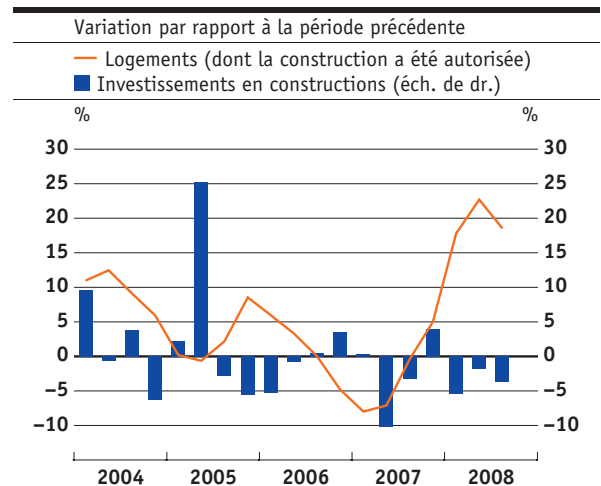
Les investissements en constructions ont poursuivi leur mouvement de repli au troisième trimestre. Malgré le ralentissement observé, la construction

Graphique 2.5  
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.6  
Constructions



Sources: OFS et SECO.

affiche un niveau satisfaisant, comme le montrent le taux d'utilisation élevé des capacités et le bon niveau des commandes qui ressortent des enquêtes.

Au cours des prochains trimestres, les différents secteurs d'investissements en constructions devraient connaître des évolutions divergentes. D'une part, l'augmentation notable du nombre de permis de construire depuis début 2008 ainsi que la hausse persistante des prix des maisons indiquent que la construction de logements pourrait marquer une reprise progressive à partir de mi-2009. D'autre part, il faut s'attendre à un recul de la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Les mesures fiscales prévues ne pourront vraisemblablement pas empêcher les investissements en constructions de baisser encore légèrement en 2009.

### Recul des investissements en biens d'équipement

Au troisième trimestre, les investissements en biens d'équipement se sont contractés de 6,8%, s'inscrivant ainsi à un niveau légèrement inférieur à celui du troisième trimestre de 2007. Ce recul tient surtout à une forte diminution des importations nettes d'avions tandis que les importations des autres biens d'équipement ainsi que les achats de biens d'équipement suisses n'ont que légèrement fléchi.

Le taux d'utilisation des capacités techniques s'est réduit au troisième trimestre, sous l'effet du tassement de la demande. Par ailleurs, les entrepreneurs se sont également montrés nettement

plus pessimistes eu égard à leurs chiffres d'affaires futurs, ce qui les incitera à la prudence s'agissant de leurs plans d'investissement au cours des prochains mois. Les investissements en biens d'équipement devraient donc se replier sur un plus large front.

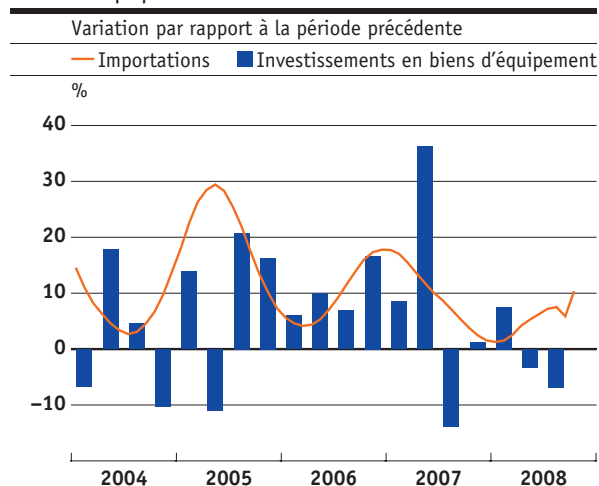
### Des importations freinées par la faiblesse de la demande finale

La perte de dynamisme de la demande intérieure a ralenti les importations de biens et de services au troisième trimestre, lesquelles ont reculé de 3,7% par rapport au deuxième trimestre.

Du côté des biens, les importations de biens d'équipement ont accusé un recul, surtout imputable à la forte diminution des importations d'avions, déjà évoquée. En outre, la croissance des importations de machines s'est ralentie. Qui plus est, la dégradation des perspectives d'exportation a pesé sur les importations de matières premières et de produits semi-finis (métaux et produits chimiques), car de nombreux biens importés de l'industrie d'exportation sont des facteurs de production.

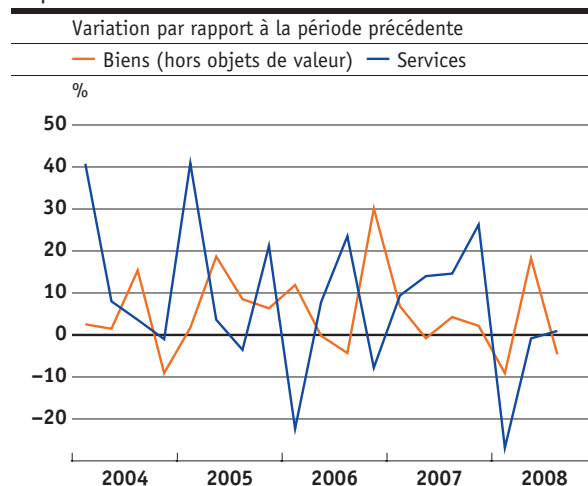
En ce qui concerne les importations de services, les dépenses dans le secteur du tourisme et dans le domaine des licences et brevets ont augmenté tandis que les dépenses pour les assurances privées et les services en matière de transports ont diminué. Les importations devraient rester faibles au cours des prochains trimestres en raison du nouveau ralentissement attendu de la demande intérieure.

Graphique 2.7  
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO.

Graphique 2.8  
Importations



Source: SECO.

## 2.3 Emploi et marché du travail

### Croissance de l'emploi moins forte, mais robuste

L'emploi est resté dynamique au troisième trimestre en dépit du ralentissement de l'activité économique. En équivalents plein temps, le volume de travail a augmenté de 2,2% d'un trimestre à l'autre, après avoir affiché une hausse de 2,5% au deuxième trimestre. Ce résultat a été favorisé par l'augmentation des emplois à plein temps et des emplois à temps partiel avec un taux d'occupation de 50% ou plus. En revanche, les postes à faible taux d'occupation ont accusé un net recul.

L'emploi a évolué de façon très contrastée selon les branches. Un ralentissement sensible a été observé dans l'industrie manufacturière (chimie, horlogerie et instruments de précision) ainsi que dans la restauration et l'hébergement, les transports et les communications. Dans l'assurance, les établissements de crédit et dans le domaine des services aux entreprises, l'emploi a reculé.

### Détérioration des perspectives d'emploi

Au cours des prochains trimestres, le refroidissement conjoncturel devrait laisser des traces plus profondes sur le marché du travail. Aucune contraction brutale de l'emploi n'est prévue à court terme étant donné que le nombre des places vacantes s'est maintenu jusqu'ici à un niveau relativement élevé (voir graphique 2.10). Les résultats de la dernière enquête trimestrielle de l'OFS indiquent néanmoins une dégradation notable de l'emploi à moyen terme, notamment dans l'industrie manufacturière ainsi que dans les banques et les assurances.

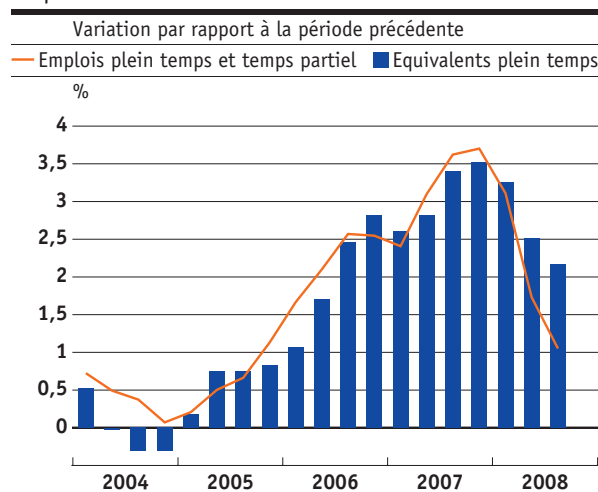
### Première hausse du nombre de chômeurs

Le nombre de chômeurs en données corrigées des variations saisonnières a légèrement augmenté entre août et novembre. Le taux de chômage s'est donc accru, passant de 2,5% à 2,7%. 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 enregistré une légère hausse. Le taux correspondant est toutefois resté inchangé à 3,9%.

L'affaiblissement attendu de la progression de l'emploi devrait entraîner une augmentation plus marquée du chômage au cours des prochains trimestres.

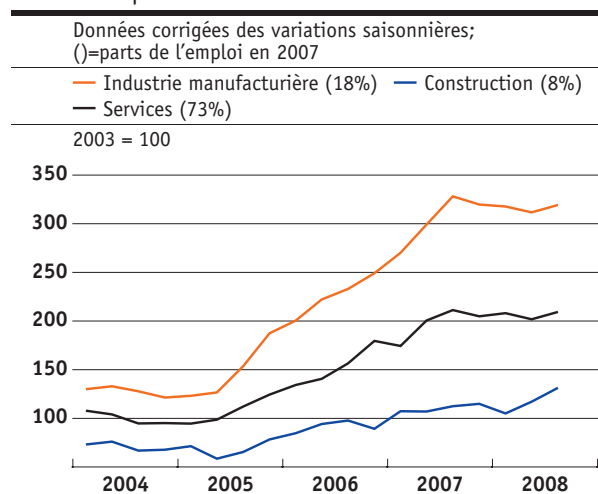
Graphique 2.9

### Emploi



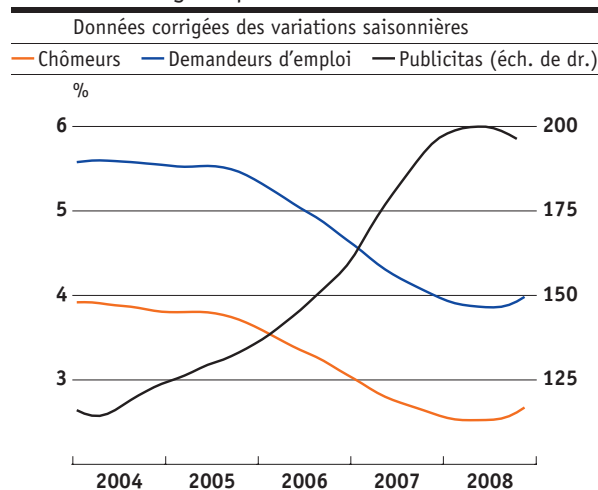
Graphique 2.10

### 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 et SECO.

## 2.4 Utilisation des capacités de production

A moyen terme, la demande globale doit évoluer au même rythme que l'offre globale, de façon à pouvoir éviter une situation inflationniste ou déflationniste. En général, l'offre globale, déterminée par la disponibilité du capital et de la main-d'œuvre ainsi que par le progrès technique, est relativement rigide sur le court terme. Les fluctuations de la demande se traduisent donc par une modification du taux d'utilisation des capacités techniques et des effectifs. Si ce taux dépasse son niveau normal pendant une période prolongée, la demande est excédentaire et, partant, les pressions inflationnistes s'accroissent. Inversement, une offre excédentaire indique une tendance à la déflation.

### Net recul du taux d'utilisation des capacités

Au troisième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a nettement régressé. Avec un taux d'utilisation inférieur à 86%, l'industrie s'est rapprochée de sa moyenne à long terme, qui est de 84%. Les indicateurs du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ basés sur des enquêtes indiquent que le taux d'utilisation des capacités a fini par chuter brutalement (voir graphique 2.12). Parallèlement, la proportion d'entreprises du secteur secondaire qui annoncent

une limitation de leur activité en raison soit de leurs capacités techniques, soit de la disponibilité de la main-d'œuvre, s'est considérablement réduite. Ces deux valeurs ont reculé au troisième trimestre pour s'inscrire à un niveau inférieur à leur moyenne à long terme.

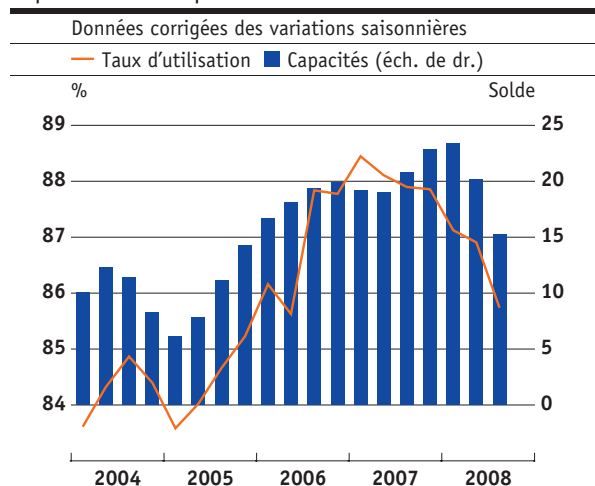
La même tendance a été observée dans les autres branches. Dans la construction, le nombre d'entreprises déplorant une pénurie de main-d'œuvre a nettement reculé. L'appréciation de la situation du travail dans le secteur des assurances s'est repliée au niveau de sa moyenne à long terme. S'agissant du secteur de l'hôtellerie et de la restauration, l'évaluation de l'utilisation des capacités s'est fortement dégradée. Dans le même temps, les délais de livraison dans le commerce de gros se sont réduits à un niveau qui ne porte pas à conséquence.

### Rapide réduction de l'écart de production positif

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

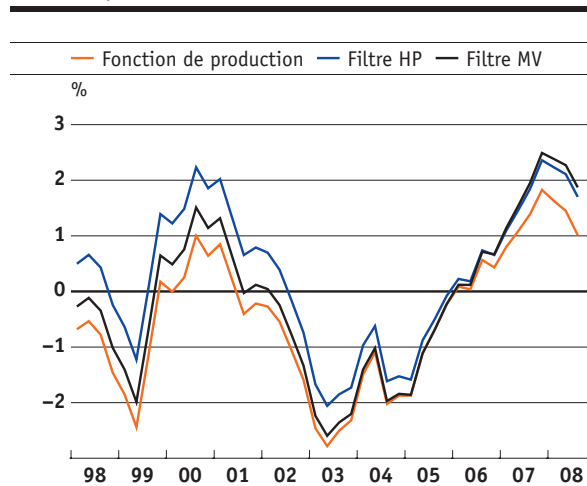
Avec environ 2%, la production potentielle continue actuellement de croître un peu plus fortement que sa moyenne à long terme (1,6%), tandis que le PIB réel stagne. Par conséquent, l'écart de

Graphique 2.12  
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF/EPFZ.

Graphique 2.13  
Ecart de production



Source: BNS.

production, qui est encore positif pour l'instant, va se combler rapidement. 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>). Au troisième trimestre, l'excédent de production calculé selon la FP s'établissait à 1,0% et, selon la HP et la MV, à 1,7% et à 1,9% respectivement.

La différence entre les résultats obtenus avec les trois méthodes n'est pas atypique en période de ralentissement conjoncturel. Un point mérite toutefois davantage d'être souligné: la dynamique cyclique de l'écart de production déterminée selon les trois méthodes donne des résultats très semblables et affiche un fort recul. L'écart de production toujours positif au troisième trimestre découle essentiellement du taux d'utilisation des capacités techniques légèrement supérieur à la moyenne. Par contre, l'offre de main-d'œuvre a retrouvé un niveau à peu près normal, étant donné qu'à la demande de main-d'œuvre élevée correspond un potentiel de main-d'œuvre tout aussi élevé.

En raison du tassement notable de la croissance du PIB réel, l'écart de production devrait se réduire rapidement. Pour le quatrième trimestre, la BNS prévoit un écart de production encore à peine positif.

## 2.5 Prix

### Diminution des pressions inflationnistes exercées par les prix à la production et à l'importation

Les pressions inflationnistes exercées par les prix à la production et à l'importation sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, se sont relâchées depuis juillet. Le renchérissement annuel des prix à la production s'est réduit; de 4,6% en juillet, il est passé à 2,8% en octobre. Dans le même temps, le renchérissement annuel des prix à l'importation a lui aussi baissé, passant même de 5,4% à 2,9%.

L'indice des prix de l'offre totale, qui repose sur l'indice des prix à la production et celui des prix à l'importation, a augmenté de 2,9% entre octobre 2007 et octobre 2008. Les prix de l'énergie et des produits agricoles ont continué d'enregistrer les hausses les plus importantes. S'agissant de l'énergie, le renchérissement a toutefois diminué de façon notable au cours des derniers mois en raison de la baisse du prix du pétrole. Les biens intermédiaires et les biens de consommation ont connu une évolution comparable.

L'indice des prix de l'offre totale est aussi utilisé pour les biens exclusivement destinés au marché intérieur. En comparaison annuelle, cet indice a progressé de 3,8%, soit davantage que l'indice global. On peut donc en déduire que les pressions

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

Tableau 2.2

	2007	2008			2008			
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>
Biens et services du pays	1,0	1,3	1,6	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
Biens	0,0	1,5	1,6	1,6	1,4	1,8	2,1	1,8
Services	1,2	1,2	1,5	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Services privés (hors loyers)	0,5	0,8	1,3	1,8	1,7	2,0	1,9	1,9
Loyers	2,3	1,9	2,1	2,7	2,9	2,9	2,9	3,1
Services publics	1,3	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Biens et services de l'étranger	0,1	5,6	5,6	5,8	5,6	5,1	3,8	-0,1
Hors produits pétroliers	-0,4	1,9	1,7	1,6	1,4	1,8	1,6	1,3
Produits pétroliers	2,4	25,0	26,2	27,8	27,5	22,4	15,0	-7,3

Sources: BNS et OFS.



inflationnistes exercées sur les prix en aval ont atteint un niveau encore légèrement plus élevé que ne le montre l'indice global.

### Repli sensible du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a faibli entre août et novembre, passant de 2,9% à 1,5%. Ce recul s'explique en premier lieu par la baisse des prix des biens et services importés et par des effets de base favorables. Par contre, les biens et services d'origine suisse ont renchéri davantage qu'en août.

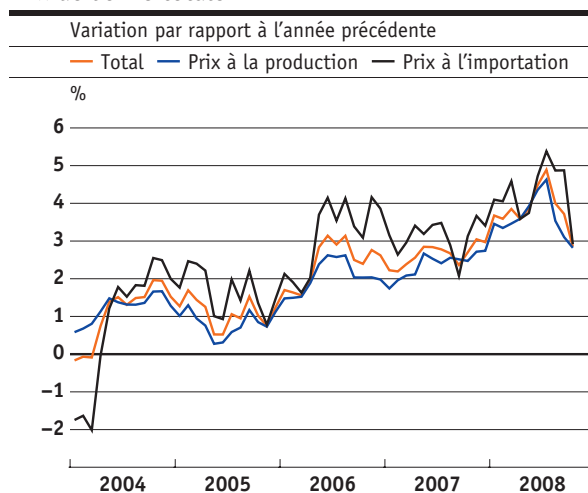
### Léger accroissement du renchérissement intérieur

Le renchérissement des biens et services d'origine suisse a continué de progresser au troisième trimestre et se chiffrait à 2,1% en novembre (contre 1,9% en août). S'agissant des biens, cette hausse est surtout imputable au prix de certaines denrées alimentaires domestiques. Par rapport à 2007, le renchérissement annuel des biens d'origine suisse est ainsi passé de 1,4% en août à 1,8% en novembre. Du côté des services, le renchérissement annuel n'a crû que de 0,1 point de pourcentage depuis août et se chiffrait à 2,1% en novembre. Des hausses de prix notables ont été observées au niveau du trafic aérien, des repas servis dans les restaurants et des loyers des logements. Ces augmentations ont cependant été presque contrebalancées par les réductions de prix accordées pour les services Internet et les forfaits de voyages.

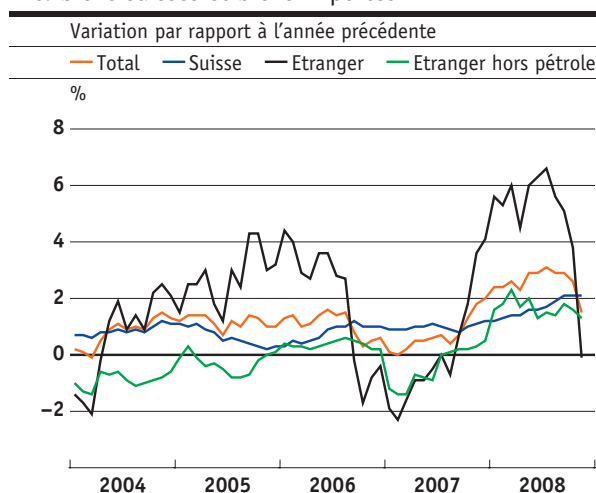
### Recul du renchérissement des biens de consommation importés

Entre août et début décembre, le prix du pétrole a chuté, passant d'environ 113 à 40 dollars le baril. Comme l'expérience le montre, les fluctuations du prix du pétrole se répercutent rapidement sur les prix du mazout et des carburants. Le renchérissement annuel des produits pétroliers – qui entrent dans la composition de l'IPC – s'est donc réduit, passant de 27,5% en août à -7,3% en novembre. Le repli du renchérissement a été renforcé par un effet de base favorable. Le renchérissement des autres biens et services importés a augmenté entre août (1,4%) et septembre (1,8%), avant de baisser pour s'établir à 1,3% en novembre. Le gaz a enregistré de fortes augmentations de prix. En revanche, le prix de certaines denrées alimentaires importées a reculé, ce qui était prévisible

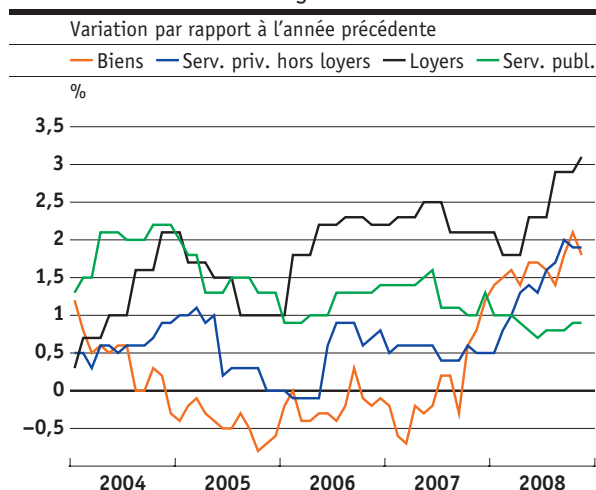
Graphique 2.14  
Prix de l'offre totale



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 et OFS.

dans le contexte actuel de baisse des prix des matières premières à l'échelle mondiale. Dans l'ensemble, le renchérissement annuel des biens et services importés s'est établi à  $-0,1\%$  (contre  $5,6\%$  en août).

### Taux d'inflation sous-jacente en léger repli

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance fondamentale de l'inflation. La Banque nationale 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), il est tenu 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, pour chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (voir graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) écarte l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, alors que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

Le taux d'inflation sous-jacente calculé à l'aide de la moyenne tronquée a reculé entre août et

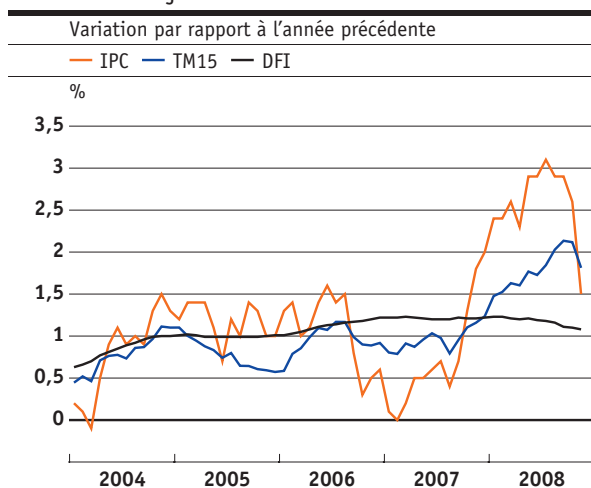
novembre, passant de  $2\%$  à  $1,8\%$ . Parallèlement, l'inflation sous-jacente 2 de l'OFS a baissé de  $0,1$  point et s'inscrivait à  $1,8\%$ . Après avoir momentanément augmenté, l'inflation sous-jacente 1 de l'OFS a retrouvé son niveau du mois d'août ( $1,4\%$ ). On peut en déduire que la tendance générale de l'inflation accuse un léger recul. Toutefois, contrairement à la DFI, ces taux d'inflation sous-jacente traditionnels ne tiennent pas compte du fait que les perspectives économiques mondiales se sont nettement obscurcies. La DFI indique depuis quelques mois déjà que la tendance générale de l'inflation est en repli.

## 2.6 Perspectives économiques

### Recul du PIB et écart de production négatif en vue

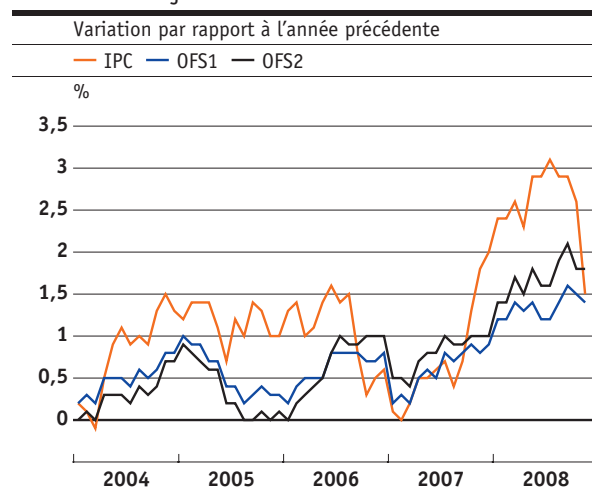
Comme cela a déjà été évoqué précédemment, la BNS table pour les prochains trimestres sur un ralentissement marqué de la conjoncture à l'étranger. Cette évolution devrait affecter la demande étrangère de biens et services suisses. D'une part, l'industrie des biens d'équipement devrait pâtir des difficultés de financement des clients et du repli correspondant en termes de cycle d'investissement. D'autre part, la détérioration de la situation sur le marché du travail conjuguée à la diminution des recettes provenant des activités liées aux matières premières devraient affaiblir les revenus disponibles dans différents pays et, partant, freiner les exportations de la Suisse dans les secteurs des biens de consommation et du tourisme.

Graphique 2.17  
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.18  
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS.



Cela laisse présager une contraction des exportations au cours des prochains trimestres. Les dernières enquêtes, réalisées en octobre et en novembre dans l'industrie manufacturière, révèlent en effet une chute brutale de l'activité. Cette évolution aura probablement des répercussions négatives sur les dépenses d'investissement suisses. Etant donné que les entreprises domestiques ont développé leurs capacités techniques avec retenue au cours de la dernière période de haute conjoncture, le recul des investissements en biens d'équipement et de la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services devrait toutefois être modéré. Il faut également compter sur un fléchissement de l'emploi, ce qui devrait aussi freiner la dynamique des dépenses de consommation privée.

A court terme, le recul du PIB semble inéluctable. A partir de la seconde moitié de 2009, les mesures de politique économique prises dans de nombreux pays devraient montrer leurs premiers effets. A cet égard, les incertitudes restent cependant grandes, car les difficultés des banques entraînent la transmission des impulsions de politique monétaire. Pour toute l'année 2009, la BNS compte sur une contraction du PIB se situant entre 0,5% et 1%, ce qui conduirait assurément à un écart de production négatif.

#### **Mesures de soutien de l'économie prises par la Confédération**

Face à la faiblesse conjoncturelle qui se dessine, le Conseil fédéral a décidé de soutenir l'économie par deux sortes de mesures: tout d'abord, en débloquant de façon anticipée, dès 2009, un milliard de francs des dépenses prévues. Il s'agit au premier chef de libérer des crédits destinés à des projets gelés et à des dépenses concernant différents types d'infrastructures (transports, protection contre les crues et formation). Secondement, en débloquant les réserves de crise à hauteur de 550 millions de francs, qui seront répartis entre plusieurs centaines d'entreprises.

## **3 Evolution monétaire**

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

Lors de l'examen de la situation économique et monétaire du 18 septembre 2008, la BNS a décidé de maintenir 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 la marge. Elle a pris cette décision dans un contexte de ralentissement de la croissance et de pressions inflationnistes élevées à court terme, mais marquant une tendance à la modération à moyen terme.

Dans la période postérieure au 18 septembre, la crise financière s'est aggravée et les perspectives conjoncturelles se sont nettement assombries. Aussi, lors de trois examens extraordinaires de la situation, la BNS a-t-elle réduit la marge de fluctuation de 175 points de base au total. Le 8 octobre, elle a décidé, dans le cadre d'une action coordonnée avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque de Suède, la Banque du Canada et la Réserve fédérale des Etats-Unis, de provoquer un relâchement de 50 points de base des conditions sur le marché monétaire en francs. Son objectif était de ramener à 2,5% le Libor à trois mois, qui avait entre-temps passé à 3%. A cette fin, elle a abaissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qu'elle a ainsi fixée à 2%–3%, étant donné l'extension de la crise financière internationale et ses répercussions sur la conjoncture mondiale.

Le 6 novembre, la BNS a encore abaissé de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois et a fixé celle-ci à 1,5%–2,5%. Elle a décidé de viser le maintien du Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge. Cette deuxième baisse du Libor a été motivée par la nouvelle détérioration de la conjoncture et par les risques inflationnistes nettement moins élevés à la suite du repli du prix du pétrole et du raffermissement du franc sur les marchés des changes.

Le troisième examen extraordinaire de la situation s'est déroulé le 20 novembre. Il a débouché sur un abaissement de 100 points de base de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. La marge de fluctuation a ainsi été ramenée à 0,5%–1,5%. En vue d'amener le Libor vers la zone médiane de cette marge, la BNS a annoncé son intention d'approvi-

sionner généreusement, et avec souplesse, en liquidités le marché monétaire en francs. Cette décision a été motivée par une nouvelle dégradation des perspectives conjoncturelles et par l'attente d'une diminution rapide de l'inflation du fait de la baisse des prix du pétrole et des matières premières.

En conformité avec ses décisions en matière de taux d'intérêt, la BNS a continué, au quatrième trimestre, à approvisionner généreusement le marché monétaire en liquidités. Le taux d'intérêt appliqué aux pensions de titres d'une durée d'une semaine – il était encore à 1,9% au troisième trimestre – a ainsi fléchi graduellement, passant à 0,05%. En réduisant les taux d'intérêt sur les pensions de titres, la BNS s'est efforcée d'abaisser le Libor à trois mois, ce dernier s'étant inscrit au-dessus de la marge entre le 8 et le 21 octobre. En outre, la BNS a recouru à de nouveaux instruments pour stabiliser le marché monétaire (voir «Nouvelles mesures appliquées par la BNS pour gérer le marché monétaire», pages 29 et 30). Ces nouvelles facilités ont contribué à améliorer la gestion du Libor de manière décisive. Sur le marché des crédits à court terme, la situation est toutefois restée tendue. Les banques ont en effet continué à faire preuve d'une grande réserve dans leurs crédits interbancaires. Les primes de risques ont même augmenté. Pour mesurer les primes de risques (risques de crédit et de liquidité essentiellement), on peut recourir à l'écart entre le Libor à trois mois et le taux rémunérant les swaps au jour le jour indiciels (*overnight index swap*, OIS). Le Libor à trois mois est le taux auquel les banques octroient entre elles des crédits en blanc, tandis que l'OIS sert d'indicateur de la

rémunération d'une opération hors risques. L'écart entre ces deux taux a fluctué entre 60 et 76 points de base au troisième trimestre. Depuis l'examen de la situation du 18 septembre, il a augmenté, passant à 93 points de base début décembre.

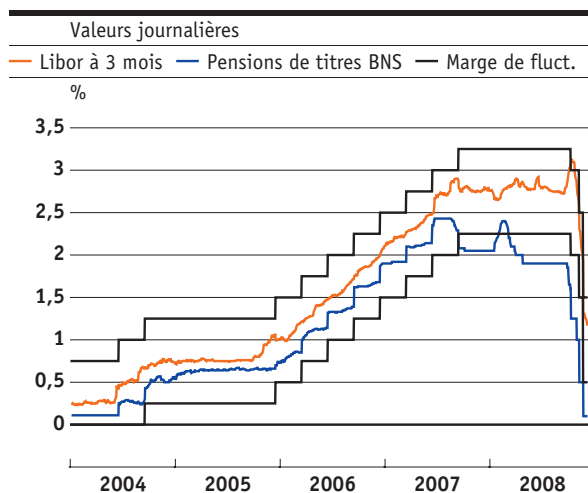
### Sensible baisse des taux d'intérêt à court terme

Comme la BNS, d'autres banques centrales ont réagi résolument face à la nette détérioration des perspectives conjoncturelles. Plusieurs instituts d'émission ont assoupli leur politique monétaire de manière individuelle ou lors d'actions concertées et ont ainsi veillé à faire baisser les taux d'intérêt à court terme. Entre la mi-septembre et le début de décembre, les Libor à trois mois ont fléchi de 163 points de base sur les dépôts en francs, de 156 points de base sur ceux qui sont libellés en euros et de 104 points de base sur ceux qui sont libellés en dollars. Les écarts entre rémunérations à trois mois se sont par conséquent creusés de 59 points de base entre les dépôts en dollars et en francs et de 47 points de base entre les dépôts en euros et en francs.

### Repli des taux d'intérêt à long terme

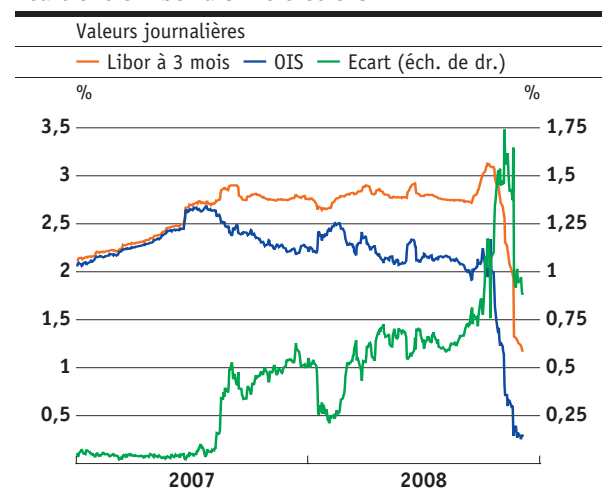
Les taux d'intérêt à long terme ont eux aussi diminué nettement, mais pas autant que les rémunérations à court terme. Entre la mi-septembre et le début de décembre, les rendements ont passé de 3,54% à 2,67% sur les emprunts à dix ans du Trésor des Etats-Unis et de 4,24% à 3,48% sur ceux de même durée de la République fédérale d'Allemagne. Quant au rendement des obligations à dix ans de la

Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

Graphique 3.2  
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS



Sources: Bloomberg et Reuters.

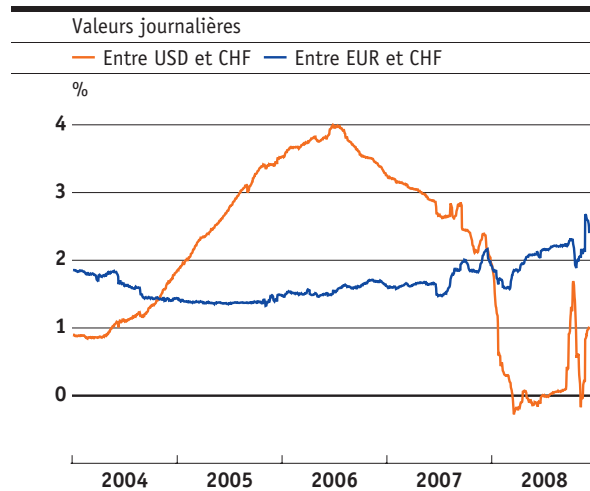
Confédération suisse, il s'établissait à 2,16% au début de décembre, contre 2,79% à la mi-septembre. Trois facteurs ont sans doute contribué au repli des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux. Les prix du pétrole et des matières premières – premier facteur – ont sensiblement fléchi, d'où une diminution des anticipations inflationnistes. La détérioration de la conjoncture sur le plan mondial – deuxième facteur – a sans doute poussé les taux d'intérêt à la baisse. Enfin, troisième facteur, les investisseurs cherchent, dans les périodes de crise, des placements considérés comme particulièrement sûrs. Il en résulte une forte demande de titres émis par des Etats, tels que les obligations de la Confédération, ce qui fait baisser les rendements de ces papiers.

Les taux d'intérêt reflètent non seulement les anticipations inflationnistes et une rémunération réelle (hors risques), mais aussi les primes couvrant les risques de crédit et de liquidité. Par exemple, pour mesurer la prime couvrant le risque de crédit sur les emprunts de l'industrie, on recourt habituellement à l'écart de rendements entre ces emprunts et ceux de la Confédération suisse. Une telle prime indemnise les investisseurs pour le risque encouru du fait que l'entreprise débitrice pourrait devenir insolvable pendant la durée de l'emprunt. Le graphique 3.6 montre ces écarts entre rendements pour des emprunts émis à cinq ans par des débiteurs de première, deuxième et troisième classes, issus de l'industrie. Il en ressort que les primes couvrant le risque de crédit ont sensiblement augmenté depuis le mois de septembre.

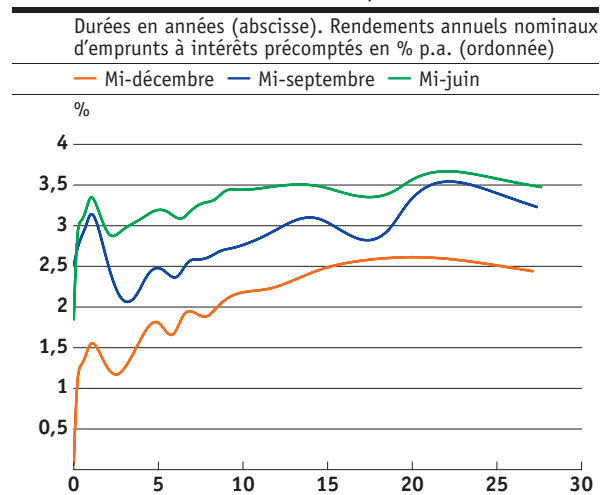
### Poursuite de la baisse du taux d'intérêt réel à court terme

Le taux d'intérêt réel est une variable importante du fait qu'il influe sur le comportement des ménages et des entreprises en matière d'épargne et d'investissement. Il est donc crucial pour l'évolution future de la conjoncture. Le graphique 3.7 montre l'évolution du taux d'intérêt réel à trois mois. Celui-ci correspond à la différence entre le Libor à trois mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, les anticipations inflationnistes étant estimées en prenant la moyenne des prévisions tirées de divers modèles. Ainsi mesuré, le taux d'intérêt réel s'établissait à -0,2% au troisième trimestre de 2008 et était inférieur à son niveau du trimestre précédent. Sa baisse était due aux anticipations inflationnistes, toujours élevées.

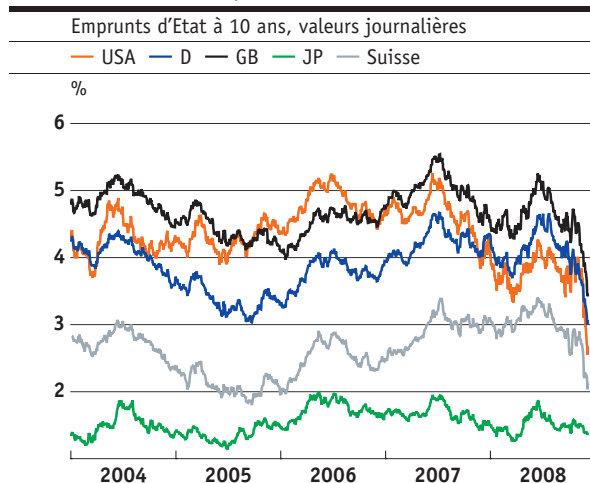
Graphique 3.3  
Ecart entre des Libor à 3 mois



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



Graphique 3.5  
Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.3  
Source: Reuters.

Graphique 3.4  
Source: BNS.

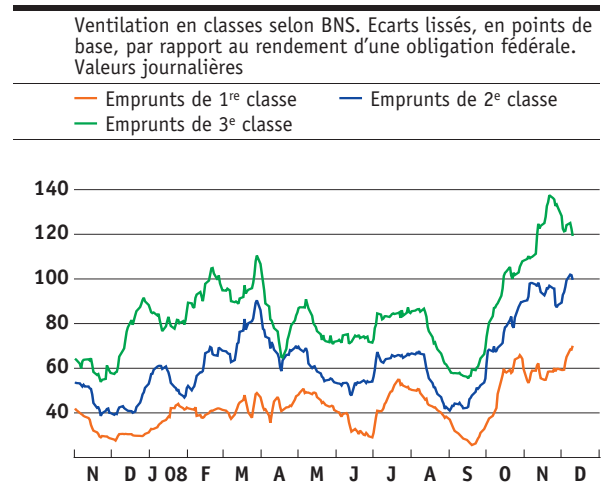
Graphique 3.5  
Sources: BNS et Thomson Datastream.

L'enquête sur le climat de consommation, qui a été menée en octobre par le SECO auprès des ménages, indique elle aussi que les anticipations inflationnistes ont peu diminué à court terme (voir graphique 3.8). Une hausse des prix au cours des douze prochains mois était attendue par 55% des ménages interrogés, contre 60% précédemment. En outre, 25% des ménages interrogés (15% précédemment) estimaient que les prix allaient rester stables.

Les taux d'intérêt réels sur les placements de durées moyennes ont en revanche augmenté en raison de la forte diminution des anticipations inflationnistes. Ainsi, le taux réel à trois ans a progressé, passant de 0,9% à 1,6%. Les taux d'intérêt réels sont toutefois à des niveaux historiquement bas, même sur les placements de durées moyennes, ce qui devrait avoir des effets stimulants sur l'économie.

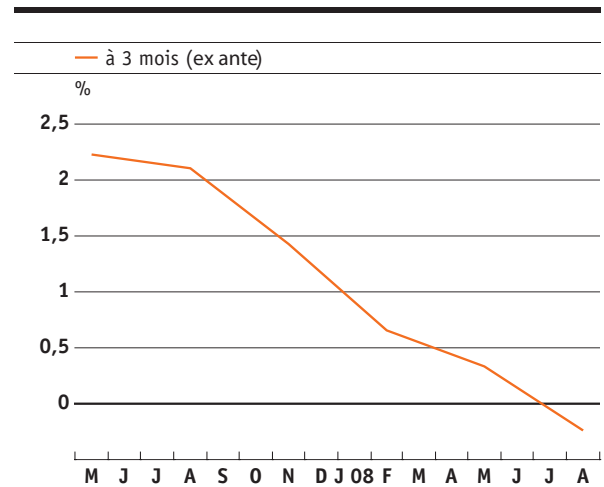
Graphique 3.6

Ecarts de rendements d'emprunts industriels à 5 ans



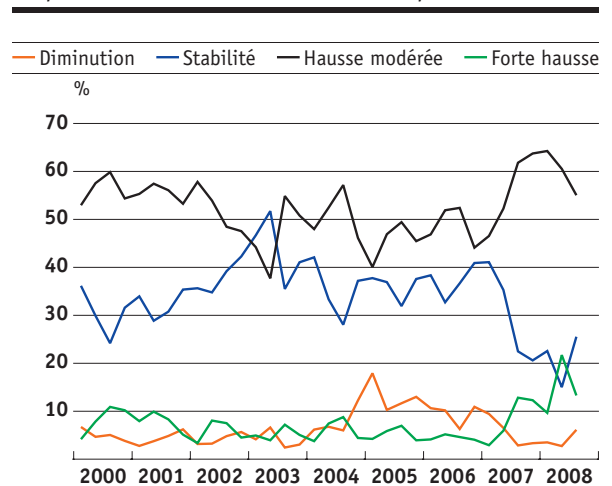
Graphique 3.7

Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8

Enquête sur l'évolution attendue des prix



Graphiques 3.6 et 3.7  
Source: BNS.

Graphique 3.8  
Sources: BNS et SECO.

## Nouvelles mesures appliquées par la BNS pour gérer le marché monétaire

En plus de l'abaissement, en plusieurs étapes, de la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de ses opérations ordinaires d'open market en francs, la BNS a recouru, depuis le mois d'août 2007, à diverses mesures pour contrer les tensions accrues sur le marché monétaire. Ces mesures ont été adoptées en accord avec d'autres banques centrales. Elles peuvent être réparties en deux catégories: les mesures facilitant l'accès à des liquidités en dollars des Etats-Unis et les mesures facilitant l'accès à des liquidités en francs.

### Accès à des liquidités en dollars

Le 12 décembre 2007, la BNS a annoncé, dans le cadre d'une action concertée avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, et la Réserve fédérale des Etats-Unis, l'adoption de mesures devant faciliter l'accès des banques à des liquidités en dollars. En outre, elle a communiqué la mise à sa disposition, par la Réserve fédérale, de liquidités en dollars sur la base d'un accord de swap. Ainsi, la BNS a offert aux banques, les 17 décembre 2007 et 14 janvier 2008, de conclure des pensions de titres (uniquement les titres qu'elle admet dans ses pensions habituelles) contre dollars pour une durée de 28 jours et à hauteur de 4 milliards de dollars au maximum.

Après une pause, la BNS a annoncé, le 11 mars 2008, en accord avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, la reprise des appels d'offres pour des pensions de titres contre dollars. Elle a alors proposé aux banques, les 25 mars et 22 avril, de conclure des pensions de titres à hauteur, pour chacune des deux opérations, de 6 milliards de dollars et pour une durée fixée de nouveau à 28 jours.

Le 2 mai 2008, la BNS a annoncé, en accord avec la Réserve fédérale, une extension de ses pensions de titres contre dollars, les appels d'offres devant se dérouler à l'avenir toutes les deux semaines. Comme la durée (28 jours) et le montant maximal de chaque opération (6 milliards de dollars) sont restés inchangés, le montant total des liquidités ainsi mises à disposition a doublé, passant à 12 milliards de dollars. La BNS a alors lancé de tels appels d'offres les 6 et 20 mai, les 3 et 17 juin et les 1<sup>er</sup>, 15, et 29 juillet.

Le 30 juillet 2008, la BNS a décidé, en accord avec la Réserve fédérale, de mettre à disposition des liquidités en dollars pour une durée plus longue également. C'est ainsi qu'elle a proposé aux banques, à partir du 12 août, de conclure des opérations ayant une durée de 84 jours. Les pensions de titres à 28 jours ont été maintenues. Le montant maximal de l'ensemble des opérations en cours est resté inchangé à 12 milliards de dollars.

Le 19 septembre 2008, la BNS a décidé, en accord avec la Réserve fédérale, de procéder chaque jour à un appel d'offres pour pensions de titres contre dollars d'une durée d'un jour (*overnight*) et pour un montant maximal de 10 milliards de dollars. En outre, le montant maximal de chaque opération à 28 jours a été porté de 6 milliards à 8 milliards de dollars et celui de chaque opération à 84 jours, de 6 milliards à 9 milliards de dollars. Ainsi, le montant maximal de l'ensemble des opérations en cours a passé de 12 milliards à 27 milliards de dollars.

Le 26 septembre 2008, la BNS a lancé un appel d'offres pour des pensions de titres contre dollars d'une durée de 7 jours, à hauteur de 9 milliards de dollars au maximum, afin de mettre à la disposition de ses contreparties des liquidités leur permettant de franchir l'échéance trimestrielle. Elle a alors réduit temporairement le montant maximal de chacun de ses appels d'offres quotidiens pour des pensions de titres d'une durée d'un jour (*overnight*), montant qui a ainsi passé de 10 milliards à 7 milliards de dollars.

Le 29 septembre 2008, la BNS a décidé, d'entente avec la Réserve fédérale, de porter de 30 milliards à 60 milliards de dollars la limite fixée dans l'accord de swap conclu avec la Réserve fédérale. En outre, la durée de cet accord a été prolongée jusqu'à fin 2009.

Le 13 octobre 2008, la BNS a annoncé, conjointement avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Réserve fédérale, son intention de lancer à l'avenir ses appels d'offres pour des pensions de titres contre dollars portant sur des durées de 7, 28 et 84 jours à des taux fixes et avec attribution intégrale des montants désirés. Ses contreparties pouvant ainsi, contre remise des gages requis, obtenir les montants qu'elles souhaitent, l'accord de swap



avec la Réserve fédérale n'a pas prévu de limitation de somme vers le haut. La BNS a signalé également vouloir maintenir ses appels d'offres pour pensions de titres *overnight* contre dollars en fonction de l'évolution des marchés. Après avoir procédé chaque jour ouvrable, à partir du 18 septembre, à des appels d'offres pour pensions de titres *overnight* contre dollars, la BNS les a suspendus, le 6 novembre, du fait d'une diminution de la demande.

#### **Accès à des liquidités en francs**

Le 15 octobre 2008, la BNS et la Banque centrale européenne ont adopté des mesures communes pour mettre des liquidités en francs à la disposition de banques qui n'ont pas un accès direct aux opérations de la BNS. Cette dernière et l'Euro-système ont décidé de conclure chaque lundi, à partir du 20 octobre, des swaps euros contre francs, à un prix fixe, pour une durée de 7 jours. La BNS et la Banque centrale européenne ont passé un accord de swap de durée limitée, afin de permettre à celle-ci d'avoir accès à des liquidités en francs en vue de fournir ces liquidités à des banques de sa zone.

Le 15 octobre, la BNS a également annoncé son intention d'émettre périodiquement de propres titres de créance (Bons de la BNS). En recourant à cet instrument permettant de résorber des liquidités, elle dispose d'une plus grande souplesse dans ses opérations ordinaires d'injection de liquidités. Elle peut ainsi offrir davantage de pensions de titres pour des durées plus longues.

Le 29 octobre 2008, la BNS a pour la première fois offert aux banques de conclure des swaps de change d'une durée de trois mois. Elle a ainsi mis à disposition des francs contre des euros, comme elle l'avait annoncé dans le cadre des mesures prises le 15 octobre.

Le 7 novembre 2008, la BNS a décidé de conclure un accord de swap euros contre francs avec la banque centrale de Pologne. L'accord doit permettre à la banque centrale de Pologne de mettre des liquidités en francs à la disposition de banques relevant de sa zone. Le 17 novembre, la banque centrale de Pologne a, pour la première fois, participé aux swaps que passent hebdomadairement la BNS et l'Euro-système.

## **3.2 Cours de change**

### **Revalorisation du dollar**

L'euro valait 1,30 dollar le 10 décembre. Vis-à-vis de la monnaie américaine, il a ainsi cédé 10,6% par rapport au cours observé à la mi-septembre et 5,6% par rapport au niveau moyen de l'année 2007. Le 15 juillet 2008, la monnaie européenne avait atteint un niveau record face au dollar (1,60 dollar pour un euro). Le franc s'est lui aussi raffermi face à l'euro (1,7%) de la mi-septembre jusqu'au 10 décembre. Après avoir atteint le niveau historique de 1,43 franc pour un euro le 27 octobre, le franc s'est déprécié nettement. Ainsi, le franc a fléchi de 8,9% vis-à-vis du dollar. Le redressement du dollar face aux monnaies du continent européen pourrait être lié notamment à une opinion qui tend à se répandre depuis la mi-juillet 2008. Selon cette opinion, l'économie européenne pourrait être plus touchée par la crise financière qu'on ne l'imaginait jusque-là, et l'économie des Etats-Unis pourrait sortir plus rapidement de la crise. Une autre explication a trait au fait que la couverture de positions ou de pertes en rapport avec des investissements dans le domaine des *subprime* renforce la demande de liquidités en dollars.

### **Cours du franc, plus ferme, en données pondérées par le commerce extérieur**

En données nominales et pondérées par le commerce extérieur, le cours du franc était, début décembre, approximativement à son niveau de septembre. Par rapport à son niveau moyen de l'année 2007, il s'est toutefois raffermi de 5,3%. Après avoir marqué une tendance à faiblir dès le début de l'année 2005, le cours du franc a enregistré, en données nominales et pondérées par le commerce extérieur, une première phase de hausse entre l'automne de 2007 et le mois de mai de 2008. Cette phase a coïncidé avec un durcissement des conditions de financement du fait de la crise financière. La deuxième phase de hausse a commencé vers la fin du mois d'août 2008, soit au moment où les répercussions de la crise financière sur la croissance économique dans le monde sont devenues évidentes. Le franc, monnaie traditionnelle de financement, s'est raffermi dans un environnement marqué par une volatilité très forte et de lourdes pertes sur les marchés financiers, qui ont conduit à la liquidation de positions spéculatives.

### Stabilité relative, sur une longue période, de la valeur extérieure du franc en termes réels

En termes réels et après pondération par le commerce extérieur, la valeur extérieure du franc a suivi une évolution semblable à celle du cours nominal. Elle s'est raffermie de 3,1% depuis le mois de septembre et de 6,8% par rapport à son niveau moyen de l'année 2007. Ainsi, elle a retrouvé un niveau qu'elle n'avait plus enregistré depuis l'année 2005, soit depuis son entrée dans une longue phase de baisse. En termes réels, la valeur extérieure du franc dépasse actuellement de 1,4% la moyenne observée depuis 1999. Comme le montre le graphique 3.10, elle est restée relativement stable si l'on considère une longue période.

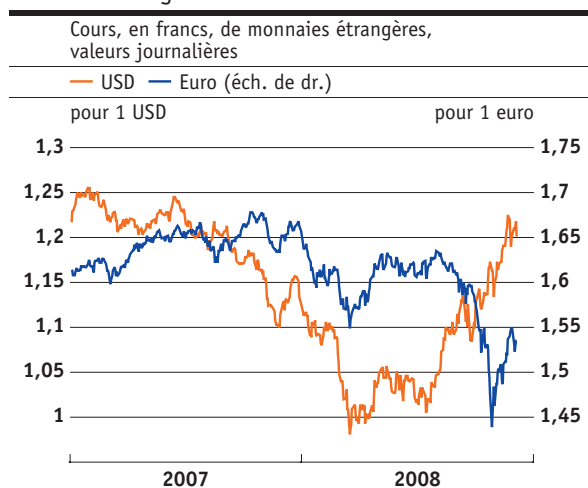
En termes réels, la valeur extérieure du franc tient compte des écarts entre l'évolution des prix dans les diverses zones monétaires. Les cours de change réels bilatéraux sont ensuite pondérés en fonction des parts dans les exportations et les importations de la Suisse.

### Conditions monétaires plus expansionnistes

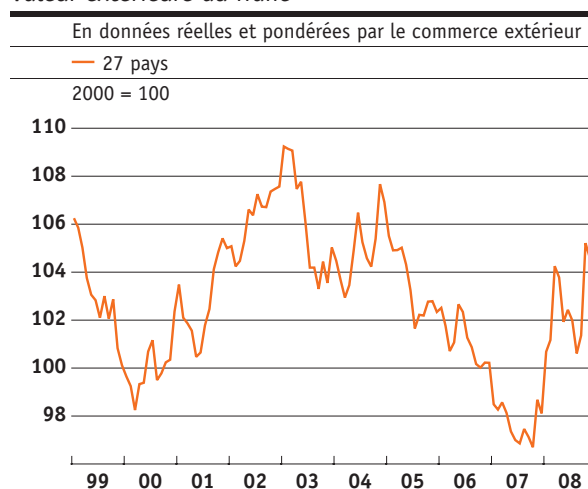
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc en termes réels et pondérés par le commerce extérieur, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. Il est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice évolue dans la zone positive (négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir Bulletin trimestriel 1/2004, encadré inséré dans le Rapport sur la politique monétaire, page 27).

L'évolution récente de l'ICM indique un sensible assouplissement des conditions monétaires, après un durcissement jusqu'à la fin du mois d'octobre. Cet assouplissement a découlé des trois abaissements de la marge de fluctuation du Libor à trois mois (depuis septembre, soit depuis le dernier examen ordinaire de la situation économique et monétaire, la marge de fluctuation a été abaissée de 175 points de base au total), mais aussi de l'affaiblissement que le franc a marqué sur les marchés des changes à partir des derniers jours d'octobre (le franc avait alors atteint un record historique face à l'euro).

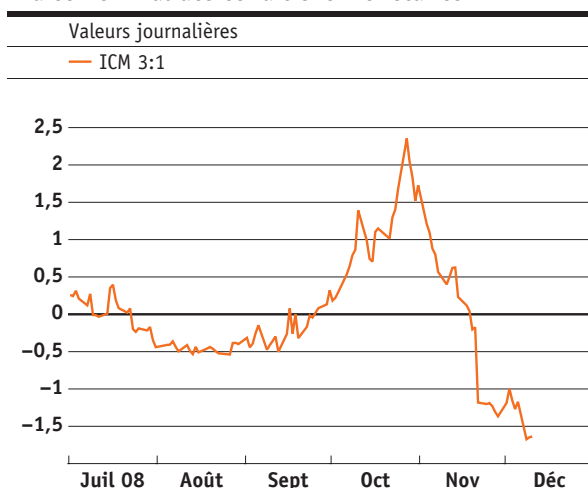
Graphique 3.9  
Cours de change



Graphique 3.10  
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.11  
Indice nominal des conditions monétaires



Graphiques 3.9 et 3.11  
Source: BNS.

Graphique 3.10  
Source: BRI.

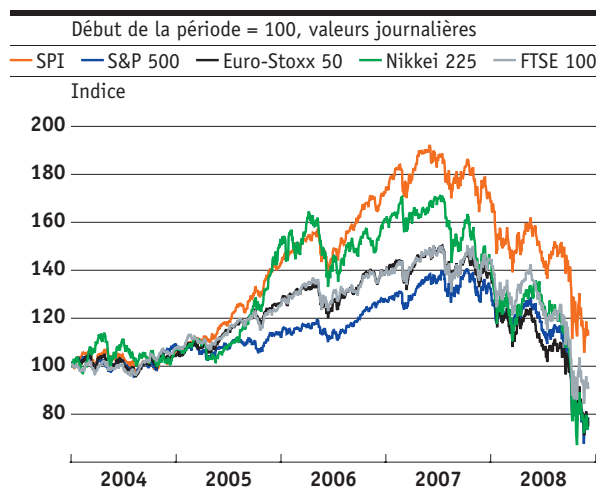
### 3.3 Cours des actions et prix des matières premières et de l'immobilier

Les actions, les matières premières et les biens immobiliers sont des placements dont les prix jouent, pour deux raisons principalement, un rôle important dans l'analyse de la situation économique. Les fluctuations de ces prix entraînent des modifications dans la valeur du patrimoine des ménages et des entreprises. Il en découle des effets sur la qualité de signature des ménages et des entreprises, mais aussi sur leur comportement en matière de consommation et d'investissement. En outre, une modification des anticipations inflationnistes engendre une nouvelle évaluation des actions, des matières premières et des biens immobiliers. Les variations des prix de ces actifs permettent à leur tour de tirer des conclusions en matière d'anticipations inflationnistes et de perspectives conjoncturelles. Les matières premières sont par ailleurs intéressantes pour une troisième raison. Elles représentent des facteurs de coûts, étant donné qu'elles entrent dans le processus de production de nombreux biens. Elles peuvent ainsi exercer des pressions sur le niveau général des prix.

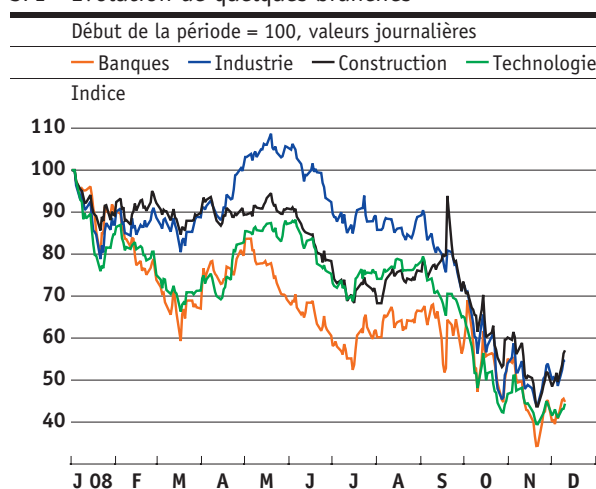
#### Poursuite de la tendance à la baisse sur les marchés des actions

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre, les marchés des actions ont enregistré de nouvelles et fortes baisses. Le Swiss Performance Index (SPI) a ainsi cédé 15%. Il a reculé de 37% depuis le début de l'année. Les principaux indices internationaux ont subi des pertes encore plus fortes. Le Standard & Poor's 500 (S&P) a fléchi de 31% depuis la mi-septembre et de 50% depuis le début de l'année. Le Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro) a reculé de respectivement 17% et 53%. Le Nikkei 225 (Nikkei) a même chuté de respectivement 31% et 60%. Simultanément, l'incertitude s'est accrue sur les principaux marchés des actions, comme le montre, pour les Etats-Unis, le *Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index* (VIX). Selon le VIX, les opérateurs sur les marchés s'attendaient, en septembre et en octobre, à une volatilité du S&P de 55% en moyenne, soit un niveau atteignant plus du double de la moyenne calculée depuis 1990. Le 20 novembre, la volatilité selon le VIX atteignait même un record historique, soit 81%, ce qui représente le double du niveau

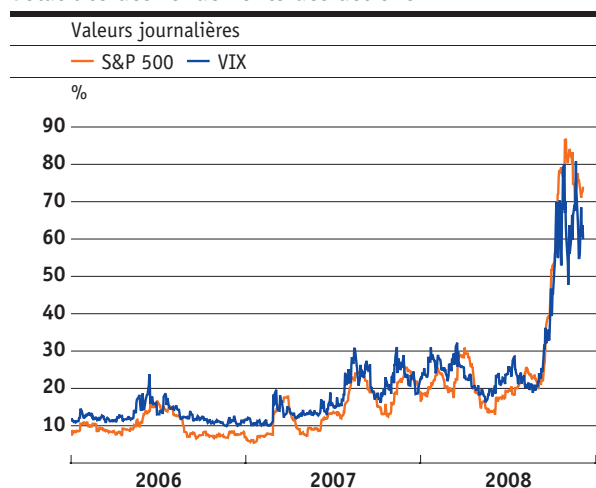
Graphique 3.12  
Cours des actions



Graphique 3.13  
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.14  
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.12  
Sources: Bloomberg et Thomson Datastream.

Graphique 3.13  
Source: Thomson Datastream.

Graphique 3.14  
Sources: BNS et Thomson Datastream.



observé après les attentats terroristes du 11 septembre 2001.

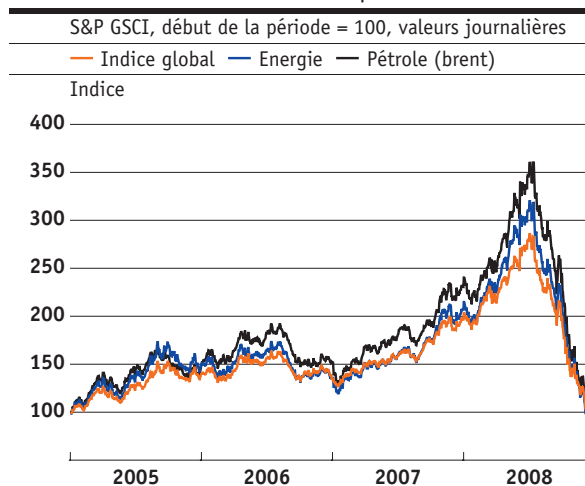
Les récents développements sur les marchés financiers ont accru encore l'aversion des investisseurs pour les risques. Les primes de risques ont ainsi augmenté fortement et contribué à la baisse des cours. La faillite de Lehman Brothers, à la mi-septembre, a joué un rôle important dans ce contexte<sup>1</sup>. Les autorités ont alors mis sur pied diverses mesures en vue de soutenir les marchés financiers. Aux Etats-Unis, l'Etat a repris Fannie Mae et Freddie Mac, deux établissements spécialisés dans le financement des hypothèques, tandis que la Réserve fédérale a accordé un crédit extraordinaire au groupe d'assurances AIG. En outre, le Trésor a soumis un plan portant jusqu'à 700 milliards de dollars pour racheter des titres américains adossés à des hypothèques et devenus illiquides, mais aussi pour renflouer au besoin des établissements financiers en difficulté. Le 13 octobre, les gouvernements des pays de l'UE ont annoncé un paquet de mesures financières pouvant atteindre 2 000 milliards d'euros. Vers fin novembre, le gouvernement américain a annoncé une autre action pour contribuer à la stabilisation du système financier. C'est ainsi que des actifs de Citigroup, pour un montant de 300 milliards de dollars, ont reçu une garantie de l'Etat. De plus, cette banque a bénéficié de l'Etat d'un apport en capital à hauteur de 20 milliards de dollars. Les bourses ont ensuite réagi très positivement, sur le plan mondial. Elles se sont en effet fortement redressées. Enfin, la Réserve fédérale a annoncé son intention d'acquérir pour 600 milliards de dollars des titres adossés à des hypothèques et de soutenir, à hauteur de 200 milliards de dollars, le marché des crédits à la consommation. Ces mesures visent essentiellement à rendre moins onéreux les crédits à la consommation et aux petites entreprises.

En Suisse, la BNS et le gouvernement fédéral ont présenté, le 16 octobre, des mesures extraordinaires en vue de soutenir le système financier du pays. La Confédération a ainsi annoncé vouloir renforcer la dotation en fonds propres d'UBS en souscrivant un emprunt à conversion obligatoire de 6 milliards de francs. Quant à la BNS, elle a accordé un crédit d'un montant maximal de 54 milliards de francs à une société à but spécial, qui doit reprendre des titres détenus par UBS et devenus illiquides. Le CS Group a reçu une offre semblable, mais n'a pas recouru à cette possibilité.

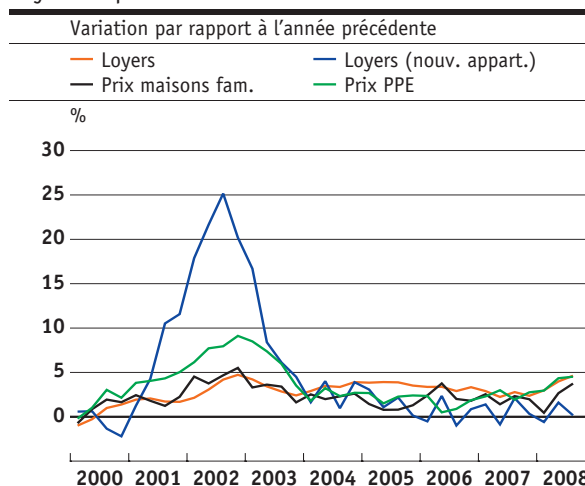
La ventilation, selon la taille des entreprises, des actions entrant dans la composition du SPI

<sup>1</sup> En outre, Bank of America a repris Merrill Lynch. Quant aux deux dernières grandes banques d'affaires américaines, à savoir Goldman Sachs et Morgan Stanley, elles ont abandonné leur statut pour se constituer en holdings bancaires. Ainsi, elles sont maintenant soumises à la surveillance de la Réserve fédérale et ont par conséquent accès, comme les banques commerciales et les brokers, aux facilités de crédit de cette autorité.

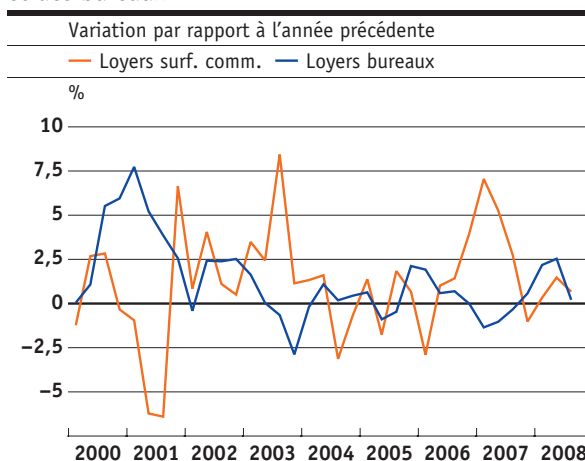
Graphique 3.15  
Indices du marché des matières premières



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



Graphique 3.17  
Loyers en termes nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Graphique 3.15  
Source: Bloomberg.

Graphiques 3.16 et 3.17  
Source: Wüest & Partner.

montre que les valeurs des petites et moyennes sociétés sont celles qui ont été le plus touchées par les récents développements de la crise financière. Depuis la mi-septembre, les actions des petites entreprises ont perdu 26%, et celles des entreprises moyennes, 33%. Du côté des actions des grandes entreprises, les pertes ont été en moyenne de 12%. Limitées dans un premier temps au secteur financier, les turbulences se sont étendues dans la période récente au reste de l'économie. La probabilité croissante de basculer dans une récession mondiale a eu des répercussions relativement plus fortes sur les petites et moyennes entreprises que sur les prestataires de services financiers et les assurances.

La même constatation peut être faite en ce qui concerne l'évolution, par secteurs, des actions suisses. Depuis la mi-septembre, les valeurs de l'industrie, de la technologie et de la construction sont celles qui ont subi les plus lourdes pertes. Les actions des entreprises du secteur de la construction ont chuté de 35%. Les baisses ont été de 33% sur les actions de l'industrie et de 41% sur celles des entreprises de la technologie. Les actions bancaires n'ont fléchi que de 15% dans cette période; les mesures adoptées par l'Etat pour soutenir le secteur bancaire ont contribué à modérer leur baisse, étant donné qu'elles ont réduit, en partie au moins, le risque de faillite qu'intègrent les cours des actions bancaires.

### **Forte baisse des prix des matières premières**

La crainte d'une détérioration de la conjoncture sur le plan mondial a influé sur la demande de matières premières. Depuis la mi-septembre, l'indice des prix des matières premières que calcule Goldman Sachs (GSCI) a chuté de 62%. Si l'on considère les diverses composantes de cet indice, on constate un recul des prix pour toutes les catégories de matières premières. La composante «énergie» est celle qui a enregistré le plus fort fléchissement. Le prix du pétrole s'établissait à 41 dollars le baril de brut (brent) au début de décembre, alors qu'il atteignait encore le double de ce niveau à la mi-mai.

### **Légère hausse des prix de l'immobilier**

En termes nominaux, les prix de l'immobilier ont augmenté entre le troisième trimestre de 2007 et la période correspondante de 2008. Ceux des appartements en propriété par étage se sont accrus de 4,4%, et ceux des maisons familiales, de 3,7%. Les loyers des appartements – les appartements loués constituent le plus gros segment du marché suisse du logement – ont quant à eux marqué une hausse de 3,9%. Ceux des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont augmenté de 0,2% seulement. En outre, la hausse des loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles a été elle aussi modérée. Comme précédemment, aucun indice ne laisse entrevoir la formation d'une bulle sur le marché suisse de l'immobilier. Il n'y a par conséquent pas non plus de signes annonciateurs d'une correction des prix, contrairement à ce qu'on peut observer dans d'autres pays européens.

## 3.4 Agrégats monétaires

### Croissance des agrégats monétaires

Comme l'illustre le graphique 3.18, tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) se sont repliés durant une longue phase, à partir du début de 2006, puis ont marqué une relative stabilité avant de repartir à la hausse du fait des récentes baisses de taux d'intérêt. Entre novembre 2007 et le même mois de 2008, M1 a progressé de 11%, et M2, de 6,2%. Quant à M3 (M2 et dépôts à terme), il a continué à n'augmenter que modérément, soit de 1,6% (voir tableau 3.1).

Après les taux de croissance élevés que les agrégats monétaires avaient atteints dans les années 2003 à 2005, M1 et M2 se sont repliés dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt. Ensuite, ces deux agrégats se sont de nouveau stabilisés, ce qui correspond à la courbe plus plate retraçant l'évolution des taux d'intérêt à court terme depuis l'automne de 2007. Les récentes progressions de M1 et de M2 reflètent des transferts typiques entre diverses catégories de dépôts à la suite de la baisse des taux d'intérêt à court terme.

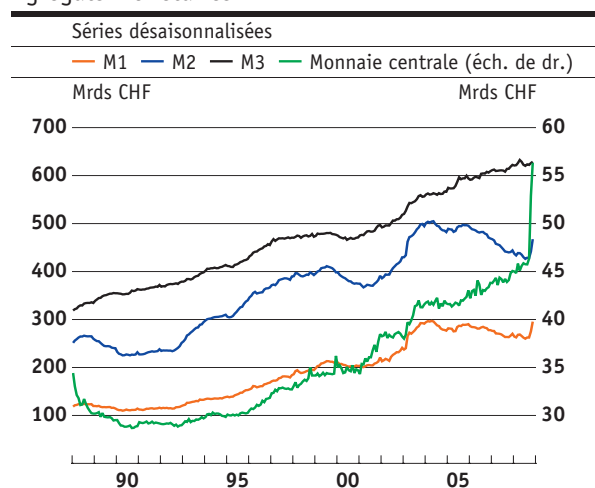
Pour porter un jugement sur de possibles risques d'inflation ou de déflation qui pourraient résulter d'une dotation excessive ou insuffisante de l'économie en liquidités, on cherche à déterminer s'il y a un excédent ou un déficit dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*). L'écart entre le niveau effectivement observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat indique un excédent de

liquidités s'il est positif ou un déficit s'il est négatif. Le niveau d'équilibre de M3 est estimé à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie (voir «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33).

Le graphique 3.19 indique les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Une marge inférieure à zéro, comme cela est actuellement le cas, signifie que, selon cet indicateur, les pressions inflationnistes devraient diminuer à moyen terme. Depuis quelques mois, on constate un déficit dans l'approvisionnement en monnaie, comme au début de l'année 2000. A l'époque, ce déficit avait entraîné une diminution du renchérissement, après l'accélération observée à la fin des années nonante.

La BNS a approvisionné le marché en liquidités afin de répondre à la demande extrêmement forte des banques commerciales et de stabiliser le marché interbancaire à court terme et le Libor. Dans la période d'incertitudes que nous connaissons actuellement, la demande de billets de banque a elle aussi augmenté (grosses coupures essentiellement). L'expansion que la monnaie centrale a enregistrée en novembre – le taux annuel de croissance de cet agrégat a atteint 25,9% – n'engendre par conséquent aucun risque d'inflation. En outre, les agrégats monétaires au sens large se sont maintenus à un niveau relativement bas, malgré leur récent accroissement.

Graphique 3.18  
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2006	2007	2007		2008			2008		
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Septembre	Octobre	Novembre
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>43,1</b>	<b>44,2</b>	<b>43,4</b>	<b>44,8</b>	<b>45,8</b>	<b>45,4</b>	<b>45,3</b>	<b>45,5</b>	<b>52,0</b>	<b>55,6</b>
Variation <sup>3</sup>	3,0	2,5	2,7	2,7	2,6	3,3	4,4	5,5	20,0	25,9
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>282,4</b>	<b>268,9</b>	<b>261,3</b>	<b>268,7</b>	<b>266,4</b>	<b>265,3</b>	<b>258,5</b>	<b>260,8</b>	<b>275,9</b>	<b>301,0</b>
Variation <sup>3</sup>	-0,6	-4,8	-6,8	-4,4	-3,4	-1,7	-1,1	-0,4	4,7	11,0
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>481,6</b>	<b>450,5</b>	<b>439,0</b>	<b>443,5</b>	<b>438,7</b>	<b>434,3</b>	<b>423,7</b>	<b>425,1</b>	<b>440,9</b>	<b>473,5</b>
Variation <sup>3</sup>	-2,0	-6,4	-8,0	-6,5	-5,8	-4,3	-3,5	-2,9	0,4	6,2
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>600,3</b>	<b>612,8</b>	<b>607,0</b>	<b>618,8</b>	<b>625,2</b>	<b>629,3</b>	<b>617,9</b>	<b>617,9</b>	<b>624,9</b>	<b>629,5</b>
Variation <sup>3</sup>	2,5	2,1	1,1	1,8	1,9	2,8	1,8	1,3	2,0	1,6

1 Définition 1995.

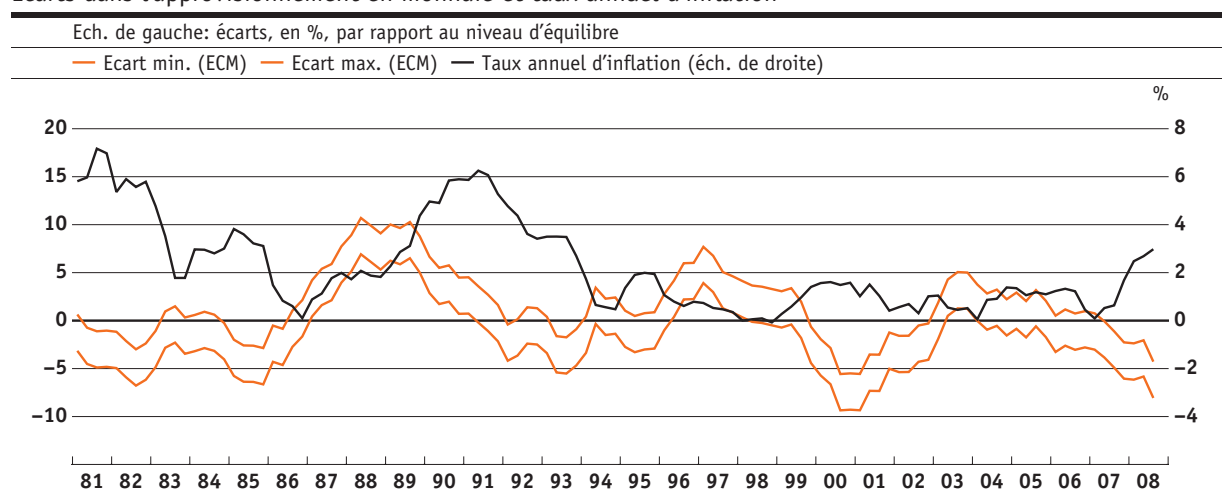
2 Niveau en milliards de francs.

3 En %, par rapport à 2007.

Source: BNS.

Graphique 3.19

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



Source: BNS.

## 3.5 Crédits

### Ralentissement de la croissance des crédits

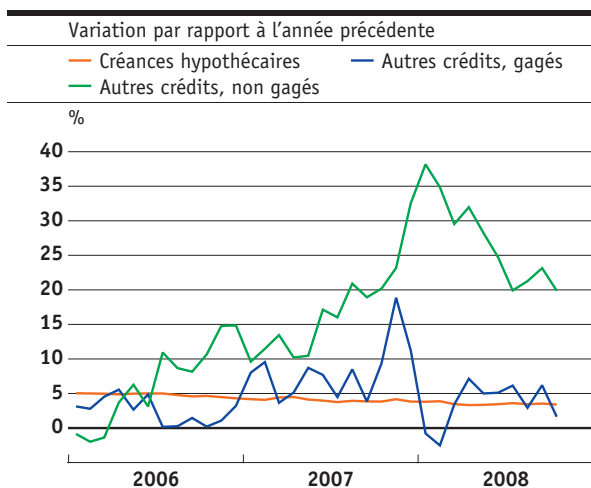
Le taux annuel de croissance des crédits a marqué un léger ralentissement, passant de 6,4% au deuxième trimestre à 5,8% le trimestre suivant. Comme le montre le graphique 3.20, le ralentissement est dû principalement à l'évolution des crédits non gagés. Ceux-ci ont en effet progressé de 21,4% entre le troisième trimestre de 2007 et le même trimestre de 2008, alors que leur taux annuel de croissance était de 28,2% au deuxième trimestre (voir tableau 3.2). Le taux annuel de croissance des autres crédits gagés a lui aussi diminué. Il s'établissait à 5,1% au troisième trimestre, contre 5,7%

au trimestre précédent. Quant aux créances hypothécaires, elles ont augmenté à un rythme presque inchangé (3,5%, contre 3,4% au deuxième trimestre).

La ventilation des crédits entre ménages et entreprises permet de constater que les prêts aux ménages ont progressé à un rythme plus lent et que la croissance des prêts aux entreprises s'est stabilisée.

Ces chiffres sont en harmonie avec ce qui ressort du «*Bank Lending Survey*» qui, au troisième trimestre, n'a décelé aucun signe d'un durcissement, sur un large front, des conditions appliquées aux octrois de crédit. Du total des banques interrogées, 15% seulement ont annoncé un léger durcissement de leurs conditions.

Graphique 3.20  
Crédits bancaires



Source: BNS.

**Crédits bancaires**

Tableau 3.2

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2006	2007	2007		2008			2008		
			3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Août	Septembre	Octobre
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>
Ménages <sup>2</sup>	6,1	4,6	4,4	4,0	3,0	2,2	2,0	1,7	1,9	1,5
Entreprises <sup>2</sup>	1,6	6,7	6,6	11,6	13,9	14,9	13,5	13,1	14,7	13,0
Créances hypothécaires <sup>1</sup>	4,8	4,0	3,8	3,9	3,7	3,4	3,5	3,4	3,5	3,4
dont ménages <sup>2</sup>	5,5	4,3	4,0	3,7	3,6	3,0	3,5	3,4	3,4	3,2
dont entreprises <sup>2</sup>	1,2	2,3	3,0	4,3	3,7	4,2	3,5	3,4	3,6	3,7
Autres crédits <sup>1</sup>	4,6	13,4	13,1	20,2	19,3	19,0	15,0	13,9	16,5	12,7
dont gagés <sup>1</sup>	2,5	8,2	5,6	13,1	0,0	5,7	5,1	2,9	6,2	1,6
dont non gagés <sup>1</sup>	6,3	17,2	18,6	25,3	34,1	28,2	21,4	21,3	23,1	19,9

1 Bilans mensuels.

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. Publiée chaque trimestre, la prévision d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs. La prévision d'inflation est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution des prix qui est attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu inchangé pendant toute la période sur laquelle elle porte.

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

L'évolution du renchérissement en Suisse dépend non seulement de facteurs d'origine intérieure, mais aussi, et dans une forte mesure, d'influences exogènes. Plusieurs des modèles servant à établir la prévision d'inflation de la BNS prennent ces éléments en considération et intègrent par conséquent l'évolution

à attendre en Suisse dans un environnement international. Le scénario ainsi envisagé pour la conjoncture internationale correspond à l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 présente les principales hypothèses de ce scénario qui ont été retenues pour les prévisions de septembre et de décembre 2008.

#### **Forte chute de la croissance**

Par rapport à celui de septembre, le scénario englobant la conjoncture mondiale se caractérise par une forte chute de la croissance et un prix du pétrole sensiblement plus bas. Les turbulences persistantes sur les marchés financiers internationaux affecteront considérablement l'économie réelle. Contrairement à ce que l'on prévoyait en septembre, on table par conséquent, tant pour les Etats-Unis que pour l'Europe, sur une tendance à la récession durant l'année 2009. Une reprise est attendue pour 2010, mais les taux annuels de croissance devraient rester à des niveaux bas. A long terme, c'est-à-dire au-delà de la période sur laquelle porte la prévision, on continue à escompter une croissance proche du potentiel dans ces deux zones économiques, soit d'environ 3% aux Etats-Unis et de 2% dans l'UE.

Le prix du pétrole a été fixé à 48 dollars le baril pour les prochains trimestres et à 60 dollars par la suite. Pour les années 2009 et 2010, on prévoit une baisse des taux d'inflation, sur le plan mondial, du fait du recul des prix des produits énergétiques. Pour la période sur laquelle porte la prévision, la relation de change entre le dollar et l'euro a été fixée à 1,30, contre 1,49 lors de la prévision de septembre.

## 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.

## Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

<b>Décembre 2008</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
PIB USA <sup>1</sup>	1,4	-0,8	1,1
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	0,9	-1,0	0,7
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>		1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		48	60
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>3</sup>		58	72

<b>Septembre 2008</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
PIB USA <sup>1</sup>	1,8	1,3	2,8
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	1,3	0,9	2,1
		<b>Court terme</b>	<b>Long terme</b>
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>		1,49	1,49
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>		113	115
Prix du baril de pétrole en francs suisses <sup>4</sup>		126	128

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 10 décembre 2008.

4 Niveau, cours du 3 septembre 2008.

Source: BNS.



## 4.2 Prédiction d'inflation et décision de politique monétaire<sup>2</sup>

L'évaluation de la situation conjoncturelle et monétaire a changé considérablement depuis l'examen de la situation du 18 septembre 2008. Déjà à l'époque, la BNS avait souligné que les risques liés à l'évolution de la conjoncture mondiale, des marchés financiers et du prix de l'énergie étaient importants. Elle avait relevé également que ses prévisions, dans le domaine de l'activité économique et dans celui du renchérissement en Suisse, étaient entachées de grandes incertitudes. Elle avait annoncé vouloir observer attentivement l'évolution de la situation afin d'être à même d'agir rapidement en cas de besoin. Cette éventualité s'est entretemps réalisée. La BNS a été amenée à relâcher sensiblement sa politique monétaire au fur et à mesure que les incertitudes s'estompaient et que la dégradation de la situation conjoncturelle se précisait. Elle a abaissé la marge de fluctuation du Libor une première fois de 25 points de base le 8 octobre, une deuxième fois de 50 points de base le 6 novembre et, enfin, une troisième fois de 100 points de base le 20 novembre. Avec le nouvel abaissement décidé le 11 décembre, la marge de fluctuation du Libor se situe à 0%–1%, ce qui dénote une politique monétaire résolument expansionniste. Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, soit depuis le 18 septembre, la situation a changé sur trois points fondamentaux. Premièrement, les perspectives conjoncturelles internationales se sont sérieusement détériorées et ont par conséquent affecté fortement les prévisions pour l'économie suisse. Deuxièmement, la crise sur les marchés financiers s'est aggravée dès la mi-septembre. Enfin, les prix des matières premières et du pétrole se sont effondrés, conduisant, de pair avec la détérioration des perspectives conjoncturelles, à une amélioration nette des perspectives du renchérissement. Ces trois aspects sont développés ci-après.

### **Perspectives économiques internationales**

En septembre, la BNS était préoccupée par l'éventualité d'une forte baisse de la croissance dans les économies les plus avancées. On sait désormais que l'activité économique se repliera simultanément aux Etats-Unis et en Europe et qu'elle va

ralentir sensiblement dans les pays émergents. La question de savoir s'il faut parler ou non de récession dépend de la définition utilisée et n'est plus que d'ordre sémantique.

Aux Etats-Unis, le PIB devrait diminuer de manière substantielle pendant le trimestre en cours, alors qu'il s'était déjà contracté légèrement au troisième trimestre. En effet, la production industrielle, qui jusqu'ici avait fait preuve d'une stabilité étonnante, a chuté de 4% entre les mois de juillet et d'octobre. De plus, le chômage, qui lui aussi est longtemps resté stable, a progressé rapidement pour atteindre 6,7% en novembre. Il s'agit là d'un niveau inégalé depuis 1994.

La détérioration soudaine de la situation est surtout le fait d'un recul des dépenses de consommation des ménages. Ces derniers ont vu leur situation financière se dégrader fortement suite à la baisse de valeur de leur patrimoine immobilier et financier, alors même qu'ils ont dû, jusqu'à récemment, subir une érosion progressive de leur pouvoir d'achat par une hausse ininterrompue des prix de l'énergie. Si ceux-ci ont diminué depuis, la correction des prix dans le secteur immobilier, qui est à l'origine de la crise financière, et la baisse des cours boursiers continuent de déployer leurs effets.

En Europe, le PIB a reculé au troisième trimestre pour la seconde fois consécutive. Malgré la baisse récente du cours de l'euro, les exportations ont été touchées par l'affaiblissement de la demande mondiale. Cette évolution est vraie particulièrement pour l'Allemagne, qui est fortement dépendante des exportations. En entraînant une révision des plans d'extension des capacités de production dans l'industrie d'exportation d'abord, puis dans les industries situées en amont dans la chaîne de production ensuite, la chute des exportations a provoqué un repli de la demande d'investissements en équipement. De plus, dans certains pays, notamment en Espagne et en Irlande, la construction est affectée par une correction importante des prix des biens immobiliers.

La situation est plus hétérogène en Asie. Le Japon et certaines économies émergentes de la région n'échapperont probablement pas à une courte récession, mais l'activité économique devrait dans l'ensemble continuer de progresser, quoique de manière moins forte que l'on ne pouvait le penser

<sup>2</sup> Les paragraphes ci-après présentent les motifs de la décision de politique monétaire du 11 décembre 2008.

jusqu'à récemment. Par ailleurs, les économies émergentes d'Amérique latine et d'Europe de l'Est, jusqu'ici fortement dépendantes des afflux de capitaux, pourraient connaître un ralentissement marqué de leur croissance.

Ainsi, ce qui n'était encore qu'un scénario de risque lors de l'examen de la situation de septembre, est en train de se réaliser. Les économies avancées sont quasiment entrées en récession simultanée. La crise que traverse le secteur financier s'est finalement propagée au reste de l'économie. Avec la baisse de la demande mondiale, les prix des biens alimentaires, des matières premières et du pétrole se sont effondrés. Il s'agit là du revers positif de la médaille, puisque cette évolution va soutenir les revenus réels et la consommation de la plupart des pays.

### **Perspectives économiques en Suisse**

L'économie suisse est bien entendu affectée par cette dégradation de l'environnement international. Lors de son examen de septembre, la BNS tablait encore sur un ralentissement marqué de l'activité, la croissance du PIB restant toutefois positive en 2009. Désormais, elle prévoit que la croissance sera négative, non seulement pendant les deux premiers trimestres de l'an prochain, mais également pour la moyenne de l'année 2009 tout entière. Toutes les composantes de la demande, à l'exception probablement de la consommation, devraient reculer.

Les exportations de biens d'investissement, dont le caractère cyclique de la demande est bien connu, vont être touchées. Dans la plupart des pays, les difficultés de vente et d'écoulement, d'une part, et les restrictions des conditions de crédit, d'autre part, ont conduit à une révision à la baisse des plans d'investissement. Les Etats-Unis et l'Europe sont l'illustration de ce phénomène, mais une perte de vitesse est également observée du côté des marchés émergents. Ces évolutions vont frapper de plein fouet les exportations suisses de biens d'équipement et de biens intermédiaires. L'effondrement de la demande de véhicules des constructeurs américains et européens se répercutera aussi sur leurs fournisseurs établis en Suisse. L'industrie des métaux, des machines et de l'électronique a été la première à observer une nette correction des entrées de commandes.

En Suisse également, la perspective d'une baisse des ventes va conduire à une révision des plans d'investissement. La demande intérieure de biens d'équipement pourrait même être la composante de la demande finale à se replier le plus sévèrement. L'évolution est quelque peu différente pour ce qui est du secteur de la construction et sa composante la plus importante, l'investissement résidentiel. La construction de logements était déjà en repli ces dernières années; les récentes baisses de taux d'intérêt pourraient cependant freiner cette évolution.

Tous ces facteurs ont produit une nette détérioration de la confiance des entrepreneurs, ce qui devrait freiner la création d'emplois dans notre pays. Le chômage va à nouveau croître.

La consommation devrait continuer à progresser, mais à un rythme nettement plus faible. L'indice de confiance des ménages s'est clairement replié au début du quatrième trimestre, reflétant les anticipations d'une précarisation de l'emploi. En revanche, la baisse inattendue de l'inflation va contribuer à une hausse des revenus réels, qui va soutenir la consommation.

Pour l'ensemble de l'année 2009, la BNS prévoit un repli du PIB réel. Ce recul devrait se situer entre 0,5% et 1%.

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

La marge de fluctuation du Libor à trois mois a déjà été abaissée de 175 points de base, en trois étapes, depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre. Ces baisses successives se sont révélées nécessaires en raison d'une série de facteurs qui ont contribué à resserrer les conditions monétaires, alors que la dégradation de l'environnement économique en général aurait au contraire réclamé un assouplissement. Il suffit de mentionner ici la brève, mais violente envolée du franc en octobre ou l'augmentation des primes de risque de crédit sur les marchés obligataires. Ces tendances se sont en partie inversées depuis, mais la situation reste tendue. Ces observations illustrent une remarque plus générale: une évolution conjoncturelle défavorable, doublée d'une crise financière, peut entraver la transmission de la politique monétaire et donc compromettre son efficacité. L'effet expansionniste d'une baisse des taux

d'intérêt peut s'en trouver atténué. Lorsqu'un tel risque existe, les autorités monétaires doivent engager une action rapide et vigoureuse pour exercer l'influence désirée sur la demande finale. C'est ce que la BNS a fait ces derniers mois.

Pour observer l'état des conditions d'octroi de crédit depuis l'éclatement de la crise financière, la BNS mène régulièrement des enquêtes auprès des principales banques suisses. En renseignant sur leurs intentions et leurs anticipations, ce sondage complète l'analyse, effectuée par la BNS, de l'évolution des volumes des crédits. Dans la très large majorité des établissements sondés, aucune restriction des conditions de crédit n'a été annoncée au troisième trimestre. Seules 15% environ des banques admettent un léger durcissement de leurs pratiques.

Les données pour le mois d'octobre sur les crédits octroyés en Suisse confirment ce tableau. Les crédits hypothécaires progressent d'une manière régulière, dernièrement au taux de 3,4%. Les autres crédits croissent toujours fortement, mais à un rythme légèrement ralenti. Les grandes entreprises ont augmenté le taux d'utilisation de leurs lignes de crédits, ce qui résulte de leurs difficultés de se financer sur les marchés des capitaux. En résumé, il n'y a pas, pour le moment, lieu de parler d'un resserrement du crédit (*credit crunch*). Cette situation favorable pourrait maintenant se détériorer, comme on le constate à l'étranger.

Les agrégats monétaires, qui reculaient jusque dans la période récente, croissent à nouveau. Suite à la baisse des taux d'intérêt, la BNS s'attend à ce que les agrégats monétaires progressent plus rapidement dans les mois qui viennent. Au vu de la demande actuellement forte de liquidités, une croissance monétaire accrue ne signalera pas pour autant une augmentation des risques inflationnistes. Ce n'est que si la croissance monétaire devait devenir excessive sur la durée que la stabilité des prix à moyen terme serait menacée.

### **Perspectives de renchérissement**

Après la détérioration rapide de la conjoncture internationale et la crise des marchés financiers, le changement radical des perspectives de renchérissement est le troisième facteur qui explique la politique de baisses successives des taux engagée

par la BNS dès octobre dernier. En effet, les risques inflationnistes se sont largement dissipés depuis le dernier examen trimestriel de la situation, soit depuis le 18 septembre, laissant à la politique monétaire une large marge de manœuvre que la BNS a résolument exploitée.

L'inflation a franchi en décembre 2007 la limite des 2% au-delà de laquelle la BNS considère que la stabilité des prix n'est plus assurée. L'augmentation rapide du renchérissement – une inflation zéro avait encore été observée au début de l'année 2007 – s'explique par l'effet conjugué d'une hausse quasi ininterrompue du prix du pétrole et de la bonne marche de l'économie. En juillet 2008, l'inflation a atteint une pointe de 3,1%, niveau qui n'avait plus été observé depuis 15 ans. Ce niveau était préoccupant parce qu'il risquait de modifier les anticipations inflationnistes des ménages, ce qui pouvait induire une forte poussée des salaires nominaux en fin d'année et favoriser par là une certaine persistance de l'inflation.

Mais ces deux facteurs responsables de la hausse récente du renchérissement se sont entretemps inversés. Premièrement, le prix du pétrole s'est effondré pour passer en dessous de 50 dollars à la mi-novembre, après avoir atteint un maximum de 145 dollars début juillet. La chute du prix du pétrole s'explique à la fois par une baisse de la demande au niveau mondial, suite à la détérioration de la conjoncture (voir ci-dessus), et par la dissolution de positions spéculatives. Deuxièmement, l'économie suisse va bientôt opérer en dessous de son niveau potentiel et connaître une recrudescence du chômage. Cette situation sera une source de modération pour la détermination tant des prix que des salaires.

La BNS prévoit dorénavant que l'inflation va reculer de manière presque continue en 2009. Malgré les baisses de taux d'intérêt intervenues depuis octobre, l'inflation restera basse en 2010 et en 2011. A cette date et à l'horizon de prévision actuel, les risques inflationnistes à la hausse et à la baisse sont devenus symétriques.

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

Les motivations de la politique monétaire récente de la BNS, évoquées précédemment, sont les suivantes: la conjoncture internationale s'est

assombrie, ce qui va se répercuter sur l'économie suisse, dès ce trimestre et tout particulièrement l'an prochain. Les perspectives quant au renchérissement se sont en revanche nettement améliorées. La BNS a de ce fait vu sa marge de manœuvre s'élargir. Enfin, la crise du secteur financier comporte le risque d'une détérioration des conditions de financement de l'économie. Ce sont ces mêmes considérations qui motivent la décision de la BNS d'abaisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 50 points de base supplémentaires. Etant donné la détérioration attendue de la conjoncture en Suisse et les aléas liés à des délais de transmission longs et variables de la politique monétaire, une baisse de taux s'impose à nouveau. Par son action, la BNS réduit autant que possible le risque d'une dégradation plus sévère encore de la conjoncture.

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

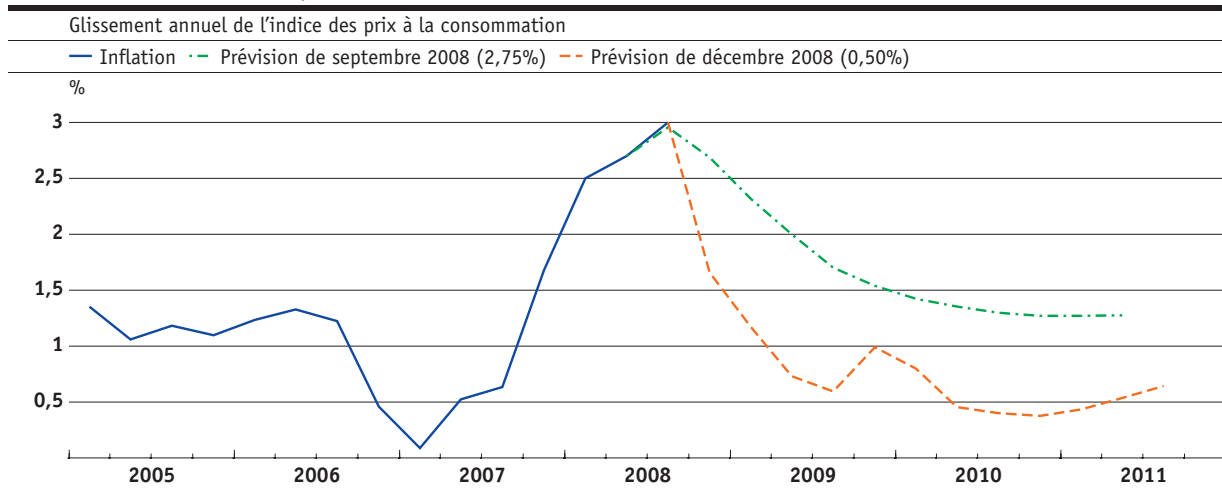
Comment la prévision d'inflation a-t-elle été révisée? La prévision de décembre est représentée sur le graphique par la courbe en tirets rouges. Celle-ci porte sur la période allant du quatrième

trimestre de 2008 au troisième trimestre de 2011. Elle indique les perspectives en matière d'inflation en supposant que le Libor à trois mois soit maintenu inchangé à un niveau de 0,5% durant toute la période de prévision. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de la situation de septembre établie pour un Libor à trois mois de 2,75%.

La nouvelle prévision indique un repli rapide de l'inflation dans les prochains trimestres. Elle repasse en dessous de 2% dès le quatrième trimestre de cette année. Elle va continuer à reculer jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2009 au vu de l'évolution de la conjoncture, pour ensuite marquer un petit sursaut pendant deux trimestres en raison d'un effet de base provoqué par l'évolution du cours du pétrole. L'inflation chutera même davantage encore par la suite pour se situer aux alentours de 0,5% en 2010, avant d'augmenter modérément dans le courant de 2011. Cette légère reprise du renchérissement à la fin de 2011 s'explique par le fait qu'un Libor de 0,5% ne représente pas un niveau d'équilibre capable de garantir la stabilité des prix sur le long terme.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation de septembre 2008, avec Libor à 2,75%, et de décembre 2008, avec Libor à 0,50%



Source: BNS.

Inflation observée (décembre 2008)

Tableau 4.2

	2005				2006				2007				2008				2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.			
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00		1,2	1,1	0,7

Prévisions d'inflation de septembre 2008, avec Libor à 2,75%, et de décembre 2008, avec Libor à 0,50%

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.			
Prédiction de sept. 2008, Libor à 2,75%	2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28					2,7	1,9	1,3
Prédiction de déc. 2008, Libor à 0,50%	1,66	1,17	0,73	0,59	0,99	0,80	0,45	0,40	0,38	0,43	0,54	0,64					2,5	0,9	0,5

Source: BNS.

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de décembre 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 septembre à novembre 2008, sont résumés ci-après.

## Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre septembre et novembre avec quelque 180 représentants de divers secteurs et branches montrent une nette détérioration de la situation économique en trois mois. Les signes d'un affaiblissement de la conjoncture étaient certes déjà perceptibles auparavant, mais la rapidité avec laquelle les entrées de commandes ont diminué, au plus tard dès fin septembre, a surpris. La plupart des interlocuteurs tablent, pour 2009, sur une marche des affaires en repli. Une grande incertitude règne toutefois quant à l'ampleur de ce recul.

Le changement de climat est particulièrement perceptible dans l'industrie d'exportation. En revanche, de vastes pans du marché intérieur ont relativement bien résisté jusqu'ici. Etant donné la détérioration des perspectives, de nombreuses

entreprises axées sur les exportations sont amenées à revoir leurs budgets et à freiner la croissance de leurs dépenses. Ainsi, la publicité est réduite, des investissements sont remis à une période ultérieure, et on hésite avant de pourvoir des postes devenus vacants.

Par rapport aux entretiens menés au cours du printemps et de l'été 2008, les interlocuteurs se sont beaucoup moins plaints de l'assèchement du marché du travail et de l'évolution des prix d'achat.

En outre, la crainte de voir les banques durcir leurs conditions de financement et de crédit et, partant, compromettre des projets d'investissement ne s'est pas confirmée. La forte volatilité des cours de change et le raffermissement, en octobre, du franc face à l'euro ont par contre causé de vives inquiétudes dans de nombreuses entreprises. Les hausses des prix de l'électricité, annoncées pour le début de 2009, ont été elles aussi fréquemment évoquées au cours des entretiens.

# 1 Production

## Industrie

La diminution des entrées de commandes a touché l'industrie à un moment où les entreprises enregistraient pour la plupart des taux d'utilisation des capacités de production élevés, voire très élevés, et des carnets de commandes bien garnis. La marche des affaires avait certes faibli, au printemps déjà, dans quelques branches, notamment dans l'industrie des machines. Mais le bouclage semestriel a été bon à très bon pour la majorité des entreprises. Depuis la mi-septembre, de nombreux interlocuteurs – en particulier ceux de l'industrie d'exportation – évoquent un recul, parfois sensible, des entrées de commandes. La demande en provenance des Etats-Unis est en repli depuis un certain temps déjà. Le marché européen et même le marché chinois tendent à leur tour à faiblir depuis peu. Les carnets de commandes sont souvent encore bien garnis, mais le nombre d'entreprises à vocation exportatrice qui commencent à réduire leur production semble augmenter rapidement.

Les fournisseurs des industries du textile, de l'électronique et de l'automobile sont particulièrement touchés par la détérioration de la marche des affaires. Les interlocuteurs de l'horlogerie et de la bijouterie – pour les entreprises de cette branche, l'année en cours a été exceptionnellement bonne – s'attendent, à quelques exceptions près, à un affaiblissement de la marche de leurs affaires en 2009. Certaines entreprises de produits de niche (dans les techniques énergétiques par exemple) et l'industrie alimentaire, qui est habituellement peu sensible aux variations de la conjoncture, ont enregistré uniquement des changements minimes, voire même aucune modification. De façon générale, les entreprises axées sur le marché intérieur, qu'elles soient de l'artisanat ou de l'industrie, semblent avoir tendance à être moins touchées que celles de l'industrie d'exportation. Elles ont pour la plupart fait état d'une marche des affaires toujours bonne, mais prévoient elles aussi un fléchissement au cours des prochains trimestres. Presque tous les interlocuteurs s'attendent à une baisse de leur taux d'utilisation des capacités de production en 2009. Une telle baisse devrait être observée même dans les entreprises comptant gagner des parts de marché.

Le ralentissement de la conjoncture et l'incertitude croissante des consommateurs et des inves-

tisseurs se font sentir principalement dans les investissements. De nombreux interlocuteurs ont signalé une nette diminution de la propension à investir au cours des derniers mois. De plus en plus de plans d'investissement sont soumis à de nouveaux examens. L'abandon de projets est évoqué plus fréquemment. Dans certains cas, la décision est prise de réaliser les projets par étapes ou de limiter les projets au strict nécessaire.

## Services

Jusqu'ici, la consommation a montré une bonne capacité de résistance. Les indicateurs signalent une détérioration du climat de consommation. Mais, pour le moment, cette détérioration ne s'est guère traduite au niveau des chiffres d'affaires du commerce de détail. Au cours des entretiens, les représentants du commerce de détail ont toutefois laissé entendre que la demande de biens de consommation durables a diminué. Par ailleurs, le fléchissement a touché surtout le moyen de gamme, le bas de gamme ayant progressé dans certains domaines. Du côté du haut de gamme, les avis sont contradictoires, mais de plus en plus de signes indiquent que la demande de produits de luxe a perdu de sa vigueur. En ce qui concerne les ventes durant la période de Noël, les prévisions étaient mitigées. Etant donné le chômage toujours bas, les interlocuteurs tablaient majoritairement sur un bon résultat. Toutefois, ils ne s'attendaient généralement pas à atteindre un résultat supérieur à celui, excellent, de l'année précédente.

La plupart des représentants du tourisme ainsi que de l'hôtellerie et de la restauration se sont jusqu'ici déclarés très satisfaits de leurs résultats, mais avec des écarts régionaux qui tendent à s'accroître. Les hôtes venant de l'étranger ont été moins nombreux (la diminution est due surtout aux visiteurs provenant des Etats-Unis et du Royaume-Uni). En revanche, le nombre des nuitées des touristes suisses a pu être maintenu. Manifestement, les efforts des entreprises en vue de réduire leurs dépenses (séminaires, voyages d'affaires) sont déjà perceptibles. On constate également que les hôtes se montrent plus soucieux de limiter leurs dépenses pour des prestations annexes. Les réservations pour l'hiver sont jugées satisfaisantes. Le cours de l'euro est – à côté des conditions d'enneigement – le principal facteur d'incertitude pour la saison d'hiver.



Dans le secteur bancaire, la crise financière a influé surtout sur le produit des opérations de commissions et des prestations de service. Les représentants des banques ont en outre signalé une diminution de la marge d'intérêts. Les octrois de crédits ont en revanche continué, comme précédemment. Dans ce domaine, les conditions n'ont pas été resserrées, mais un durcissement n'est pas exclu en cas de nouvelle détérioration des perspectives conjoncturelles. Ce constat au sujet des crédits est partagé par les interlocuteurs venant des autres secteurs de l'économie. En effet, la plupart d'entre eux n'ont jusqu'ici observé aucun durcissement. Toutefois, selon l'avis de plusieurs entreprises, leurs stratégies sont examinées par les banques avec beaucoup plus d'attention qu'il y a quelques mois. Du côté également des crédits à l'exportation, des difficultés accrues sont perceptibles du fait des risques qui ont augmenté.

### **Construction et immobilier**

Le secteur de la construction est resté robuste. Les entrées de commandes étaient généralement inférieures à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente, mais les carnets de commandes étaient toujours bien garnis. Aussi la crise ne devrait-elle pas se faire sentir pleinement sur l'activité de ce secteur avant le second semestre de 2009. La crise, selon l'avis de la majorité des interlocuteurs, sera plus forte dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux que dans celle de logements. Dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux, on peut d'ores et déjà constater une augmentation du nombre de projets qui ne sont pas menés à terme. Etant donné le nombre réduit d'appartements vacants, la construction de logements devrait en revanche rester dynamique. Quant au génie civil, il devrait être moins touché par la crise; dans ce domaine, les carnets de commandes varient toutefois beaucoup d'une entreprise à l'autre.

Des interlocuteurs du secteur de l'immobilier s'attendent à voir la pénurie de logements prendre fin du fait de la récession. Il ne faut cependant pas escompter une augmentation sensible du nombre de logements vacants. Les répercussions seront probablement plus fortes sur les surfaces de bureaux qui sont à louer. Une accalmie a été observée, ces derniers mois déjà, au niveau des prix.

## **2 Marché du travail**

Jusqu'ici, le tassement de la conjoncture ne s'est répercuté que modérément sur le marché du travail. Les entreprises ont mis à profit les fluctuations naturelles et n'ont pas pourvu certains postes devenus vacants à la suite de départs. En outre, plusieurs d'entre elles ont recouru à la diminution forcée des heures supplémentaires et des soldes de vacances. Quelques entreprises (textile, équipementiers de l'industrie automobile) ont déjà annoncé du chômage partiel ou préparent de telles mesures. Il a fallu parfois recourir à des licenciements. Les entreprises se montrent généralement plus prudentes et ne pourvoient plus systématiquement tous les postes devenus vacants.

La difficulté de trouver du personnel qualifié est évoquée moins souvent, mais n'a pas totalement disparu des discussions. En ce qui concerne les salaires pour 2009, la plupart des interlocuteurs envisageaient une augmentation d'environ 2,5%. Les événements de ces trois derniers mois ne devraient pas influencer sur les décisions à prendre en la matière.

## **3 Prix, marges et situation bénéficiaire**

En 2008, de nombreuses entreprises ont augmenté leurs prix de vente en raison des carnets de commandes bien garnis et de la hausse des prix des denrées alimentaires, des produits pétroliers et d'autres matières premières. Dans l'industrie en particulier, les marges ont pu être accrues grâce à la situation économique favorable. Les perspectives pour 2009 sont toutefois mitigées. Depuis septembre, le raffermissement du franc vis-à-vis de l'euro a en partie annulé l'amélioration des marges. Les augmentations de salaire et la forte hausse des prix de l'électricité, annoncée pour début 2009, pourraient elles aussi faire pression sur les marges. Etant donné l'affaiblissement de la demande, les interlocuteurs s'attendent généralement à ce qu'il devienne plus difficile d'augmenter les prix. Une grande partie des entreprises interrogées envisagent des hausses (modérées) de prix pour 2009 également.



## Measuring capital stocks and capital services in Switzerland

**Barbara Rudolf et Mathias Zurlinden**  
**Working Paper 2008-11**

Ce document présente diverses estimations des stocks nets de capital et des flux de services générés par ce capital en Suisse. Pour des raisons de disponibilité des données, les séries chronologiques couvrent la période de 1970 à 2005 pour la répartition en deux catégories (équipement et construction) et la période de 1990 à 2005 pour la répartition en 12 catégories (9 pour l'équipement et 3 pour la construction). La sensibilité des résultats est examinée par la variation des hypothèses concernant les stocks initiaux de capital, la durée de vie des actifs, la méthode de calcul des coûts d'usage du capital et le choix des déflateurs ICT. Il ressort des résultats que le dynamisme des services du capital calculés à partir de la répartition des données en 12 catégories peut être bien rendu par les services du capital calculés à partir de la répartition en 2 catégories et même par les stocks nets de capital (calculés à partir des répartitions en 12 ou en 2 catégories). Cependant, les différences ne sont pas négligeables. On peut en déduire que les séries chronologiques des services du capital calculés à partir de la répartition en 12 catégories devraient être utilisées comme mesure de l'apport en capital tant qu'aucune donnée antérieure à 1990 n'est nécessaire.

## How to use industrial policy to sustain trade agreements

**Philip Sauré**  
**Working Paper 2008-12**

La politique industrielle entrave souvent le commerce international et constitue un obstacle majeur aux négociations. Malgré son importance dans la pratique, la politique industrielle a longtemps été négligée dans la littérature sur les accords commerciaux. La présente étude examine la façon d'utiliser au mieux la politique industrielle dans la mise en œuvre des accords commerciaux. Elle constate, compte tenu de certaines hypothèses standard, que les accords commerciaux optimaux incluent la subvention des secteurs soumis à une très forte concurrence extérieure. Elle remarque également que, lorsque les avantages comparatifs s'accroissent – par l'effet d'une force endogène ou exogène –, les industries en difficulté sont subventionnées. Ces résultats vont à l'encontre de ce qui est communément admis sur l'inefficacité de ce genre de politique d'intervention. Leur fiabilité fait donc l'objet d'une analyse détaillée. Il ressort notamment de cette dernière que les résultats dépendent dans une forte mesure de la souplesse de la structure industrielle. Il apparaît en particulier que, si la structure industrielle ne se développe que lentement, si donc elle manque de souplesse, les accords commerciaux optimaux proscrirent la politique industrielle.

## Measuring growth of labour quality and the quality-adjusted unemployment rate in Switzerland

**Thomas Bolli et Mathias Zurlinden**  
**Working Paper 2008-13**

Ce document présente divers résultats concernant l'accumulation de capital humain pour l'économie suisse. Un indice de la qualité du travail est tiré de l'hypothèse selon laquelle les taux de salaires sont équivalents au produit marginal du travail. De tels indices sont souvent utilisés dans les calculs de productivité multifactorielle. Les auteurs estiment que l'indice de la qualité du travail a augmenté à un taux moyen de 0,5% par an entre 1991 et 2006. Cette croissance s'explique principalement par la progression du niveau moyen d'éducation et le vieillissement de la génération du baby boom. Les prévisions pour les années 2006 à 2050 suggèrent un ralentissement progressif de la croissance de la qualité du travail. Ce Working Paper présente également différents calculs du taux de chômage corrigé en fonction de la qualité. En prenant en compte l'accumulation du capital humain, les auteurs obtiennent une réduction du taux de chômage de 0,3 point.

## What drives the Swiss franc?

**Samuel Reynard**  
**Working Paper 2008-14**

Cet article analyse le comportement du franc suisse durant les 35 dernières années. L'appréciation à long terme du franc suisse relativement à l'euro, au mark allemand et à une moyenne pondérée de monnaies des partenaires commerciaux de la Suisse, peut être liée à l'effet de Balassa-Samuelson, c'est-à-dire au fait que le secteur d'exportation suisse est plus productif que les secteurs d'exportation de ses partenaires commerciaux. D'autres facteurs peuvent expliquer les fluctuations du taux de change à moyen terme. Par exemple, une augmentation (diminution) du prix du pétrole est associée à une dépréciation (appréciation) du franc suisse. L'introduction de l'euro a aussi influencé les fluctuations du franc suisse. Le franc suisse a réagi par rapport à l'euro de façon à contrecarrer les mouvements du dollar. Relativement au franc suisse, l'euro s'est déprécié (apprécié) lorsque le dollar américain s'est apprécié (déprécié), ce qui a eu des effets stabilisateurs sur le taux de change effectif (moyenne pondérée des monnaies des partenaires commerciaux de la Suisse). Les facteurs identifiés comme sources potentielles expliquant la faiblesse du franc suisse par rapport à l'euro durant ces quelques dernières années étaient donc un prix du pétrole élevé et un dollar faible. De plus, des données de productivité sectorielle montrent que, depuis le début de cette décennie, la productivité du marché intérieur suisse a augmenté à un rythme plus rapide que la productivité du marché intérieur européen, ce qui peut avoir atténué ou même inversé l'effet de Balassa-Samuelson et pourrait ainsi expliquer une rupture de la tendance à l'appréciation du franc suisse. Cependant, au cours des 35 dernières années, conformément à la littérature empirique sur les taux de change, il y a fréquemment eu des mouvements substantiels de taux de change qui ne peuvent pas être expliqués par des fondamentaux économiques.

# Price-setting behaviour in Switzerland – evidence from CPI micro data

**Daniel Kaufmann**

**Working Paper 2008-15**

Ces dernières années, l'hypothèse de prix rigides a été très souvent utilisée dans les modèles macroéconomiques microfondés. Les chercheurs utilisant ces modèles doivent notamment savoir à quelle fréquence les ajustements de prix ont lieu. Le présent document analyse le comportement des entreprises en matière de fixation des prix en considérant les prix des marchandises et services qui forment l'indice suisse des prix à la consommation. Six constatations essentielles découlent de cette analyse: (i) Les prix sont visqueux (sticky); leur durée médiane est de 4,6 trimestres. (ii) Le comportement en matière de fixation des prix varie selon les secteurs, mais aussi selon les points de vente. (iii) Les changements de prix sont substantiels; la valeur médiane absolue s'établit à 9,4%. (iv) Aucun signe n'indique une viscosité générale des prix vers le bas; même lorsque l'inflation est positive, les prix baissent dans 41,3% des cas, et la répartition des ajustements de prix ne révèle aucune asymétrie notable. (v) Les entreprises réagissent aux chocs de coûts qu'elles ont anticipés, par exemple un changement du taux de la TVA, seulement au moment où ces chocs produisent leurs effets. (vi) Il apparaît que les entreprises ajustent leurs prix plus souvent lorsque l'inflation est un peu plus forte que lorsque l'inflation est faible.



## Abaissements de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 8 octobre 2008, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue d'un examen extraordinaire de la situation économique et monétaire, d'abaisser de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, la ramenant à 2%–3%.

Le 6 novembre 2008, la Banque nationale suisse a décidé, à l'issue d'un deuxième examen extraordinaire de la situation économique et monétaire, de réduire avec effet immédiat de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, qui a ainsi passé à 1,5%–2,5%. Elle a annoncé son intention de maintenir le Libor à trois mois, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Le 20 novembre 2008, à l'issue d'un troisième examen extraordinaire de la situation économique

et monétaire, la Banque nationale suisse a abaissé avec effet immédiat de 100 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, qui s'est ainsi inscrite à 0,5%–1,5%. Elle a annoncé qu'elle continuera à approvisionner en liquidités le marché monétaire en francs suisses d'une manière généreuse et flexible afin d'amener le Libor dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 11 décembre 2008, la Banque nationale suisse a pris la décision de réduire avec effet immédiat de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, qui a ainsi passé à 0,0%–1,0%. Elle a annoncé qu'elle continuera à alimenter le marché monétaire en francs suisses d'une manière généreuse et flexible. Elle mettra tout en œuvre afin d'amener progressivement le Libor dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

# Table des matières, 26<sup>e</sup> année, 2008



### **Bulletin trimestriel n° 1, mars 2008**

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
40	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
44	Thomas Kübler: PME tournées vers l'exportation – Défis lors de la conquête de nouveaux marchés
52	SNB Working Papers: résumés
58	Chronique monétaire

### **Bulletin trimestriel n° 2, juin 2008**

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

### **Bulletin trimestriel n° 3, septembre 2008**

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

### **Bulletin trimestriel n° 4, décembre 2008**

5	Aperçu
6	Rapport sur la politique monétaire
46	Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale
50	SNB Working Papers: résumés
54	Chronique monétaire
56	Table des matières, 26 <sup>e</sup> année, 2008

**Editeur**

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

**Droits d'auteur/copyright**®

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

Si les publications de la BNS sont munies du copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.), il y a lieu d'indiquer la source lors de leur utilisation, relevant du droit d'auteur, à des fins non commerciales (photocopie, utilisation par Internet, etc.). Leur utilisation, relevant du droit d'auteur, à des fins commerciales n'est autorisée qu'avec l'approbation expresse de la BNS.

La BNS met en outre à disposition des informations et des données qui proviennent de ses propres sources et quelques données qu'elle tire de sources tierces et traite ultérieurement. Ces informations et données peuvent être non seulement utilisées, mais aussi, avec indication de la source, traduites, retransmises ou employées d'une autre manière conforme aux dispositions, tant que cela reste à des fins non commerciales.

**Limitation de la responsabilité**

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

La BNS ne garantit pas non plus que l'utilisation de données provenant de sources tierces et mises à disposition par elle soit autorisée. Dans la mesure où les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue d'une utilisation.

© Banque nationale suisse, Zurich 2008

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Prix**

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

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

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

**Langues**

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

**Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en**

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