

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2009

27^e année

Contenu

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

Rapport sur la politique monétaire (page 6)

La Banque nationale abaisse sa prévision de croissance du PIB pour l'année en cours. Elle s'attend désormais à un recul du PIB réel de 2,5% à 3%. La dégradation rapide de la situation conjoncturelle et la baisse des prix des matières premières ont aussi conduit à une nette révision, vers le bas, de la prévision d'inflation. Le renchérissement annuel moyen attendu pour 2009 est de -0,5%.

Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de mars, la Banque nationale a décidé d'assouplir résolument les conditions monétaires. Elle a annoncé son intention de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. A cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité par le canal des opérations repos et par l'achat de devises et d'obligations en francs suisses de débiteurs privés. La Banque nationale a également annoncé un abaissement de 0,25 point de base de la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, marge qui passe ainsi à 0%–0,75%. La largeur de la marge de fluctuation du Libor compte désormais 75 points de base, contre 100 points de base précédemment.

Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (page 42)

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre 2008 et février 2009 avec les représentants de différents secteurs et branches ont aussi mis en évidence le brusque et net ralentissement conjoncturel: les entretiens ont confirmé que la demande s'était affaiblie dans tous les secteurs avec rapidité et de manière marquée. Ce sont surtout les producteurs de biens d'équipement à vocation exportatrice qui ont été concernés; cependant, presque tous tablent sur une diminution du chiffre d'affaires. Les demandes de chômage partiel déposées par les entreprises se sont rapidement multipliées. De plus, au début de l'année, davantage de licenciements ont été annoncés. En outre, de nombreuses entreprises s'inquiètent pour leurs marges. En effet, celles-ci ont subi des pressions supplémentaires dues à la revalorisation du franc par rapport à l'euro et à la livre sterling, à la hausse du prix de l'électricité et aux augmentations de salaire.

Mutations de la politique de stockage des entreprises: résultats d'un rapport structurel (page 46)

Le rapport sur la politique de stockage établi par Jean-Pierre Jetzer se base sur les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés avec 47 entreprises suisses. Les professionnels de la branche ont l'impression que les stocks ont nettement diminué par rapport au chiffre d'affaires ces dix à quinze dernières années; le rapport montre que cette impression recoupe l'évolution effective. Celle-ci découle entre autres du fait que le marché vendeur est devenu un marché acheteur, que les technologies de l'information ont connu un développement fulgurant et que les personnes travaillant dans le secteur du stockage bénéficient d'une meilleure formation. L'activité de stockage a eu tendance à passer des milieux de la vente aux milieux de l'acquisition et de la livraison. Sous l'influence du marché unique de l'UE, les entreprises opérant à l'échelle internationale ont en outre réduit leurs stocks régionaux au profit de grands entrepôts centralisés.

SNB Working Papers (page 54)

Résumés de quatre articles: Katrin Assenmacher-Wesche et Stefan Gerlach, *Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices*, SNB Working Paper 2008-16; Ernst Fehr, Martin Brown et Christian Zehnder, *On reputation: a micro-foundation of contract enforcement and price rigidity*, SNB Working Paper 2008-17; Raphael Auer et Andreas M. Fischer, *The effect of low-wage import competition on US inflationary pressure*, SNB Working Paper 2008-18; Christian Beer, Steven Ongena et Marcel Peter, *Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders*, SNB Working Paper 2008-19.

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de mars 2009

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-mars 2009.

Table des matières

8	Avant-propos
9	Décision de politique monétaire
10	1 Environnement international
14	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Evolution du PIB et perspectives
16	2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements
19	2.3 Emploi et marché du travail
20	2.4 Utilisation des capacités de production
21	2.5 Prix
24	2.6 Perspectives économiques
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
28	3.2 Cours de change
29	3.3 Cours des actions, prix des matières premières et de l'immobilier
31	3.4 Agrégats monétaires
33	3.5 Crédits
35	4 Prévision d'inflation de la BNS
35	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
35	La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Avant-propos

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

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

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

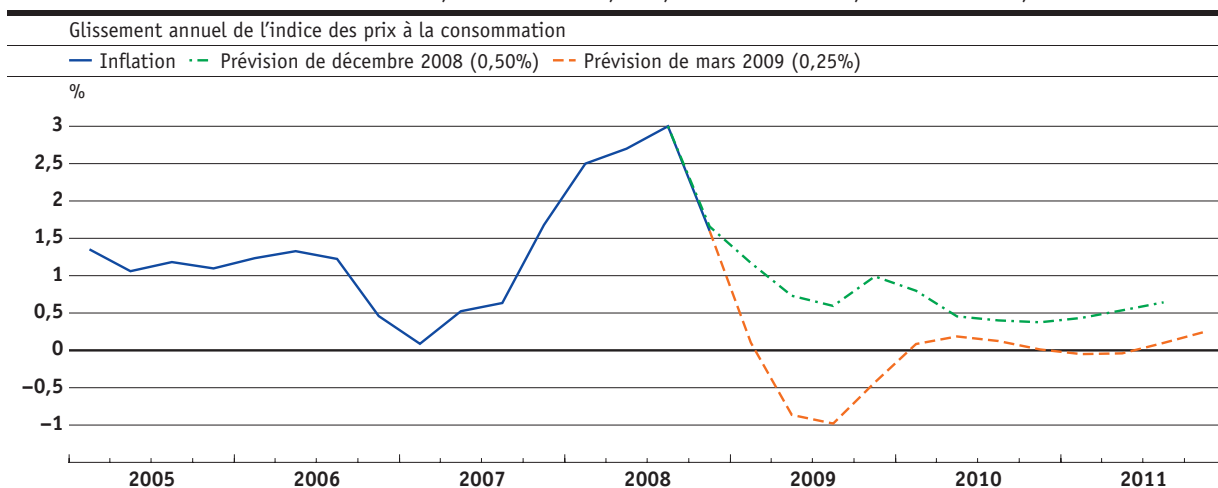
Décision de politique monétaire

Lors de son appréciation de la situation économique et monétaire du 12 mars 2009, la Banque nationale a annoncé un relâchement résolu des conditions monétaires. Elle a décidé de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. A cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité par le canal des opérations repos, par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur les marchés des changes.

En même temps, la Banque nationale a annoncé un abaissement de 0,25 point de la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, marge qui passe ainsi, avec effet immédiat, à 0%–0,75%. La Banque nationale va tout entreprendre pour amener progressivement le Libor dans la zone inférieure de la nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. La largeur de la marge de fluctuation du Libor passe ainsi à 75 points de base contre 100 points de base précédemment.

Avec ces mesures à caractère exceptionnel, la Banque nationale contribue à apaiser les effets de la crise économique et financière et veut limiter le risque de déflation. La Banque nationale a pour mandat d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de la situation conjoncturelle. Cela signifie la prévention tant de la déflation que de l'inflation. Dans l'exécution de ce mandat, la Banque nationale continuera, comme par le passé, à s'orienter à l'aide d'une prévision d'inflation.

Prévisions d'inflation de décembre 2008, avec Libor à 0,50%, et de mars 2009, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Prévisions d'inflation de décembre 2008 et de mars 2009

Inflation annuelle moyenne en %	2009	2010	2011
Prévision de décembre 2008, Libor à 0,50%	0,9	0,5	
Prévision de mars 2009, Libor à 0,25%	-0,5	0,1	0,1

Source: BNS.

1 Environnement international

Depuis septembre 2008, l'évolution de l'économie mondiale est caractérisée par l'aggravation de la crise du crédit et par un repli rapide et marqué de la demande globale. Au quatrième trimestre de 2008, la performance économique mesurée au PIB a nettement reculé dans la plupart des pays industrialisés. Les ventes de produits industriels ont été particulièrement touchées. Cette évolution a surtout concerné de grands pays exportateurs comme l'Allemagne, le Japon et la Corée du Sud. D'autres pays – tels que les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne – ont de surcroît souffert de la correction persistante sur les marchés immobiliers. La baisse du prix des matières premières et les sorties de capitaux menacent par ailleurs de nombreuses économies émergentes. Dans la plupart des pays, la récession globale se traduit par une rapide hausse du chômage. Les pressions inflationnistes se sont nettement relâchées, principalement en réaction au recul des prix de l'énergie. Le taux de renchérissement annuel des pays du G7 a baissé, passant de 4,6% à 0,7% entre le milieu et la fin de l'année 2008.

Les perspectives conjoncturelles restent défavorables. Le resserrement du crédit et la grande incertitude des acteurs économiques continueront de freiner la demande. Le niveau élevé des stocks et le niveau bas de certains indicateurs avancés (climat de consommation, climat dans les entreprises, etc.) laissent augurer un nouveau repli de l'activité au premier semestre. Les effets négatifs de la baisse du cours des actions et du prix des maisons sur la

consommation et les investissements continueront de se faire sentir.

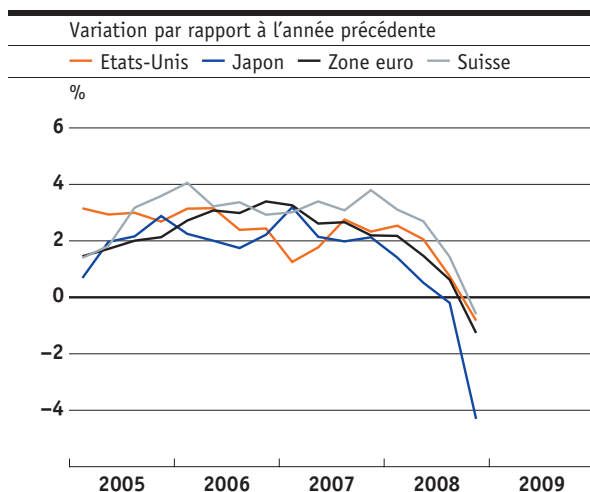
Au second semestre de 2009, les fortes impulsions de politique monétaire et fiscale produiront probablement des effets stimulants. La conjoncture devrait toutefois connaître une reprise progressive, car il faudra du temps pour que les marchés du crédit retrouvent un fonctionnement normal et pour qu'investisseurs, entreprises et consommateurs reprennent confiance.

Dans ce contexte, la BNS a sensiblement revu à la baisse ses prévisions pour 2009. Dans la période ultérieure, la reprise devrait rester faible. Une légère correction à la hausse de la croissance du PIB pour l'année à venir n'a été faite que pour les Etats-Unis, où les mesures fiscales se sont révélées plus importantes que prévu initialement. Dans plusieurs pays, la sous-utilisation des capacités de production devrait prendre une ampleur supérieure à celle connue durant toutes les phases de récession des cinquante dernières années.

Les risques inhérents aux prévisions sont considérables compte tenu des trois facteurs suivants: fortes variations des stocks attendues, évolution rapide de l'ampleur et du contenu des mesures de soutien gouvernementales et incertitude majeure quant aux conséquences macroéconomiques du resserrement du crédit et de la politique fiscale expansionniste.

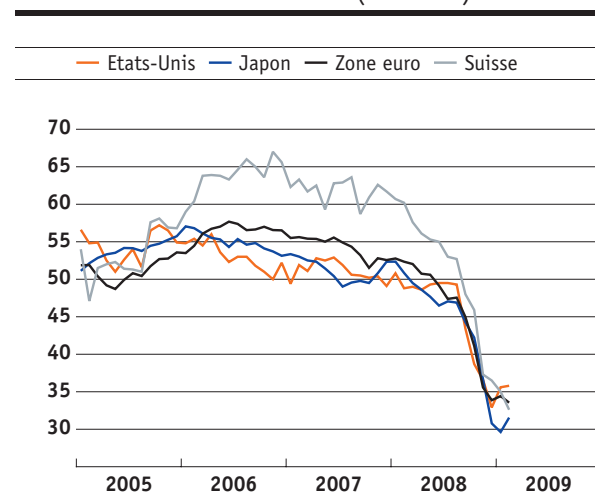
Par ailleurs, devant le ralentissement conjoncturel mondial, la vulnérabilité de certaines économies d'Europe centrale et orientale est devenue plus flagrante. Pertes de change importantes, réserves de devises limitées et besoins élevés de financement

Graphique 1.1
Produit intérieur brut réel



Sources: SECO et Thomson Datastream.

Graphique 1.2
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream.

assombrissent les perspectives pour cette partie du continent. Le FMI a d'ores et déjà coordonné des crédits d'urgence en faveur de certains pays afin d'assurer leur solvabilité. La participation de banques d'Europe de l'Ouest au système bancaire local – forte pour certaines – représente un risque majeur.

Dans ces conditions, les marchés financiers vont rester fragiles. Au total, les risques d'un ralentissement prédominent toujours.

Fort recul du PIB aux Etats-Unis

Après s'être légèrement replié au troisième trimestre (-0,5%), le PIB des Etats-Unis a enregistré une nette baisse au quatrième trimestre (-6,2%). Cette chute de la croissance, la plus marquée depuis 1982, s'explique par un nouveau fléchissement de la consommation privée, des investissements en biens d'équipement et des investissements dans la construction de logements. Contrairement à ce qui s'était produit au troisième trimestre, les exportations ont cessé de soutenir la croissance. Le contexte économique difficile a des répercussions également sur le marché du travail. Depuis le début de la récession, à la fin de 2007, 4,4 millions d'emplois ont été supprimés; la moitié d'entre eux ont été éliminés au cours des quatre derniers mois. Le taux de chômage a augmenté, passant de 6,8% en novembre à 8,1% en février.

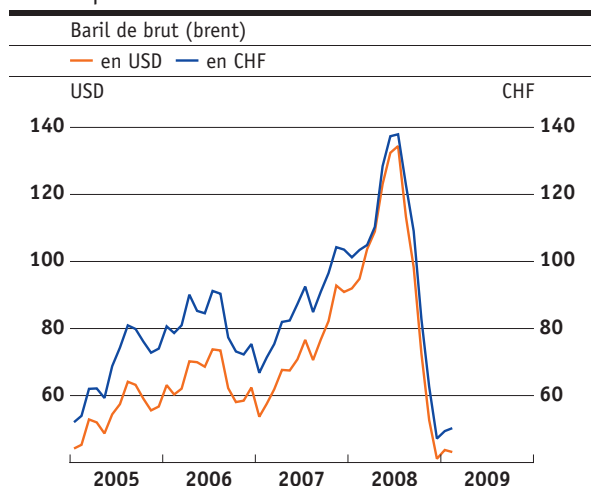
Le ralentissement de la conjoncture devrait s'accroître au cours des prochains trimestres. Il faut s'attendre à ce que l'accroissement considérable du chômage et la grande incertitude affaiblissent davantage la consommation. Par conséquent, les entreprises n'envisagent pas d'élargir leurs capaci-

tés, ce qui pèse sur les investissements en biens d'équipement et sur la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, deux domaines déjà fragilisés par le resserrement des conditions de crédit. Etant donné le repli de la demande globale, il ne faut pas non plus attendre d'impulsions sur la croissance qui viendraient du secteur de l'exportation. Les dépenses publiques soutiendront en revanche la croissance. Le train de mesures fiscales voté par le Congrès, d'un montant de 787 milliards de dollars (soit 5,5% du PIB), devrait produire de premiers effets positifs dès 2009 et favoriser une reprise graduelle de la conjoncture au second semestre. La BNS table sur un recul du PIB de -1,8% pour 2009. En décembre dernier, sa prévision de croissance s'inscrivait encore à -0,8%.

Aggravation de la récession dans la zone euro

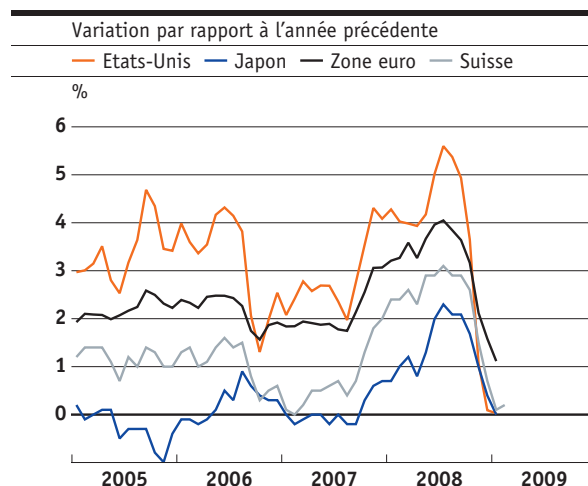
Le ralentissement conjoncturel s'est amplifié dans la zone euro. Au quatrième trimestre de 2008, le PIB a chuté de 5,8%. De nombreux pays de la zone euro, Allemagne en tête, ont enregistré un net recul du PIB. Les turbulences sur les marchés financiers du monde entier ont eu des répercussions de plus en plus marquées sur la demande intérieure et étrangère. Les entreprises de l'industrie manufacturière ont réduit leur production de façon drastique en raison de la baisse des commandes et ont continué à libérer de la main-d'œuvre vu la faible utilisation des capacités de production. La marche des affaires dans le secteur manufacturier et dans celui des services a fléchi et se situe à un bas niveau. Les consommateurs ont quant à eux limité leurs

Graphique 1.3
Prix du pétrole



Sources: BNS et Reuters.

Graphique 1.4
Prix à la consommation



Sources: OFS et Thomson Datastream.

dépenses face à l'aggravation de la situation de l'emploi; l'indice du climat de consommation a ainsi atteint son plus bas niveau depuis 1985, c'est-à-dire depuis qu'il existe. Les entreprises ayant annulé ou différé leurs investissements, la demande de crédit s'est nettement contractée au quatrième trimestre. A la suite des difficultés rencontrées par de nombreuses banques, on peut supposer que l'offre de crédit s'est affaiblie elle aussi, entraînant ainsi un sensible ralentissement du cycle des crédits. En décembre, les prêts accordés par les établissements financiers au secteur privé ont connu leur première baisse depuis presque 17 ans.

La situation économique ne connaîtra vraisemblablement qu'une amélioration progressive au cours des prochains trimestres. D'après les enquêtes menées dans l'industrie manufacturière, les perspectives en matière d'exportations et d'investissements se sont encore détériorées au premier trimestre de 2009. Il faut s'attendre à une nouvelle hausse du chômage au cours des prochains trimestres, ce qui pèsera sur la consommation privée. En revanche, les consommateurs profiteront de l'effondrement du prix des matières premières. Les impulsions fiscales, dont le 2^e paquet conjoncturel présenté en janvier par le gouvernement allemand, ne commenceront probablement à produire leurs effets qu'au deuxième semestre de 2009. Elles devraient avoir un impact positif notamment dans le secteur de la construction. Le dysfonctionnement persistant des marchés du crédit accentue les risques de ralentissement conjoncturel. La BNS table sur un recul du PIB de -2,7% pour 2009; en décembre, ce recul était encore estimé à -0,8%.

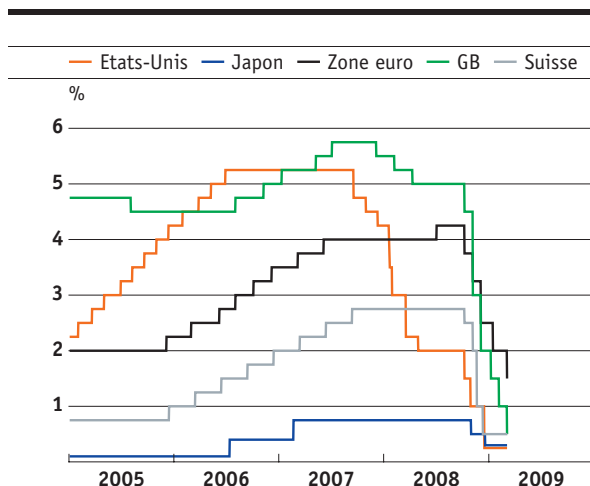
Repli marqué de la conjoncture en Asie

Entre la fin de 2008 et le début de 2009, l'économie asiatique s'est elle aussi fortement contractée. Cela s'est notamment manifesté par un net affaiblissement des flux commerciaux à l'échelle internationale.

Le PIB japonais, en repli depuis le deuxième trimestre de 2008, a diminué de 12,1% au quatrième trimestre. Il s'agit de la plus forte baisse trimestrielle enregistrée depuis 1974. Elle s'explique avant tout par le recul exceptionnellement fort de la contribution du commerce extérieur, dû à l'effet conjugué de la chute des exportations et de la hausse des importations. La demande intérieure finale s'est de nouveau amoindrie. Ce fléchissement n'ayant pas été prévu par les entreprises, les investissements en stocks ont augmenté, effet qui n'avait pas été recherché. Sur l'année 2008, le recul du PIB s'inscrit à -0,6%.

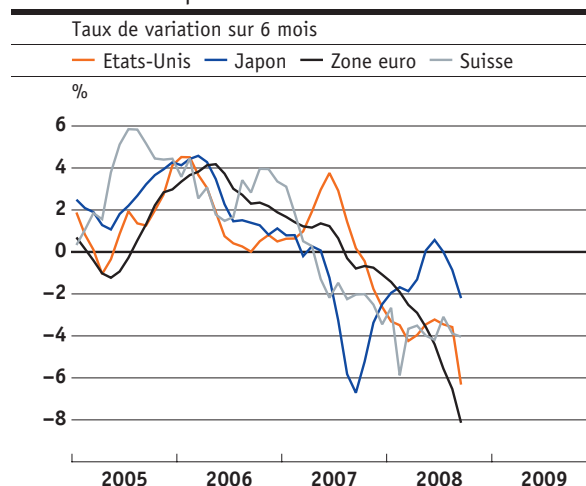
La récession, qui dure depuis plus d'un an, devrait persister dans la première moitié de l'année 2009. Une forte régression du PIB est de nouveau prévue pour le premier trimestre. Dans l'industrie manufacturière, il faut s'attendre à de nouvelles réductions draconiennes de la production, accompagnées d'une baisse des stocks. L'industrie d'exportation pâtit de l'appréciation notable du yen, qui s'était amorcée à la mi-2008 et persistait au début de 2009. La détérioration des perspectives de gains va entraîner de nouvelles compressions des investissements ainsi que des mesures d'économie et va peser sur le marché du travail. En revanche, les réductions d'impôts qui seront accordées aux ménages au titre de l'année fiscale 2009, à hauteur

Graphique 1.5
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Datastream.

Graphique 1.6
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE.

de 1% du PIB, ainsi que le récent recul des prix des matières premières, soulageront les ménages et les entreprises. Pour 2009, la BNS prévoit une contraction du PIB de -3,9%, alors qu'en décembre, elle tablait encore sur un repli de -0,4%. La baisse attendue pour 2009 est la plus forte, en rythme annuel, jamais enregistrée dans la période d'après-guerre.

En Chine, la croissance a encore fléchi au quatrième trimestre de 2008 par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente et s'est inscrite à 6,8%. Elle a surtout été freinée par l'effondrement des exportations, mais également par la décélération des investissements en constructions et de la consommation privée. Les prix de l'immobilier en baisse et les perspectives incertaines sur le marché du travail vont peser sur la demande intérieure, laquelle devrait toutefois poursuivre sa croissance grâce aux incitations de l'État destinées aux ménages. L'accroissement des dépenses d'infrastructure dans le cadre du paquet fiscal prévu pour 2009 et 2010 – dont une partie a été débloquée dès la fin de 2008 – contribue à stabiliser la production industrielle.

Au quatrième trimestre, les économies d'Asie orientale dites «tigres asiatiques», soit la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour, ont elles aussi fortement souffert du recul de la demande globale. Les exportations et la production industrielle, qui avaient perdu de la vigueur depuis le milieu de l'année, se sont effondrées au quatrième trimestre. Pour la première fois depuis la crise de l'informatique en 2001, le PIB est tombé en dessous du niveau enregistré l'année précédente. Entre-temps, la demande intérieure s'est elle aussi ralentie. Les taux de chômage ont augmenté au quatrième trimestre, mais ils restent relativement bas en comparaison historique. Des paquets fiscaux généreux et l'assouplissement rapide de la politique monétaire observé ces derniers mois vont soutenir la conjoncture, mais le redressement de l'économie ne sera vraisemblablement possible que si la demande marque une reprise aux Etats-Unis, au Japon et en Europe.

Sensible diminution du renchérissement des prix à la consommation

Dans les pays industrialisés, le renchérissement annuel mesuré aux prix à la consommation s'est nettement replié entre octobre et janvier, notamment sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation. Les taux de l'inflation sous-jacente, qui exclue les prix de l'énergie et ceux de

l'alimentation, ont eux aussi eu tendance à fléchir. Des effets de base afférents aux prix de l'énergie ainsi que le marasme économique mondial laissent présager un nouveau recul du renchérissement. Des enquêtes menées sur les prix suggèrent également que la pression exercée sur les prix s'est considérablement relâchée au cours des derniers mois. Dans de nombreux pays, le renchérissement devrait temporairement passer en dessous de zéro.

Aux Etats-Unis, le renchérissement annuel a baissé, passant de 3,7% en octobre à 0% en janvier; il en va de même de l'inflation sous-jacente, qui affichait 2,2% en octobre et 1,7% en janvier. Dans la zone euro, le renchérissement annuel s'est contracté de 2,1 points et s'est inscrit à 1,1%; l'inflation sous-jacente a reculé de 0,3 point et était encore de 1,6%. Au Japon, le renchérissement annuel a diminué de 1,7 point, de sorte à s'établir à 0%. Le taux de l'inflation sous-jacente est resté à un niveau proche de zéro (-0,2%). En ce qui concerne les «tigres asiatiques», c'est-à-dire la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour, le renchérissement annuel a cédé un point pour atteindre en moyenne une valeur inférieure à 3%. En Chine, le tassement du renchérissement des denrées alimentaires locales, amorcé dès le mois de mars, a ramené le renchérissement annuel à 1%.

Nouvel assouplissement monétaire et mesures destinées à accroître la liquidité

Le ralentissement de la conjoncture et le faible renchérissement ont incité la Réserve fédérale des Etats-Unis à laisser inchangée par rapport à décembre la marge de fluctuation du taux directeur qui reste fixée à 0%-0,25%. Afin de détendre la situation sur les marchés du crédit, le Trésor américain a élargi les mesures destinées à accroître la liquidité dans le cadre du plan de stabilisation du système financier (*financial stability plan*). En outre, une structure dénommée *public-private investment fund* a été créée afin de constituer un marché pour les actifs toxiques à l'origine de la crise. Les interventions monétaires aux Etats-Unis semblent peu à peu porter leurs fruits. Les primes de risques sur le marché monétaire, qui avaient atteint des valeurs records en octobre, ont ainsi nettement diminué, et les agrégats monétaires répondant à une définition plus large ont progressé. Cependant, un regain d'activité se fait toujours attendre sur de nombreux marchés du crédit. La BCE a poursuivi la politique d'assouplissement qu'elle avait engagée en octobre 2008 et a, en janvier et en mars, réduit le taux appliqué aux opérations

principales de refinancement de 50 points de base à chaque fois pour le fixer finalement à 1,5%. Elle a ainsi pris en considération l'amoindrissement des pressions inflationnistes dans un contexte de ralentissement plus marqué de la conjoncture. Tandis qu'elle a de nouveau élargi, en raison d'une demande de dépôts élevée, le corridor constitué par le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, elle a continué à accorder, dans le cadre des opérations sur le marché monétaire, de la liquidité aux banques sans imposer de limites. La banque centrale du Japon a abaissé son taux de l'argent au jour le jour, le ramenant de 0,3% à 0,1%, et a de nouveau fortement révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation. Elle a en outre décidé d'acheter des *commercial papers* pour un montant de 3000 milliards de yens (soit 0,6% du PIB) et des obligations à court terme à hauteur de 1000 milliards de yens, d'ici le mois de septembre de cette année, afin de faciliter l'approvisionnement des entreprises en liquidité à court terme. Par ailleurs, elle a pris la décision d'acheter des actions détenues par des établissements financiers afin de renforcer leur dotation en capital et d'assurer la stabilité du système financier. La politique monétaire a également été assouplie dans d'autres pays asiatiques.

2 Evolution économique en Suisse

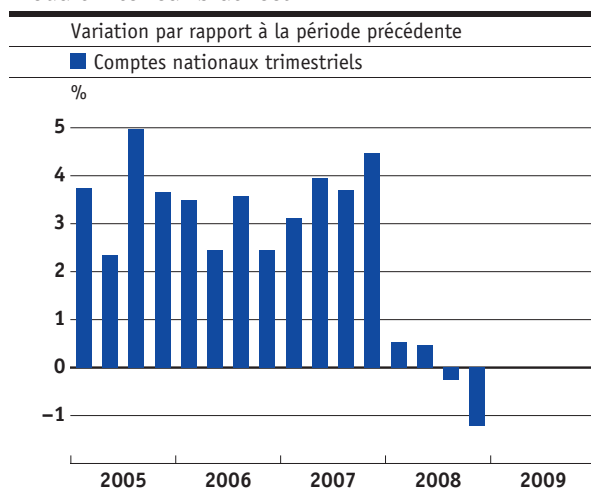
La Suisse a aussi été fortement affectée par la récession mondiale. La croissance a été franchement négative au quatrième trimestre et le résultat du troisième trimestre a été revu à la baisse. Le PIB réel de la Suisse est ainsi en recul depuis le milieu de 2008. Cette évolution s'explique essentiellement par un net recul des exportations et des investissements en biens d'équipement.

Par rapport à celle de la plupart des autres pays, la baisse du PIB en Suisse a été modérée. Ce résultat a cependant été favorisé par une contribution fortement positive des stocks: les entreprises, surprises par l'ampleur du recul de la demande n'ont pu que partiellement ajuster leur production aux nouvelles conditions. Ce facteur pèsera très probablement sur la production au premier trimestre de 2009.

L'emploi s'est montré un peu plus résistant que dans la zone euro. Ce facteur stimulant devrait cependant disparaître dans les prochains mois. Les perspectives sur le marché du travail se sont assombries visiblement au début de 2009 et le chômage devrait continuer à augmenter au cours des prochains trimestres.

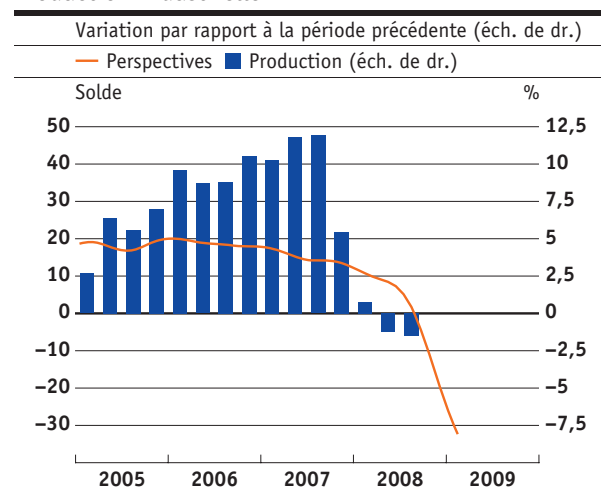
La dégradation du climat de production tout comme de celui de consommation s'est poursuivie au premier trimestre. Depuis, d'autres indicateurs avancés ont même atteint un plancher historique. Il va donc falloir compter à court terme avec un renforcement du recul du PIB.

Graphique 2.1
Produit intérieur brut réel



Source: SECO.

Graphique 2.2
Production industrielle



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

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre et février avec les représentants de différents secteurs et branches ont aussi mis en évidence le brusque et net ralentissement conjoncturel. Il ressort de ces entretiens que la demande s'est rapidement et significativement affaiblie sur un large front. Comme auparavant, ce sont surtout les producteurs de biens d'équipement à vocation exportatrice qui ont été concernés; cependant, presque tous tablent entre-temps sur une diminution du chiffre d'affaires. Les demandes de chômage partiel déposées par les entreprises se sont rapidement multipliées. De plus, davantage de licenciements ont été prononcés depuis le début de l'année. En outre, de nombreuses entreprises s'inquiètent pour leurs marges. En effet, celles-ci ont subi des pressions supplémentaires dues à l'appréciation du franc par rapport à l'euro et à la livre sterling, à la hausse du prix de l'électricité et aux augmentations de salaire décidées l'automne dernier, fondées sur le renchérissement alors élevé.

Afin de contrecarrer cette tendance baissière marquée, la Confédération a déclenché en février

le deuxième volet du train de mesures destiné à stabiliser la conjoncture. Celui-ci – d'un montant de 700 millions de francs – vient s'ajouter aux mesures déjà engagées à la première étape; il s'agit essentiellement d'investissements anticipés dans les infrastructures; des moyens supplémentaires sont également mis à disposition pour la recherche, pour les domaines de l'énergie et de l'environnement et pour l'assurance du risque à l'exportation.

2.1 Evolution du PIB

Au quatrième trimestre de 2008, selon les estimations du SECO, le PIB réel s'est contracté de 1,2% par rapport au trimestre précédent. Il se situait ainsi à un niveau inférieur de 0,6% à celui du quatrième trimestre de 2007.

Dans le cadre de cette estimation trimestrielle, le SECO a également revu à la baisse les chiffres des trois trimestres précédents. La valeurs extrapolée de la croissance du PIB pour les deux premiers trimestres n'est plus estimée qu'à 0,5% tandis que l'évolution au troisième trimestre est négative

PIB réel et composantes

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

Tableau 2.1

	2005	2006	2007	2008	2007				2008			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	1,8	1,6	2,1	1,7	3,1	2,2	3,4	2,4	0,6	2,5	0,5	0,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,0	-0,9	-1,1	0,0	-0,4	-0,3	-6,1	-5,6	1,7	3,2	5,7	2,9
Formation de capital fixe	3,8	4,7	5,4	-1,7	3,8	13,7	-9,9	4,3	1,1	-2,9	-7,2	-12,0
Construction	3,5	-1,4	-1,5	-2,9	-0,2	-10,6	-3,7	5,9	-6,0	-2,6	-4,3	-4,1
Biens d'équipement	4,0	10,0	10,9	-0,8	7,3	35,4	-14,0	3,3	6,5	-3,1	-9,2	-17,3
Demande intérieure finale	2,2	2,0	2,5	0,7	2,9	4,6	-1,1	1,9	0,9	1,2	-0,8	-2,3
Demande intérieure	1,9	1,4	1,1	0,2	-2,6	3,3	1,1	5,6	-4,2	-1,1	-2,5	7,6
Exportations totales	7,3	9,9	9,4	2,3	9,4	2,5	7,1	8,1	-2,7	14,0	1,1	-28,5
Biens	5,8	11,1	8,4	2,3	9,2	-3,3	6,3	5,8	-0,7	17,7	1,1	-32,7
Hors MPPAA ¹	6,5	11,2	8,3	2,0	9,0	-2,2	6,5	6,5	-3,4	23,6	-4,9	-31,9
Services	11,3	6,8	12,1	2,5	10,0	19,4	9,3	13,9	-7,7	4,8	1,0	-16,5
Demande globale	3,7	4,3	4,1	1,0	1,7	3,0	3,4	6,5	-3,6	4,6	-1,1	-8,0
Importations totales	6,6	6,5	5,9	-0,2	-1,5	1,0	2,6	11,2	-12,0	14,0	-2,9	-21,3
Biens	5,6	7,8	5,1	-0,4	-3,9	-1,5	0,1	8,5	-8,3	17,0	-4,1	-29,7
Hors MPPAA ¹	5,3	7,4	6,7	-0,8	6,8	-2,0	2,6	5,5	-9,6	16,8	-4,5	-25,9
Services	11,3	0,5	10,0	0,8	11,4	13,5	15,0	24,1	-27,0	0,2	3,4	30,7
PIB	2,5	3,4	3,3	1,6	3,1	3,9	3,7	4,5	0,5	0,5	-0,3	-1,2

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

(-0,3%). Sur toute l'année 2008, le taux de croissance s'inscrit ainsi à 1,6%. Ce chiffre est essentiellement attribuable au niveau élevé du PIB au début de l'année 2008.

L'effondrement de la demande globale a été beaucoup plus marqué que le recul du PIB. Les exportations (-28,5%) et les investissements en biens d'équipement (-17,3%) se sont fortement contractés. Les investissements en constructions se sont également inscrits en recul (-4,1%) et les dépenses de consommation privée n'ont progressé que de 0,4%. La contribution fortement positive des stocks a permis d'éviter une baisse encore plus importante du PIB. La détérioration notable de la demande en fin d'année atteint des proportions supérieures aux estimations décrites par la BNS dans le Bulletin trimestriel 4/2008.

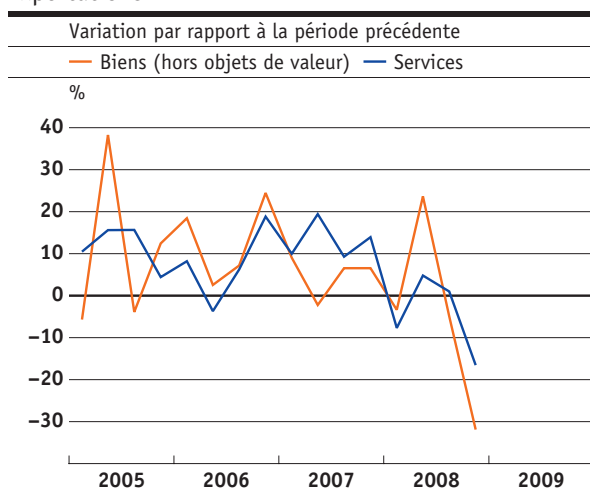
En ce qui concerne la production, la forte diminution de la valeur ajoutée créée dans le secteur financier (-12,6%), dans les assurances (-4,1%) et dans l'industrie manufacturière (-4,2%) a eu des effets négatifs sur le PIB. Les branches axées sur les biens de consommation, en revanche, ont contribué positivement à la croissance: commerce (+4%), transports et communications (+2,5%) et services publics.

2.2 Commerce extérieur, consommation et investissements

Chute des exportations

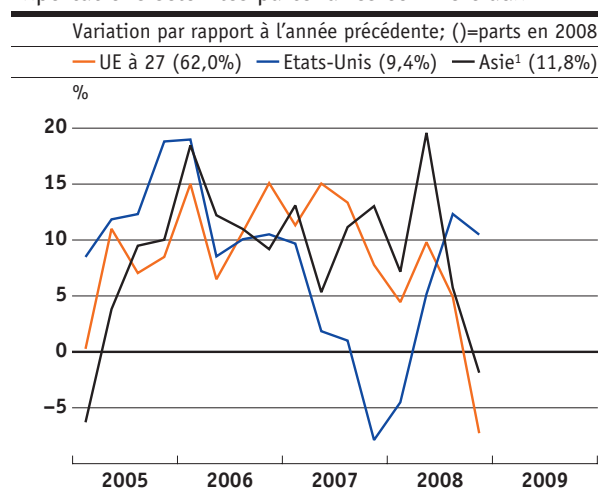
Dans le sillage du tassement de la demande mondiale, le commerce a chuté durant les derniers mois de l'année. La Suisse n'a pu se soustraire à cette évolution. Après avoir atteint un plafond historique au troisième trimestre, les exportations de biens et de services se sont fortement réduites au quatrième trimestre, grevées en outre par l'appréciation sensible du franc. Du côté des exportations de biens (hors objets de valeur), le recul des ventes s'est étendu à presque tous les secteurs. Les exportations de matières premières et de produits semi-finis ont cependant été les plus touchées. Suite à la crise dans le secteur automobile, les exportations d'ouvrages en métaux ainsi que de matières premières et de base chimique ont connu un recul massif. Les exportations de biens d'équipement tels que les machines industrielles et les machines électroniques ont elles aussi diminué considérablement sous l'effet de la détérioration dramatique du niveau des commandes sur les principaux marchés (dans l'UE surtout). Pour la première fois, les exportations d'instruments de précision ont également enregistré un repli. Les exportations de biens de consommation ont aussi été concernées; les exportations de montres, notamment, ont enregistré un fléchissement de la demande (en particulier celle en provenance des pays exportateurs de pétrole).

Graphique 2.3
Exportations



Source: SECO.

Graphique 2.4
Exportations selon les partenaires commerciaux



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

Les exportations de services ont elles aussi accusé une baisse sensible au quatrième trimestre, qui s'explique surtout par un recul des recettes tirées du commerce de transit, ce dernier ayant souffert de la baisse des prix des matières premières. En outre, au quatrième trimestre, l'aggravation de la crise financière a une nouvelle fois porté atteinte aux commissions encaissées par les banques sur leurs opérations avec la clientèle étrangère. Les exportations dans le secteur du tourisme ont par contre pratiquement stagné.

Le mouvement de baisse des exportations de biens s'est poursuivi sans interruption en janvier, toutes les catégories de biens étant concernées par la faiblesse de la demande. Au niveau régional, les exportations ont reculé sur un large front. Les carnets de commande et les perspectives des entreprises industrielles à vocation exportatrice ne laissent présager aucune amélioration pour les prochains mois.

Croissance modérée de la consommation

Au quatrième trimestre, le dynamisme de la consommation a continué à faiblir légèrement. Par rapport au troisième trimestre, les dépenses de consommation privée n'ont progressé que de 0,4%.

Les dépenses d'alimentation ainsi que les dépenses pour l'habillement et les chaussures ont particulièrement augmenté. Par contre, la demande de biens de consommation durables et de services a reculé. Les indicateurs de consommation tels que les nouvelles immatriculations de voitures et la

demande domestique de nuitées d'hôtel ont par conséquent aussi évolué à la baisse.

Assombrissement du climat de consommation

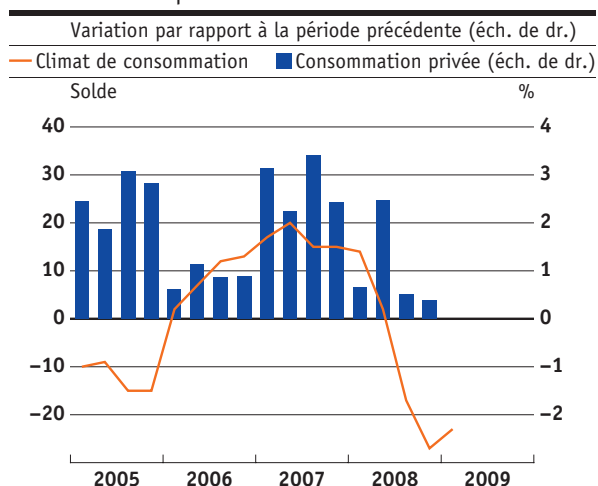
Après avoir reculé en automne, l'indice du climat de consommation est légèrement reparti à la hausse en janvier, passant de -27 à -23 points. Cette amélioration s'explique avant tout par l'appréciation plus favorable portée par les ménages sur leur situation financière, due au recul de l'inflation. La situation économique générale en Suisse a été jugée moins bonne en raison des turbulences persistantes sur les marchés financiers internationaux. A la suite de l'augmentation du chômage, la sécurité de l'emploi a également été évaluée avec davantage de pessimisme.

Baisse des investissements en constructions et en biens d'équipement

Le mouvement de repli des investissements en constructions s'est poursuivi au quatrième trimestre. Ils ont accusé une baisse de 4,1% par rapport à la période précédente, après avoir déjà reculé au cours des trois premiers trimestres de l'année. Au total, ils ont fléchi de 2,9% en 2008 par rapport à 2007; leur niveau reste néanmoins assez élevé. C'est ce que confirme le taux d'utilisation des capacités comparativement important dans l'industrie de la construction.

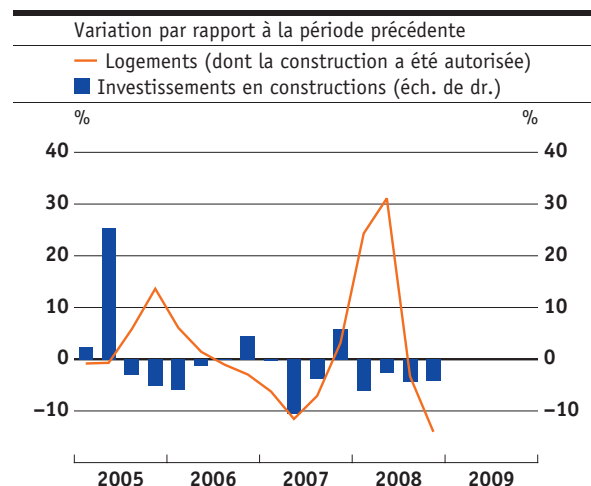
Au quatrième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont fortement décliné par

Graphique 2.5
Consommation privée



Source: SECO.

Graphique 2.6
Constructions



Sources: OFS et SECO.

rapport au troisième trimestre. En raison de la forte baisse du taux d'utilisation des capacités techniques, de la dégradation de la situation bénéficiaire, du durcissement des conditions de crédit et de la grande incertitude quant à l'ensemble des perspectives économiques, les entreprises suspendent les nouveaux investissements.

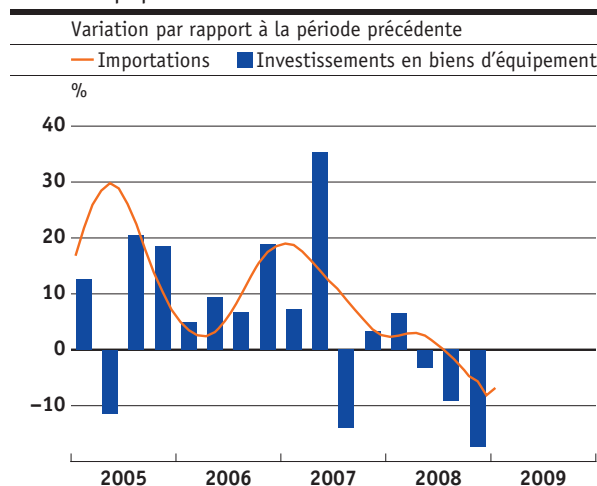
Faiblesse accrue des importations

Etant donné l'assombrissement des perspectives d'exportation et le ralentissement de la conjoncture en Suisse, les importations ont elles aussi fortement diminué au quatrième trimestre. Cette évolution s'explique d'abord par une baisse sensible des importations de matières premières et de produits semi-finis, utilisés en grande partie par l'industrie d'exportation; ensuite, les importations de biens d'équipement tels que les machines et les

appareils électroniques ont nettement fléchi, ce qui reflète la retenue accrue dont font preuve les entreprises domestiques en matière d'investissements. Faisant écho au ralentissement progressif des dépenses de consommation privée, les importations de biens de consommation durables caractéristiques tels que les véhicules de tourisme et les biens destinés à l'aménagement du logement se sont également contractées. Par contre, les importations de services ont augmenté grâce à des dépenses plus élevées dans le domaine des prestations de transports et dans celui des licences et brevets.

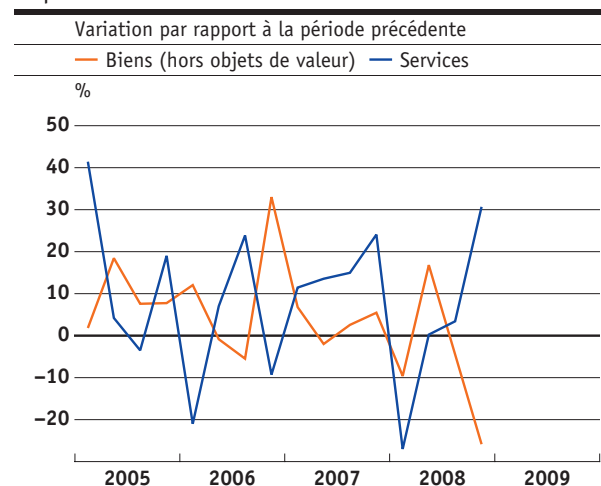
En janvier, le recul des importations de biens s'est légèrement accentué. Les achats à l'étranger de matières premières, de produits semi-finis et de biens d'équipement ont été particulièrement faibles.

Graphique 2.7
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO.

Graphique 2.8
Importations



Source: SECO.

2.3 Emploi et marché du travail

Ralentissement de la croissance de l'emploi

Le déclin de l'économie réelle observé au quatrième trimestre a donné un nouveau coup de frein à la croissance de l'emploi. En équivalents plein temps, celui-ci a progressé de 1,1% après avoir augmenté de 1,6% au troisième trimestre.

Il a cependant évolué de façon très contrastée selon les branches. Ainsi, il s'est inscrit en net recul dans l'industrie manufacturière et dans la construction alors qu'il a augmenté dans les services, sauf toutefois dans les banques et les assurances, qui constituent une exception d'importance.

Le ralentissement de la croissance de l'emploi a détendu la situation sur le marché du travail suisse. Après avoir continuellement progressé depuis la mi-2005, l'indicateur des difficultés de recrutement en matière de personnel établi par l'OFS a reculé.

Baisse de la demande

Le nombre de places vacantes a fortement reculé au cours des derniers mois. Cette évolution a concerné en premier lieu l'industrie manufacturière, les banques et les assurances ainsi que le commerce. Pour les prochains mois, les indicateurs avancés annoncent un maintien de la baisse de la demande. Les perspectives sont particulièrement défavorables dans l'industrie manufacturière, qui avait fortement contribué à la croissance de l'emploi pendant la dernière embellie.

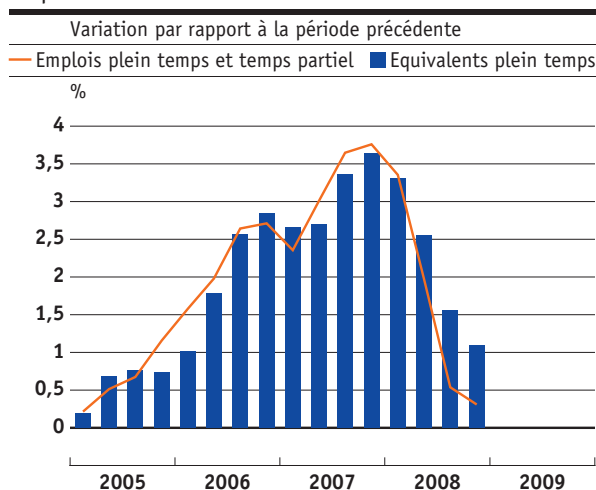
Hausse du chômage

En ce qui concerne le chômage, le renversement de tendance qui s'était dessiné à l'automne s'est accentué: entre novembre 2008 et février 2009, le nombre de chômeurs a sensiblement progressé.

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'est inscrit à 3,1% en février, contre 2,7% en novembre. 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 nette augmentation. Sur cette même période, son taux s'est inscrit à la hausse, passant de 4% à 4,4%. Depuis novembre 2008, les entreprises ont été beaucoup plus nombreuses à déposer des demandes de chômage partiel.

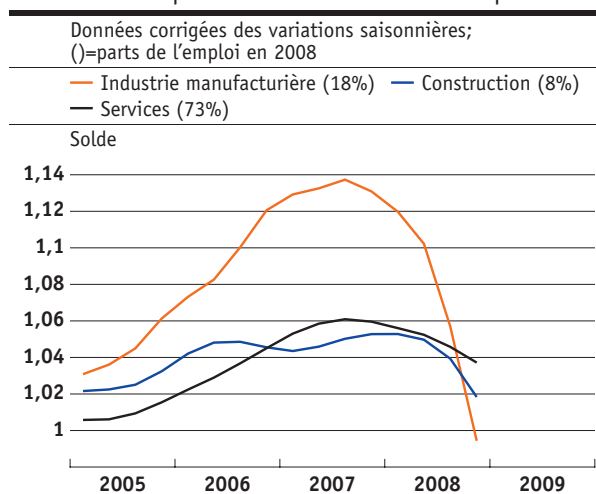
Graphique 2.9

Emploi



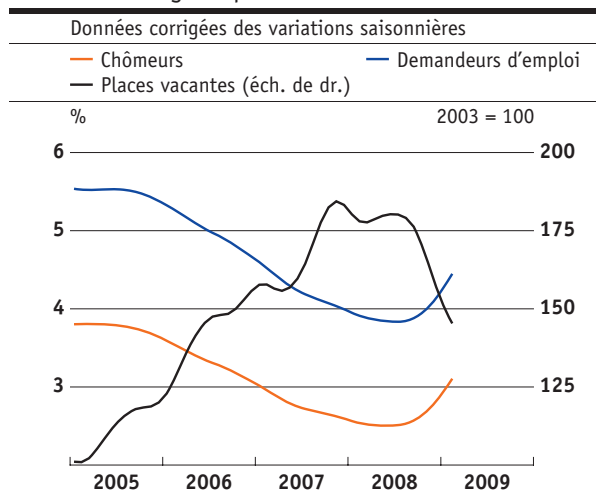
Graphique 2.10

Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



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).

Source: SECO.

2.4 Utilisation des capacités de production

Forte régression du taux d'utilisation des capacités de production

Au quatrième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques a de nouveau nettement baissé. Dans l'industrie manufacturière, il se situe déjà à un niveau inférieur de 1% à sa moyenne à long terme, qui est de 84% (voir graphique 2.12). Les indicateurs du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, calculés sur la base de résultats d'enquêtes, indiquent en outre que la proportion d'entreprises du secondaire qui se sentent limitées dans leurs activités par le manque de main-d'œuvre disponible s'est réduite de façon tout aussi drastique. Ce dernier indicateur a lui aussi atteint un niveau largement inférieur à sa moyenne historique. L'évolution négative des indicateurs de production aux mois de janvier et de février laisse supposer une nouvelle réduction sensible du taux d'utilisation des facteurs de production dans l'industrie manufacturière.

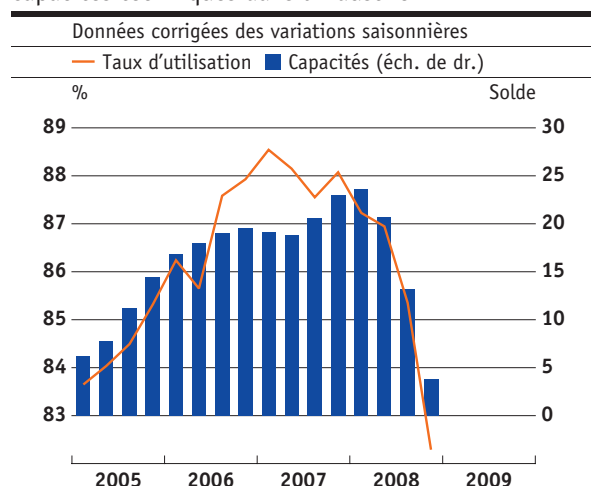
Bien que ce soit l'industrie qui, en termes d'utilisation des capacités de production, ait jusqu'à présent le plus souffert de l'effondrement de la conjoncture, les indicateurs des autres branches sont également en baisse. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités dans la construction se trouve certes à un niveau encore légèrement supérieur à sa moyenne historique, mais les indicateurs, qui annoncent une limitation de l'activité en raison de

la disponibilité de la main-d'œuvre et des capacités techniques existantes, sont déjà passés en dessous de leur moyenne respective. Dans l'hôtellerie et la restauration, le taux d'occupation des chambres et l'appréciation de la situation en matière de personnel se situent également en dessous de la moyenne.

Ecart de production quasi nul

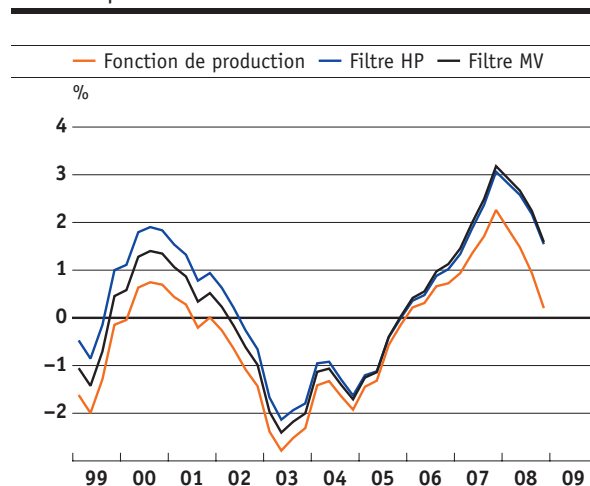
La réduction radicale du taux d'utilisation des capacités se reflète aussi dans l'évolution de l'écart de production. L'écart de production, qui représente la différence, exprimée en pour-cent, entre le PIB réel et la production potentielle estimée, est un instrument de mesure des capacités de tous les secteurs de l'économie et, en corollaire, des pressions inflationnistes. Le graphique 2.13 présente trois estimations de l'écart de production, établies à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle. D'après la fonction de production (FP), l'écart de production est presque comblé au quatrième trimestre (+0,2%). En utilisant le filtre Hodrick et Prescott (HP) et le filtre multivarié (MV), on obtient au contraire un écart de production encore positif. De telles différences sont caractéristiques des phases de ralentissement conjoncturel. En effet, les méthodes basées sur des filtres corrigent le potentiel de croissance plus fortement et plus rapidement à la baisse. Malgré les variations du niveau de l'écart de production constatées, toutes les méthodes indiquent une diminution des pressions inflationnistes. Cette tendance va encore se renforcer au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.12
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF/EPFZ.

Graphique 2.13
Ecart de production



Source: BNS.

2.5 Prix

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

Pour la première fois depuis 2004, 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, sont dans l'ensemble négatives. L'indice des prix de l'offre totale, qui repose sur les prix à la production et les prix à l'importation, a reculé de 1,8% entre février 2008 et février 2009. En novembre, le renchérissement s'est inscrit à encore 1,1% en comparaison annuelle. Si l'on ne considère que le marché intérieur, les prix en février 2009 ont reculé de 2,8% par rapport à février 2008, soit davantage que l'indice global.

Ce repli s'explique en premier lieu par la baisse des prix des biens et des services importés. La variation des prix à l'importation a été de -5% en février, les prix de l'énergie ayant enregistré les baisses les plus marquées en comparaison annuelle. Les prix des biens intermédiaires importés ont reculé de 6,6%. Les pressions inflationnistes se sont également relâchées au niveau des biens de consommation importés, passant de 0,6% en novembre à -1,4% en février.

Mesuré à l'indice des prix à la production, le renchérissement a aussi nettement décliné pour afficher -0,1% en février (novembre: 2,2%). Jusqu'ici, seul le secteur de l'énergie avait enregistré des baisses de prix en comparaison annuelle. Les prix des biens intermédiaires se situaient en février également à un niveau inférieur de 2,7% à celui qu'ils avaient un an auparavant. Le renchérissement s'est cependant considérablement réduit dans les autres secteurs aussi, en particulier celui des biens de consommation.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2008	2008			2008		2009	
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	2,4	2,7	3,0	1,6	1,5	0,7	0,1	0,2
Biens et services du pays	1,7	1,6	1,9	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7
Biens	1,7	1,6	1,6	1,9	1,8	1,9	1,2	1,2
Services	1,7	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
Services privés (hors loyers)	1,4	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	1,6	1,4
Loyers	2,4	2,1	2,7	3,0	3,1	3,1	3,1	3,5
Services publics	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6
Biens et services de l'étranger	4,3	5,6	5,8	0,3	-0,1	-2,6	-3,8	-3,5
Hors produits pétroliers	1,7	1,7	1,6	1,6	1,3	1,7	1,5	1,4
Produits pétroliers	17,8	26,2	27,8	-5,0	-7,3	-21,2	-26,1	-23,9

Sources: BNS et OFS.

Fort repli du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'est tassé entre novembre et février, passant de 1,5% à 0,2%. Cette évolution s'explique surtout par la baisse des prix des biens et des services importés et par des effets de base. Le renchérissement des biens et des services d'origine suisse a lui aussi enregistré un recul, pour la première fois depuis la mi-2007.

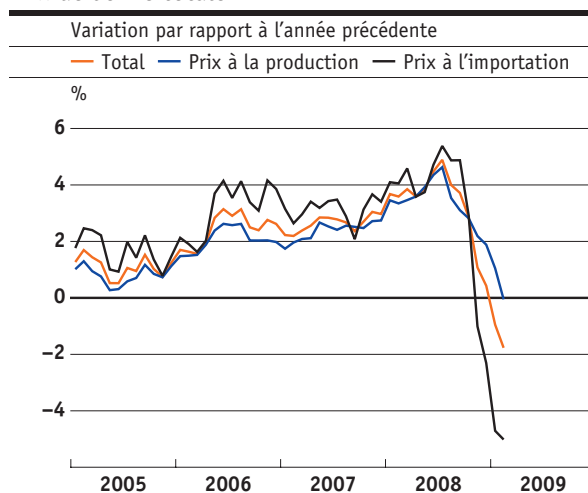
Légère contraction du renchérissement intérieur

Le renchérissement des biens et des services d'origine suisse s'est réduit, passant de 2,1% en novembre à 1,7% en février. Certaines denrées alimentaires domestiques, notamment, ont vu leur prix décroître nettement. Le renchérissement annuel des biens d'origine suisse a même diminué de 1,8% en novembre pour afficher 1,2% en février. Du côté des services, le renchérissement annuel a perdu 0,3 point de pourcentage depuis novembre et affichait 1,8% en février. Hors loyers des logements, le renchérissement des services privés s'est inscrit à encore 1,4%, tandis que des baisses de prix ont surtout été observées au niveau des services Internet et des prestations de transports. En février, les loyers des logements ont renchéri de 3,5% en comparaison annuelle.

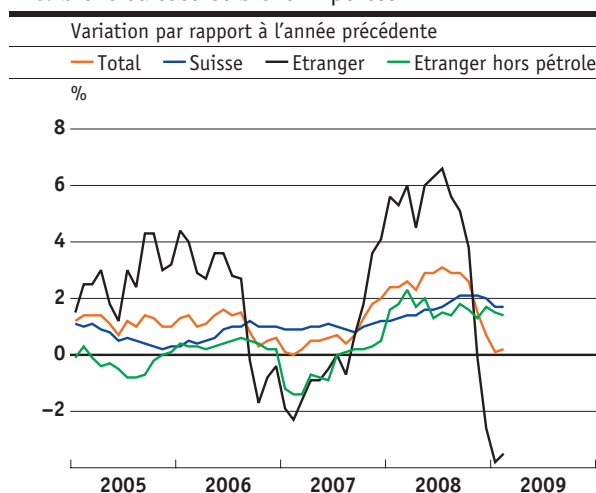
La baisse du prix du pétrole influence l'évolution des prix des biens de consommation importés

Depuis novembre, le prix du pétrole a chuté d'environ 10 dollars, passant à 43 dollars le baril en février. Cette baisse a entraîné des réductions de prix au niveau des carburants et du gaz, mais aussi au niveau des services à forte consommation énergétique, par exemple le trafic aérien. En février 2008, le prix du pétrole affichait presque le double et il a augmenté jusqu'au milieu de l'année pour atteindre des valeurs records se situant autour de 145 dollars le baril. En conséquence, le renchérissement annuel des biens à forte consommation énergétique subit actuellement des effets de base considérables. Le renchérissement des produits pétroliers s'est inscrit à -23,9% en février (contre -7,3% en novembre). Les prix des autres biens et services importés ont augmenté, en comparaison annuelle, de 1,4% (novembre: 1,3%).

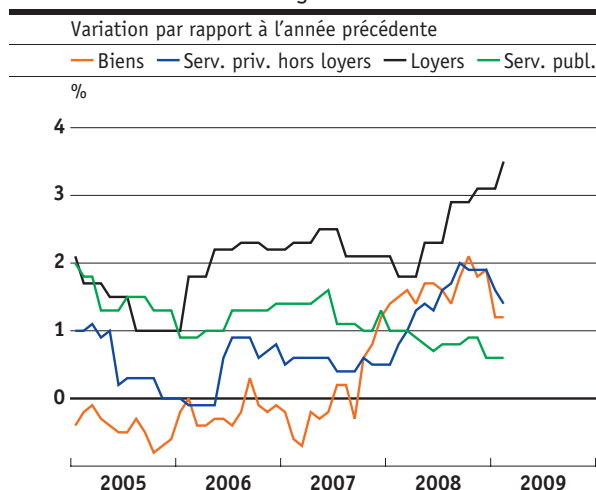
Graphique 2.14
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16
IPC: biens et services d'origine suisse



Graphique 2.14
Source: OFS.

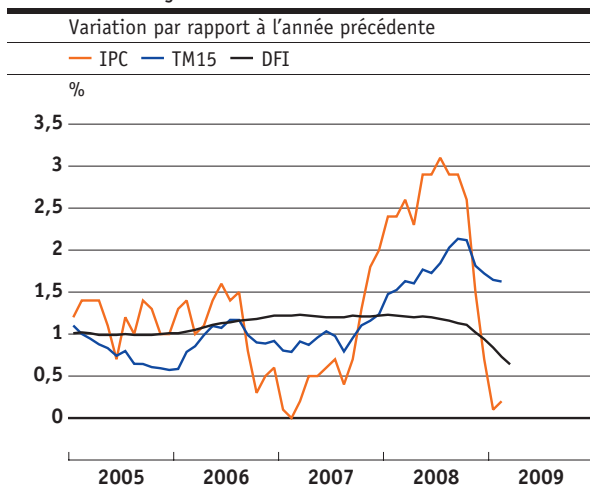
Graphiques 2.15 et 2.16
Sources: BNS et OFS.

Taux d'inflation sous-jacente toujours 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. On calcule donc des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent la tendance fondamentale de l'évolution des prix. 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%). La *dynamic factor inflation* (DFI) permet quant à elle de dégager la tendance générale de l'inflation au moyen d'un grand nombre de 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 volatiles 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.

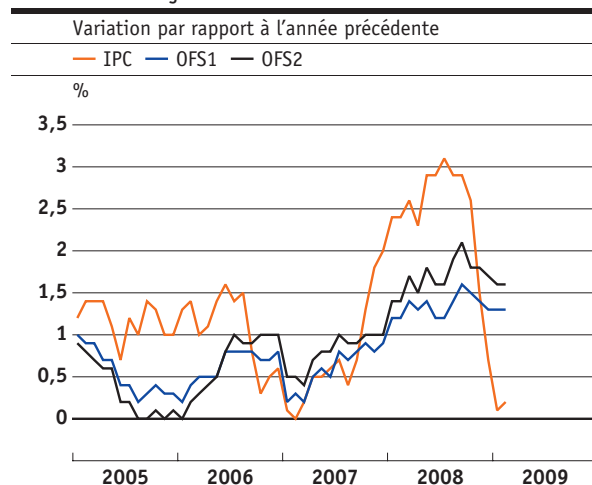
Le taux d'inflation sous-jacente calculé à l'aide de la moyenne tronquée a reculé entre novembre et février, passant de 1,8% à 1,6%. Parallèlement, les deux taux d'inflation sous-jacente de l'OFS ont fléchi de respectivement 0,1 et 0,2 point de pourcentage, s'inscrivant à 1,3% et 1,6%. La faible ampleur du repli enregistré par ces instruments de mesure traditionnels permet de conclure que jusqu'ici, la baisse des prix n'a concerné qu'une quantité relativement restreinte de biens et services. Le recul plus marqué de la DFI indique par contre que la tendance générale de l'inflation reste orientée à la baisse en raison de l'obscurcissement des perspectives conjoncturelles.

Graphique 2.17
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: BNS et OFS.

Graphique 2.18
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS.

2.6 Perspectives économiques

Poursuite de la récession mondiale

Comme commenté en première partie du présent bulletin, la BNS table à court terme sur la poursuite d'un ralentissement marqué de la conjoncture à l'étranger, ce qui pèsera lourdement sur la demande étrangère de biens et de services suisses au cours des prochains mois. L'industrie des biens d'équipement continuera vraisemblablement de pâtir des difficultés de financement des clients et de l'affaiblissement, au niveau mondial, de l'industrie manufacturière. La détérioration de la situation sur le marché du travail, conjuguée à la diminution des recettes provenant des activités liées aux matières premières, devrait entraver de façon persistante l'évolution des revenus disponibles dans d'importants pays partenaires et par conséquent freiner les exportations suisses dans les secteurs des biens de consommation et du tourisme.

Accentuation du ralentissement en Suisse

La contraction des exportations et les grandes incertitudes concernant les perspectives commerciales à moyen terme auront des répercussions négatives sur les dépenses d'investissement suisses. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, sensible aux mouve-

ments de la conjoncture, devrait également marquer un recul. La baisse de la demande de main-d'œuvre devrait provoquer une hausse sensible du chômage, ce qui freinera de manière croissante le dynamisme de la consommation privée. Les dépenses de consommation publique et la construction de logements joueront probablement un rôle de soutien. La nette augmentation du nombre de permis de construire accordés depuis début 2008, la baisse des taux hypothécaires et la progression constante des prix des maisons laissent supposer que la construction de logements reprendra de la vigueur à partir de la mi-2009.

Pour la première moitié de l'année se dessine une baisse du PIB plus forte que prévu en décembre. 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 entravent la transmission des impulsions de politique monétaire.

Pour toute l'année, la BNS table désormais sur un recul du PIB suisse de 2,5% à 3%. L'effondrement du taux d'utilisation des capacités et le net recul du nombre d'heures travaillées conduiront à un écart de production clairement négatif dans le courant de l'année.

3 Evolution monétaire

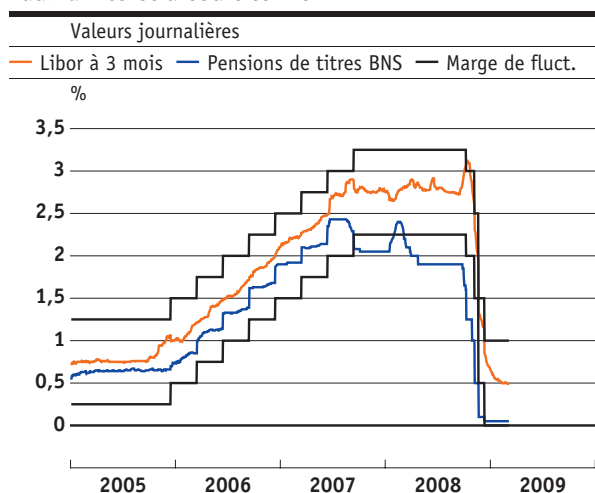
3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes

Le dernier trimestre de 2008 a été hors du commun à tous égards. Sur le plan mondial, les perspectives économiques se sont rapidement détériorées, et le renchérissement a nettement fléchi. La BNS a alors réagi en assouplissant sa politique monétaire dans une mesure sans précédent. Lors de trois examens extraordinaires de la situation économique et monétaire, soit le 8 octobre et les 6 et 20 novembre, elle a en effet abaissé au total de 175 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. En outre, lors de son examen ordinaire de la situation du 11 décembre, elle a encore abaissé de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor et l'a ainsi fixée à 0%–1%. Etant donné l'effondrement de la conjoncture, de nombreuses autres banques centrales ont réduit leurs taux directeurs. Mais la BNS figure parmi celles qui ont diminué les taux d'intérêt le plus rapidement et le plus fortement.

Comme précédemment, la BNS s'est efforcée de maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Maintenir ce taux d'inté-

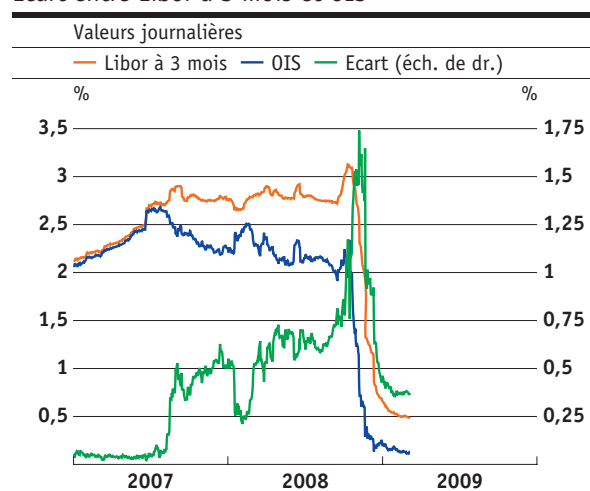
rêt au niveau visé a été toutefois particulièrement difficile étant donné que la prime de risque sur le Libor était élevée et fluctuait notablement. La BNS gère le Libor à trois mois non pas directement, mais en recourant à des pensions de titres. Or, les pensions de titres sont des opérations gagées sur le marché monétaire, alors que le Libor s'applique à des opérations en blanc. Au cours des mois précédents, la prime de risque sur les opérations en blanc a reflété l'incertitude et la méfiance accrue entre banques. Cette prime a ainsi marqué une forte hausse dans la seconde moitié de septembre, après la demande présentée par Lehman Brothers, une des plus grandes banques d'investissement américaines, en vue de pouvoir bénéficier du régime de la protection des créanciers. Dans la phase qui a suivi, le Libor pour dépôts à trois mois en francs a augmenté pour atteindre temporairement plus de 3%, soit un niveau nettement supérieur à la zone médiane de la marge de fluctuation appliquée à l'époque. Il s'est toutefois replié nettement à partir de la mi-octobre. Après l'examen de la situation de décembre, le Libor à trois mois s'inscrivait de nouveau en dessus de la zone médiane de la marge de fluctuation, qui était alors de 0%–1%. Mais il a diminué continuellement au cours des semaines suivantes et s'est ainsi rapproché du niveau visé. Dès la mi-février, le Libor à trois mois s'est maintenu autour de 0,5%. Les primes de risque

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.

sur le marché monétaire en francs – écart entre le Libor à trois mois et le taux rémunérant les swaps au jour le jour indiciels (*overnight index swap, OIS*) – ont fléchi, passant d'environ 80 points de base le 11 décembre à environ 40 points de base le 12 mars.

La BNS a pris diverses mesures pour apaiser les tensions sur le marché monétaire. D'une part, elle a réduit sensiblement la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et, d'autre part, le volume des liquidités mises à disposition a été relevé nettement. Habituellement, la BNS répond à la demande de liquidités des banques en passant des pensions de titres à court terme. Mais elle a également conclu des pensions de titres à plus long terme¹, c'est-à-dire jusqu'à un an, les 11 et 12 décembre, soit le jour de son examen ordinaire de la situation et le lendemain. Le 16 janvier 2009, la BNS a annoncé, conjointement avec la Banque centrale européenne et la Banque nationale de Pologne, qu'elle continuera à conclure des swaps de change à une semaine jusqu'à fin avril 2009 au moins, en vue de favoriser le redressement en cours du marché monétaire en francs suisses à très court terme. Le 28 janvier 2009, la BNS a fait part d'une coopération du même type avec la banque centrale de Hongrie.

Financement de SNB StabFund

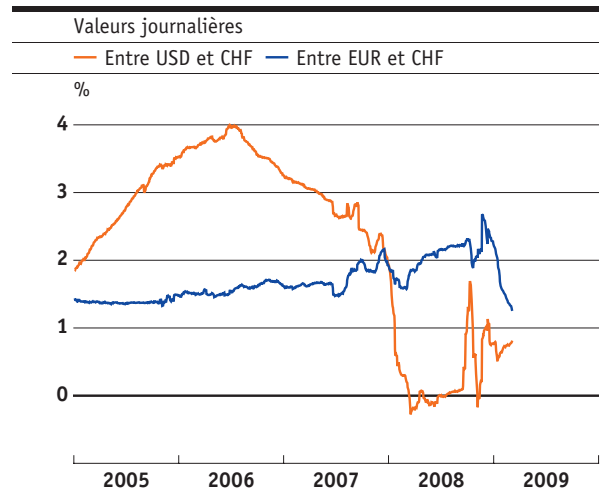
En émettant, à partir de l'automne 2008, ses propres titres de créance en francs (Bons de la BNS), assortis de durées jusqu'à un mois, la BNS réduit en partie les liquidités excédentaires en francs. Mi-février, elle a commencé à émettre de propres titres de créance en dollars des Etats-Unis (Bons de la BNS en dollars) pour des durées inférieures à un an. Les fonds ainsi recueillis servent au financement du prêt accordé au fonds de stabilisation, qui a été créé en vue de la réalisation d'actifs d'UBS (SNB StabFund). La BNS a également précisé que SNB StabFund allait reprendre des actifs d'UBS à hauteur de 39,1 milliards de dollars. Ce montant est nettement inférieur au maximum prévu initialement, soit 60 milliards de dollars.

Mouvement vers le bas de la courbe des taux d'intérêt

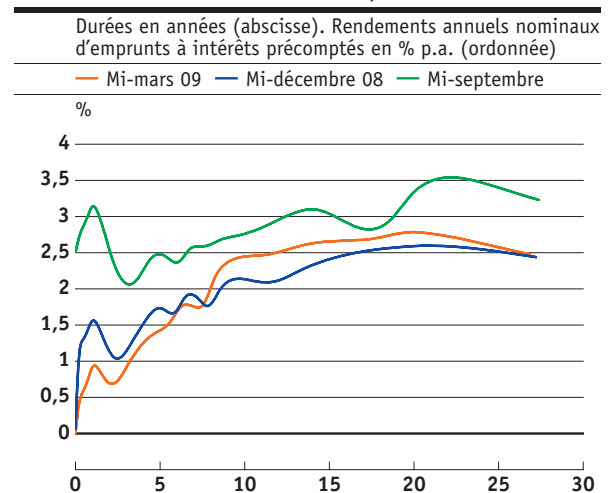
Comme les taux d'intérêt à court terme, les rendements des obligations d'Etat ont eux aussi diminué dans les segments à court et à moyen termes. Pour l'essentiel, deux facteurs expliquent cette baisse des taux d'intérêt: la diminution des anticipations inflationnistes dans le sillage du retournement de la conjoncture et la fuite vers les placements sûrs.

1 Pour un aperçu des mesures prises par la BNS jusqu'à fin 2008, voir l'encadré «Nouvelles mesures appliquées par la BNS pour gérer le marché monétaire», Bulletin trimestriel 4/2008, Rapport sur la politique monétaire, pages 29s.

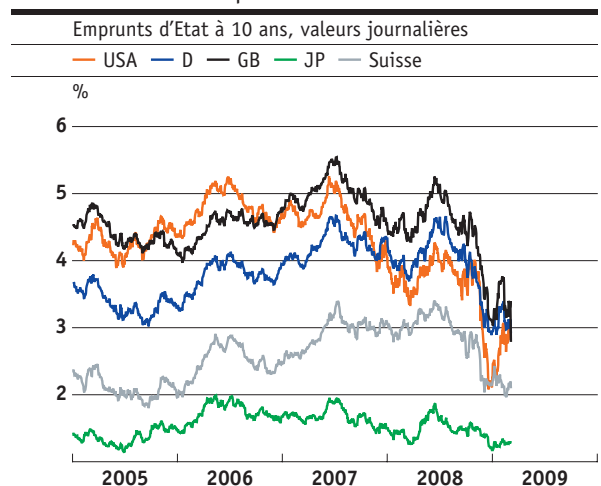
Graphique 3.3
Ecart entre des Libor à 3 mois



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



Graphique 3.5
Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.3
Sources: BNS et Reuters.

Graphique 3.4
Source: BNS.

Graphique 3.5
Sources: BNS et Thomson Datastream.

Les obligations des emprunts émis par des entreprises se sont par contre accrues. Après la faillite de Lehman Brothers, la prime de risque de crédit a fortement augmenté, surtout sur les obligations d'entreprises ayant des notations basses. Elle a atteint un niveau nettement supérieur à sa moyenne des mois précédant l'éclatement, en août 2007, de la crise des *subprime*.

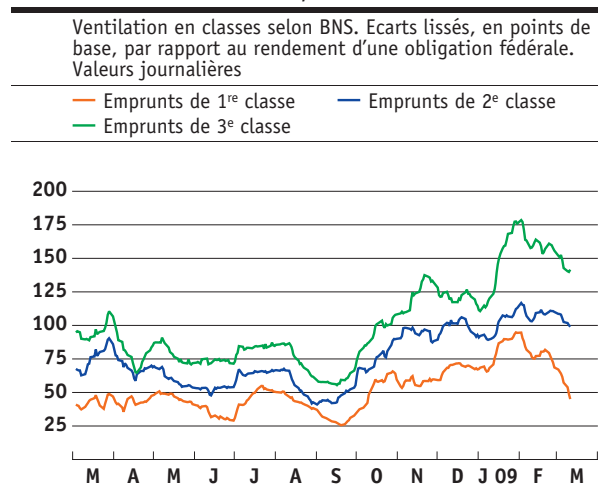
Stabilisation, à un bas niveau, du taux d'intérêt réel à court terme

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 quatrième trimestre de 2008, soit à son niveau du trimestre précédent. La baisse du Libor à trois mois a donc été compensée par le repli des anticipations inflationnistes.

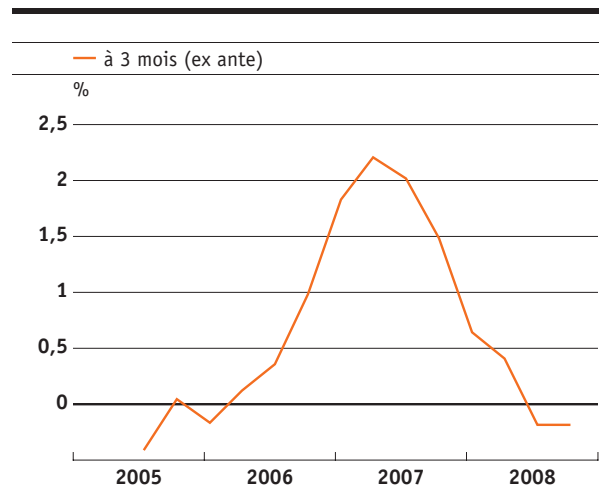
L'enquête sur le climat de consommation, qui a été menée en janvier par le SECO auprès des ménages, indique elle aussi un fléchissement des anticipations inflationnistes à court terme. Une baisse des prix au cours des douze prochains mois était attendue par 35% des ménages interrogés, contre 5% précédemment. En outre, 35% des ménages interrogés (25% précédemment) estimaient que les prix allaient rester stables.

A moyen terme, les anticipations inflationnistes ont elles aussi diminué, mais pas autant que dans le segment du court terme. Les taux d'intérêt nominaux ayant marqué un repli, les taux réels à moyen terme ont ainsi reculé légèrement. Le taux réel à trois ans s'inscrivait à $0,7\%$. Les taux réels sont à des niveaux historiquement bas, même pour les durées moyennes, ce qui devrait avoir des effets stimulants sur l'économie.

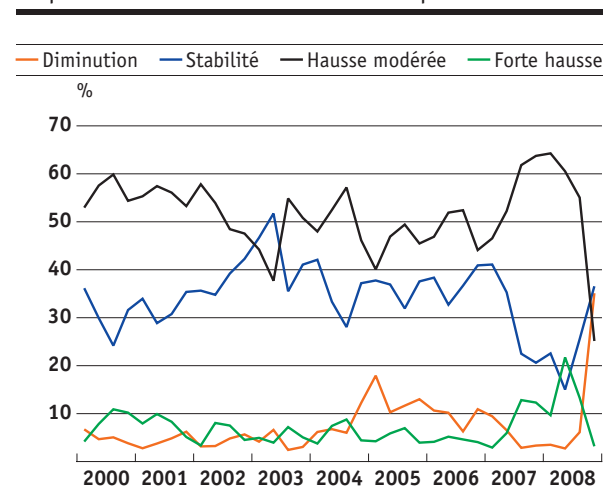
Graphique 3.6
Ecarts de rendements d'emprunts industriels à 5 ans



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.

3.2 Cours de change

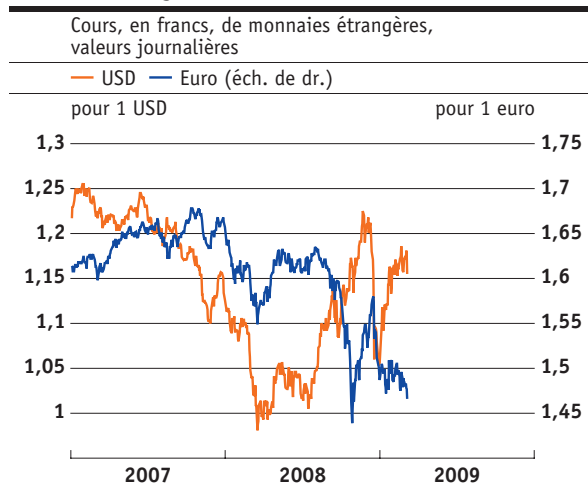
Raffermisssement du franc dans le sillage de la crise financière

Le franc s'est revalorisé dans le sillage de la crise financière. On peut distinguer deux phases dans l'évolution des cours de change depuis l'éclatement de la crise financière. Dans une première phase, alors que la crise financière semblait se cantonner pour l'essentiel à des établissements financiers américains, le dollar des Etats-Unis a rapidement faibli face à l'euro et au franc. La deuxième phase a commencé en août 2008, lorsque des indicateurs ont pour la première fois montré clairement que la zone euro et la Suisse allaient être elles aussi touchées fortement par la crise. Dès que cette extension de la crise est devenue manifeste, le dollar s'est nettement raffermi, jusqu'à la mi-décembre, face à l'euro et au franc. En décembre, le dollar s'est cependant une nouvelle fois nettement déprécié face au franc. Cet affaiblissement n'a été que de courte durée. Le dollar s'est de nouveau revalorisé à partir de janvier et a regagné en grande partie le terrain perdu en décembre. L'euro, lui aussi, a faibli vis-à-vis du franc en décembre et, par la suite, s'est stabilisé. Au cours des six derniers mois, le franc a cédé 7% par rapport au dollar, alors qu'il a marqué une hausse de 9% face à l'euro. Ces évolutions se reflètent dans le cours nominal du franc, pondéré par le commerce extérieur. Depuis juillet 2007, ce cours a augmenté de 14%.

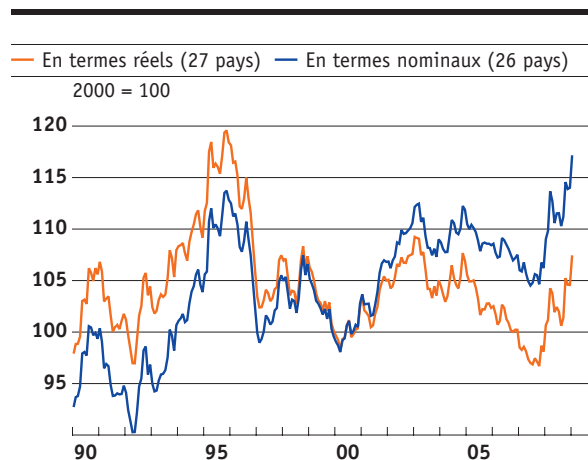
Evolution de la valeur extérieure du franc en termes réels

L'évolution relativement stable de la valeur extérieure du franc en termes réels, pondérée par le commerce extérieur, telle qu'elle figure au graphique 3.10, incite à déduire que les fluctuations du cours nominal ont tendance à compenser sur une longue période les écarts d'inflation (parité relative des pouvoirs d'achat). Depuis l'éclatement de la crise financière, la valeur extérieure du franc en termes réels a évolué de manière analogue au cours nominal. Au début de 2009, elle était ainsi de 11% supérieure à son niveau de juillet 2007.

Graphique 3.9
Cours de change



Graphique 3.10
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Graphique 3.11
Indice nominal des conditions monétaires



Graphiques 3.9 et 3.11
Source: BNS.

Graphique 3.10
Source: BRI.

Conditions monétaires plus restrictives

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions 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 (zone 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 des conditions monétaires plus restrictives. Concrètement, la hausse du cours du franc a plus que compensé la baisse – jusqu'à un niveau de 0,5% – du Libor à trois mois (voir graphique 3.11).

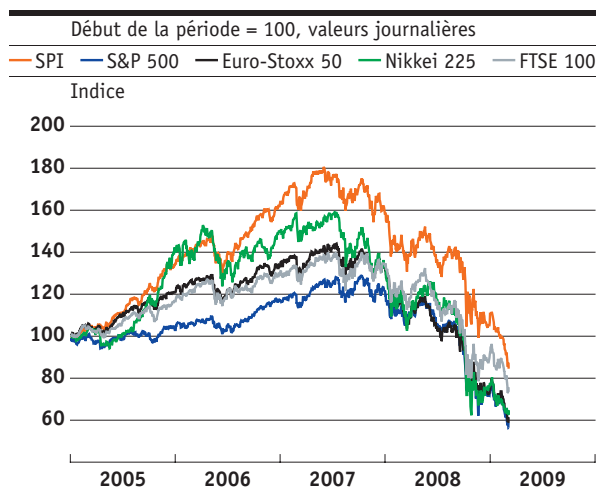
3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier

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

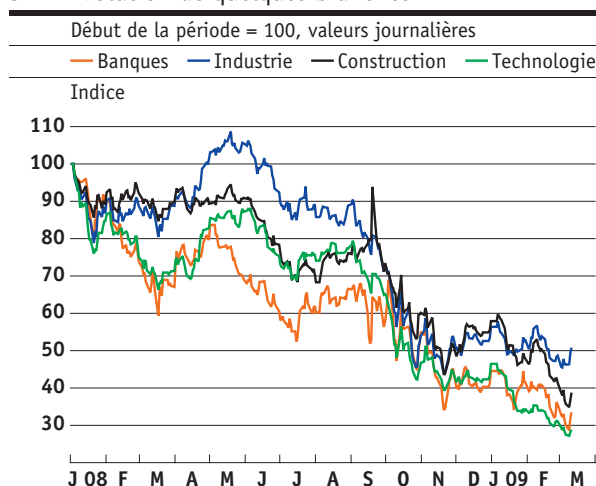
Sur les marchés des actions, les cours ont encore baissé depuis le début de l'année. De nombreuses informations macroéconomiques ou afférentes à des entreprises laissaient entrevoir une transmission de la crise financière à l'économie réelle. Depuis l'examen de la situation du 11 décembre 2008, le Swiss Performance Index (SPI) a encore fléchi de 22%. Le Standard & Poor's 500 (S&P) a cédé 19%, le Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro), 23% et le Nikkei 225 (Nikkei), 21%. Mesurée à la volatilité implicite, l'incertitude a diminué sur les marchés des actions, mais est toujours à un niveau historiquement élevé.

Pour ce qui a trait au SPI, on constate que les valeurs des grandes entreprises exportatrices ont essuyé les pertes les plus fortes. La détérioration des perspectives de l'économie mondiale se reflète dans cette évolution. En outre, le durcissement des conditions de financement a influé sur les cours des actions, en particulier sur les valeurs des entreprises qui disposent de peu de liquidités et se financent dans une large mesure en empruntant des fonds.

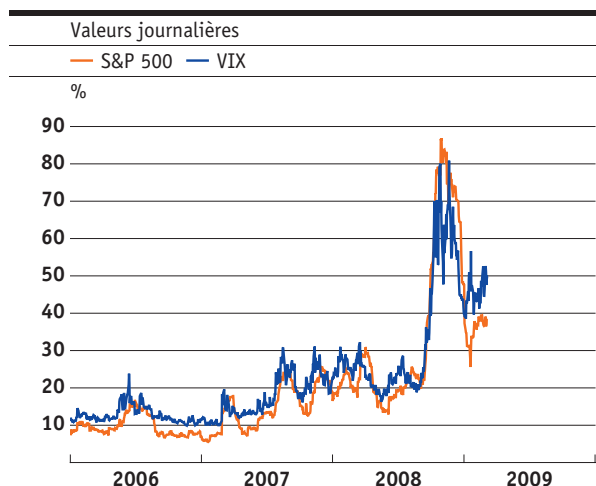
Graphique 3.12
Cours des actions



Graphique 3.13
SPI - Evolution de quelques branches



Graphique 3.14
Volatilité des rendements des actions



Graphique 3.12
Sources: Bloomberg et Thomson Datastream.

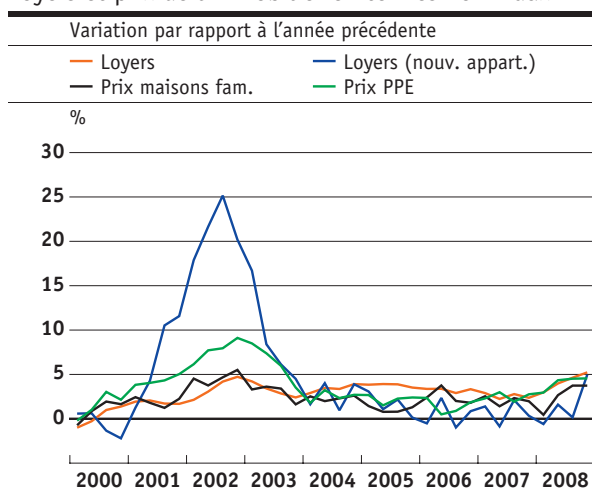
Graphique 3.13
Source: Thomson Datastream.

Graphique 3.14
Sources: BNS et Thomson Datastream.

Stabilité sur le marché de l'immobilier

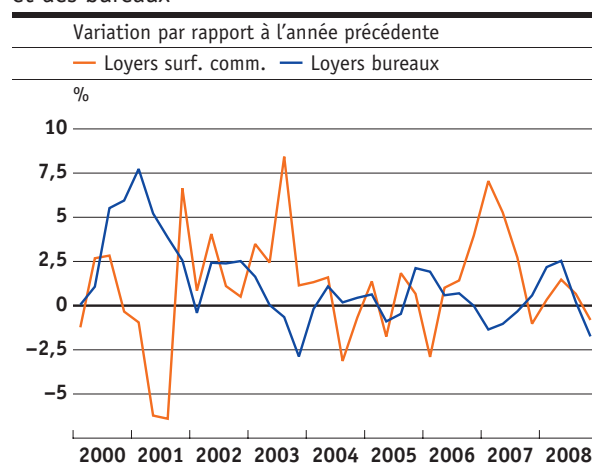
Le recul de la conjoncture n'a eu jusqu'ici que peu de répercussions visibles sur l'évolution des prix sur le marché de l'immobilier. Entre le quatrième trimestre de 2007 et la période correspondante de 2008, les prix de l'immobilier ont encore augmenté sensiblement en termes nominaux. Ainsi, les prix des appartements en propriété par étage se sont accrus de 4,5% et ceux des maisons familiales, de 3,7%. En la matière, il est aussi intéressant de suivre l'évolution des loyers des logements. Au quatrième trimestre, ceux-ci dépassaient de 5,1% le niveau observé un an auparavant. Les loyers des appartements neufs, qui reflètent mieux la situation régnant sur le marché, ont quant à eux augmenté de 4,9%. Seuls les loyers des surfaces commerciales, artisanales et industrielles ont diminué. Leur baisse s'est établie à 1,8%.

Graphique 3.15
Loyers et prix de l'immobilier en termes nominaux



Source: Wüest & Partner.

Graphique 3.16
Loyers en termes nominaux des surfaces commerciales et des bureaux



Source: Wüest & Partner.

3.4 Agrégats monétaires

Croissance des agrégats monétaires

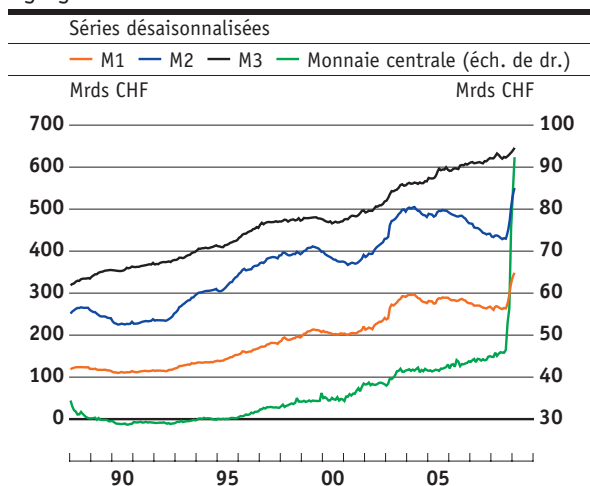
La BNS a approvisionné le marché en liquidités pour répondre à la demande extrêmement forte des banques commerciales. Etant donné la période d'incertitude que nous traversons, la demande de grosses coupures a elle aussi augmenté. Il ne faut par conséquent pas voir dans la vive expansion de la monnaie centrale – en février, le taux annuel de croissance de cet agrégat atteignait 105,7% – le signe d'un approvisionnement excessif de l'économie en monnaie et d'une résurgence des risques d'inflation.

L'évolution des autres agrégats monétaires le confirme. En effet, ces derniers ont certes augmenté dans la période récente, mais sont toujours en dessous de leur niveau tendanciel (graphique 3.17). Tant M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) que M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont fortement augmenté dans les années 2003 à 2005, puis diminué à partir du début de 2006 du fait de la hausse des taux d'intérêt. A partir de l'automne 2007, ces deux agrégats ont peu fluctué, ce qui correspond à la phase de stabilité dans laquelle sont entrés les taux d'intérêt à court terme. Après les récentes baisses de taux d'intérêt, M1 et M2 se sont remis à croître vigoureusement. En février, M1 dépassait de 33,9% le niveau observé un an auparavant. Dans la même période, M2 a aug-

menté de 27%. Quant à l'agrégat M3 (M2 et dépôts à terme), qui fluctue généralement moins fortement que les autres agrégats, il a progressé de 4% (voir tableau 3.1). Etant donné les niveaux relativement bas de ces agrégats, les taux de croissance actuels ne menacent pas la stabilité des prix.

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 3.18 indique les écarts, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, ces écarts sont établis sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Une marge inférieure à zéro, comme cela est actuellement le cas, signifie que, selon cet indicateur, les pressions inflationnistes devraient diminuer à moyen terme.

Graphique 3.17
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2007	2008	2007	2008				2008	2009	
			4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	Janvier	Février
Monnaie centrale²	44,2	49,6	44,8	45,8	45,4	45,3	61,7	77,4	85,9	92,6
Variation ³	2,5	12,1	2,7	2,6	3,3	4,4	37,8	65,4	85,2	105,7
M1²	268,9	273,0	268,7	266,4	265,3	258,5	301,7	327,3	343,7	355,4
Variation ³	-4,8	1,5	-4,4	-3,4	-1,7	-1,1	12,3	20,7	28,7	33,9
M2²	450,5	443,1	443,5	438,7	434,3	423,7	475,7	513,0	537,5	555,7
Variation ³	-6,4	-1,7	-6,5	-5,8	-4,3	-3,5	7,3	15,1	22,0	27,0
M3²	612,8	625,9	618,8	625,2	629,3	617,9	631,1	637,5	643,7	649,7
Variation ³	2,1	2,1	1,8	1,9	2,8	1,8	2,0	2,1	3,0	4,1

1 Définition 1995.

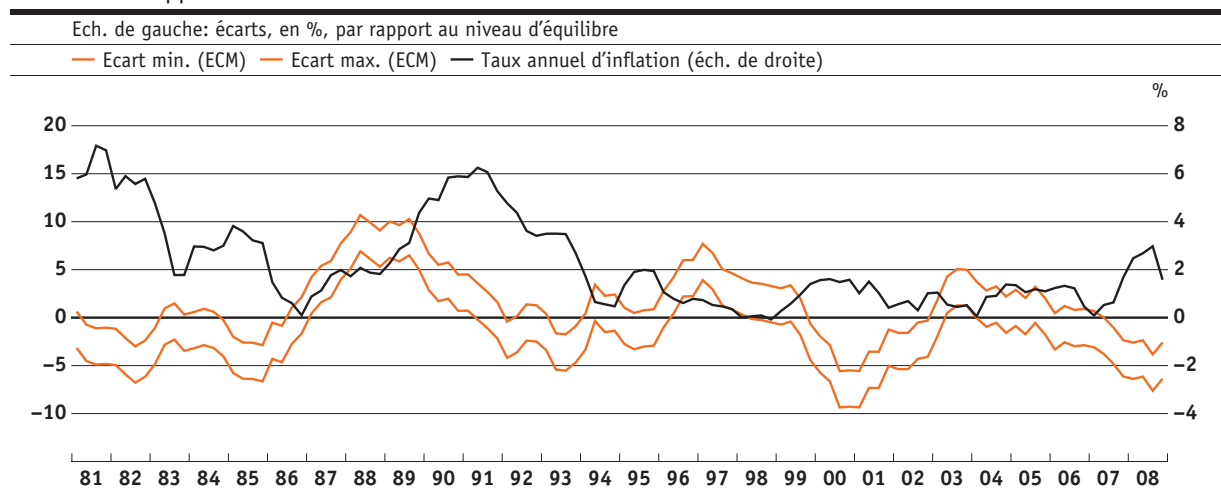
2 Niveau en milliards de francs.

3 En % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS.

Graphique 3.18

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



Source: BNS.

3.5 Crédits

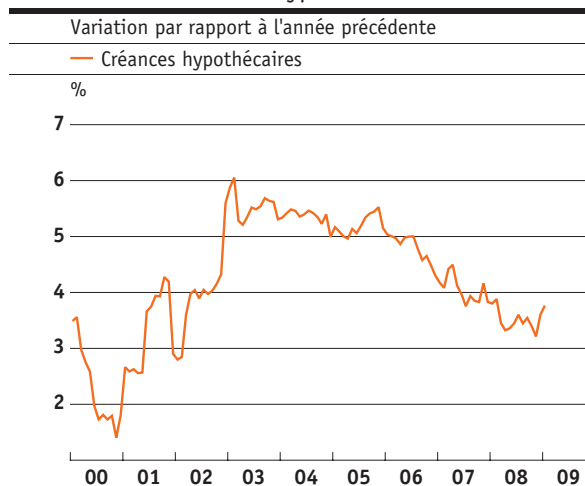
Progression plus vive des créances hypothécaires

La croissance des crédits a marqué un tassement dans l'ensemble. Le taux annuel d'expansion des crédits s'établissait en effet à 4,2% au quatrième trimestre de 2008, contre 5,8% au trimestre précédent. Cet affaiblissement est dû essentiellement à l'évolution des autres crédits, soit des prêts qui ne sont pas couverts par des gages hypothécaires. Dans le sillage des récentes baisses du Libor à trois mois, le rythme annuel de croissance des créances hypothécaires – ces créances constituent les quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits bancaires – a augmenté de décembre à janvier (graphique 3.19). Une situation semblable avait été observée en 2003: le Libor à trois mois avait alors été fortement réduit, et les créances hypothécaires avaient marqué une vive expansion. Il ressort du tableau 3.2 que la croissance des prêts hypothécaires a continué non seulement en faveur des ménages, mais aussi en faveur des entreprises.

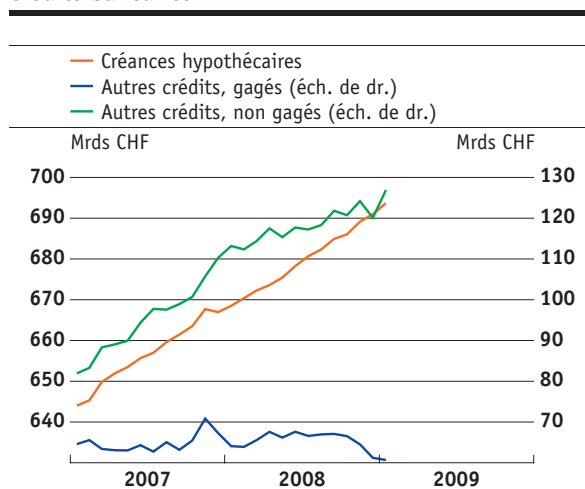
Au cours des trois derniers mois de 2008, les autres crédits ont progressé à un rythme plus lent qu'aux trimestres précédents. Ce ralentissement a découlé principalement de la part qui est gagée. En effet, les autres crédits gagés ont reculé de 5,6% entre le quatrième trimestre de 2007 et la période correspondante de 2008, alors qu'ils avaient encore augmenté de 5,1% au troisième trimestre. Les autres crédits non gagés se sont quant à eux accrus de 15,3%, après 21,4% au troisième trimestre. Toutefois, le rythme de croissance des autres crédits s'est de nouveau accéléré en janvier 2009. Comme le précise le graphique 3.20, le volume des autres crédits non gagés a augmenté entre décembre et janvier, tandis que celui des autres crédits gagés a diminué. Si l'on tient compte uniquement des autres crédits en francs, on constate que ces prêts ont toutefois continué leur progression pour atteindre un niveau qui n'avait plus été enregistré depuis 2001 (voir graphique 3.21).

Actuellement, on ne peut discerner en Suisse aucun signe manifeste d'un resserrement du crédit (*credit crunch*), comme le montre l'analyse de l'évolution du volume des crédits. La détérioration de la conjoncture entraînera toutefois un ralentissement de la croissance des autres crédits, alors que les prêts hypothécaires devraient bénéficier d'un soutien de la politique monétaire. Une telle évolution coïncide largement avec les résultats d'une enquête

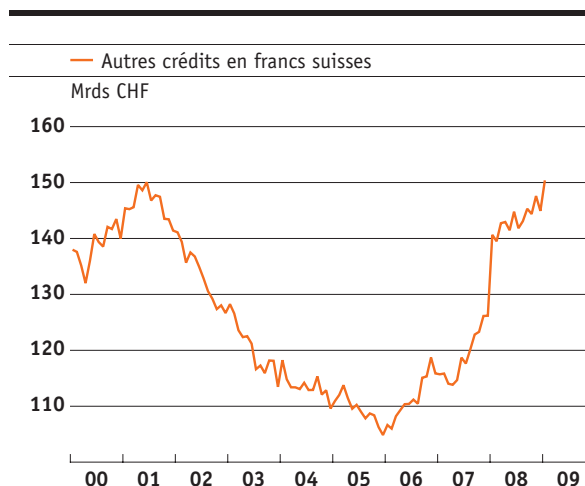
Graphique 3.19
Croissance des créances hypothécaires



Graphique 3.20
Crédits bancaires



Graphique 3.21
Autres crédits en francs suisses



Graphiques 3.19, 3.20 et 3.21
Source: BNS.

sur les conditions de crédit que la BNS effectue chaque trimestre, depuis début 2008, auprès de 20 banques représentant 85% du marché du crédit dans notre pays. Cette enquête complète les indicateurs quantitatifs fondés sur l'évolution du volume des crédits.

L'enquête de janvier 2009 montre que les conditions de crédit ont été légèrement resserrées au quatrième trimestre de 2008. Un léger durcissement des conditions de crédit a été annoncé par 13% des banques dans le domaine des crédits aux entreprises et par 6% d'entre elles dans celui des hypothèques sur des immeubles d'habitation (en données pondérées des parts du marché du crédit suisse). Pour le premier trimestre de 2009, les banques tablent sur un nouveau et léger resserrement des conditions dans toutes les catégories de crédits, ce qui devrait porter les deux parts susmentionnées à respectivement 31% et 17%. Ces résultats confirment les premiers signes d'un resserrement des conditions de crédit qu'indiquait l'enquête menée par la BNS en octobre 2008.

Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2007	2008	2007 4 ^e trim.	2008 1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	2008 Novembre	Décembre	2009 Janvier
Total¹	5,8	5,7	6,9	6,6	6,4	5,8	4,2	4,0	3,3	4,2
Créances hypothécaires ¹	4,0	3,5	3,9	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	3,6	3,8
dont ménages ²	4,3	3,3	3,7	3,6	3,0	3,5	3,3	3,2	3,4	3,5
dont entreprises ²	2,3	3,8	4,3	3,7	4,2	3,5	3,7	3,1	4,3	4,7
Autres crédits ¹	13,4	14,8	20,2	19,3	19,0	15,0	7,1	6,9	2,1	5,8
dont gagés ¹	8,2	1,2	13,1	0,0	5,7	5,1	-5,6	-8,9	-9,0	-5,3
dont non gagés ¹	17,2	24,2	25,3	34,1	28,2	21,4	15,3	17,5	8,9	12,1
dont en francs suisses ¹	5,7	20,3	7,4	22,4	23,6	19,3	16,3	17,0	14,9	6,9
dont en autres monnaies ¹	44,3	-1,8	74,5	8,8	5,2	2,3	-18,5	-20,7	-31,4	-0,9

1 Bilans mensuels.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

Source: BNS.

4 Préviation 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. Parmi les modèles servant à établir la prévision d'inflation de la BNS, plusieurs 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 montre les principales hypothèses de ce scénario qui ont été retenues pour les prévisions de décembre 2008 et de mars 2009.

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 tri-

mestre, 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.

Forte chute de la croissance

Pour ce qui a trait à la conjoncture mondiale, le scénario se caractérise par une forte chute de la croissance. Par rapport à ce qui avait été retenu en décembre, les hypothèses de croissance pour 2009 ont été une nouvelle fois révisées à la baisse. En ce qui concerne les Etats-Unis, un repli du PIB de 1,8% est attendu pour 2009. En Europe, le recul devrait s'établir à 2,8%. Une reprise est toutefois escomptée pour 2010. Grâce aux impulsions devant découler de la politique budgétaire prévue, on s'attend à ce que les Etats-Unis bénéficient, en 2010, d'une croissance supérieure à ce qui avait été retenu en décembre. Du côté de l'Europe, l'hypothèse de croissance pour 2010 est par contre légèrement inférieure à celle de décembre. A long terme, c'est-à-dire au-delà de la période sur laquelle porte la prévision, on table toujours, pour les deux zones économiques, sur une croissance tendant à se rapprocher du potentiel, soit environ 3% aux Etats-Unis et 2% dans l'UE.

Le prix retenu pour le baril de pétrole est de 42 dollars au cours des prochains trimestres, puis de 45 dollars. En outre, on s'attend, du fait de la récession, à des taux de renchérissement nettement plus bas, sur le plan mondial, tant pour 2009 que pour 2010. Enfin, le cours de l'euro pour les trois années sur lesquelles porte la prévision a été maintenu à 1,30 dollar.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

Mars 2009	2009	2010	2011
PIB USA ¹	-1,8	1,9	2,9
PIB UE (à 15) ¹	-2,8	0,5	2,2
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars ²		42	45
Prix du baril de pétrole en francs suisses ³		49	52
Décembre 2008	2008	2009	2010
PIB USA ¹	1,4	-0,8	1,1
PIB UE (à 15) ¹	0,9	-1,0	0,7
		Court terme	Long terme
Cours de l'euro en dollars ²		1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars ²		48	60
Prix du baril de pétrole en francs suisses ⁴		58	72

1 Variation en %.

2 Niveau.

3 Niveau, cours du 12 mars 2009.

4 Niveau, cours du 10 décembre 2008.

Source: BNS.

4.2 Prédiction d'inflation et décision de politique monétaire

La situation économique s'est fortement détériorée depuis décembre dernier et l'inflation risque d'être négative au cours des trois prochaines années. Ces circonstances requièrent un relâchement résolu des conditions monétaires. La BNS a donc décidé de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. A cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité par le canal des opérations repos, par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur les marchés des changes.

Lors de son examen de la situation du 12 mars 2009, la BNS a abaissé de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, marge qui passe ainsi, avec effet immédiat, à 0%–0,75%. Elle va tout entreprendre pour amener progressivement le Libor dans la zone inférieure de la nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. La largeur de la marge de fluctuation du Libor a ainsi passé à 75 points de base contre 100 points de base précédemment.

Avec ces mesures à caractère exceptionnel, la BNS contribue à apaiser les effets de la crise économique et financière et veut limiter le risque de déflation. La Banque nationale a pour mandat d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de la situation conjoncturelle. Cela signifie la prévention tant de la déflation que de l'inflation. Dans l'exécution de ce mandat, la BNS continuera, comme par le passé, à s'orienter à l'aide d'une prévision d'inflation.

La conjoncture mondiale a ralenti de façon marquée et simultanée au quatrième trimestre de l'année passée, et il y a tout lieu de penser que la dégradation s'est poursuivie au premier trimestre de 2009. L'économie suisse est frappée de plein fouet par cette évolution qui touche pratiquement tous les secteurs, mais tout particulièrement le secteur des exportations. La BNS a dès lors abaissé sa prévision de croissance du PIB pour l'année en cours. Elle s'attend désormais à un recul du PIB réel de 2,5% à 3%. La dégradation rapide de la situation conjoncturelle et la baisse des prix des matières premières ont aussi conduit à une nette révision, vers le bas, de la prévision d'inflation. Le renchérissement annuel moyen sera de –0,5% en 2009. Avec les mesures prises aujourd'hui, la Banque nationale table sur un renchérissement

annuel moyen proche de zéro pour les deux années suivantes.

Les perspectives en matière de renchérissement ont nécessité une action résolue de la BNS. En abaissant une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor à trois mois en francs et en empêchant une appréciation supplémentaire du franc par rapport à l'euro, la Banque nationale entend contrecarrer les risques de déflation et d'aggravation massive de la situation économique.

Perspectives économiques internationales

L'activité économique s'est repliée fortement aux Etats-Unis, où la consommation et les exportations ont chuté. La contraction a été importante en Europe aussi. Les pays d'Asie, loin de pouvoir se soustraire à cette évolution, sont également très affectés. La crise, qui a débuté sur les marchés financiers des pays développés, s'est étendue au secteur réel et frappe maintenant toute l'économie mondiale. La Banque nationale a donc substantiellement révisé à la baisse ses prévisions de croissance des grandes économies pour l'année en cours.

Perspectives économiques en Suisse

En Suisse aussi, la situation conjoncturelle a connu une très nette et rapide dégradation ces six derniers mois. Au quatrième trimestre 2008, le PIB réel s'est replié de 1,2% en termes annualisés. Certes, la contraction de l'activité apparaît moins marquée en Suisse que dans les principaux pays européens. Ce chiffre masque toutefois l'importance de l'effondrement de la demande internationale, en particulier dans le domaine des produits manufacturiers, et la forte chute des exportations qui s'en est suivie. Les dépenses en équipement des entreprises ont été sensiblement réduites. Les investissements en construction ont aussi évolué négativement. La demande finale s'est ainsi repliée de manière significative.

L'ampleur de la contraction de la demande au quatrième trimestre 2008 a été inattendue. L'augmentation involontaire des stocks qui en a découlé a contribué artificiellement à la croissance du PIB. Ce phénomène devrait se renverser au premier trimestre de cette année. La Banque nationale table de ce fait sur une accentuation de la contraction du PIB dans la première partie de 2009.

Le nombre de chômeurs a recommencé de croître depuis le mois de septembre. Cette tendance va se poursuivre dans les mois à venir. Le climat d'incertitude qui en résultera va inciter les ménages

à la prudence et entraîner un tassement des dépenses de consommation. Par ailleurs, la faiblesse de la demande mondiale devrait continuer de peser sur les exportations suisses, ce qui poussera les entreprises à reporter ou à reconsidérer leurs plans d'investissement. Par contre, les conditions de financement favorables devraient encore soutenir les investissements en logements. De plus, les dépenses publiques vont jouer un rôle anticyclique. En raison de l'aggravation de la récession au niveau international, la BNS table désormais sur une contraction du PIB de 2,5% à 3% pour l'année en cours.

Evolution du cadre monétaire et financier

La BNS a baissé d'une manière résolue le Libor de 225 points de base durant le quatrième trimestre de l'an passé. Cette impulsion de politique monétaire va continuer à se transmettre progressivement à l'économie. Les taux d'intérêt à court terme ont baissé et la courbe des taux est devenue plus raide. Toutefois, les primes de risque ont augmenté substantiellement sur les marchés des capitaux depuis la faillite de la banque Lehman Brothers, ce qui entrave la transmission des impulsions de politique monétaire. Cette situation conduit la BNS à acquérir des obligations en francs suisses de débiteurs privés afin de provoquer un relâchement des conditions sur le marché des capitaux.

La valeur du franc a nettement progressé depuis le déclenchement de la crise en août 2007. Ce mouvement s'est renforcé depuis notre examen de la situation de décembre, ce qui représente un resserrement malvenu des conditions monétaires dans les circonstances présentes. Vu cette évolution, la Banque nationale a décidé d'acheter des devises sur le marché des changes pour empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro.

Les taux de croissance des agrégats monétaires M1 et M2 sont importants. Celui de l'agrégat monétaire M3 reste modéré. Par contre, la monnaie de banque centrale a presque doublé de volume en une année. Cette évolution reflète les efforts de la Banque nationale visant à pourvoir le marché interbancaire en liquidités suffisantes. La BNS répond à l'énorme accroissement de la demande en liquidités de l'économie dû au climat d'incertitude. Si cette demande n'avait pas été satisfaite, il en aurait résulté une augmentation indésirable des taux d'intérêt.

La Banque nationale effectue depuis le début de l'année 2008 une enquête trimestrielle qualita-

tive auprès de 20 banques qui couvrent, ensemble, la majeure partie du marché des crédits domestiques. L'enquête effectuée en janvier 2009 montre que certaines banques ont légèrement resserré leurs conditions d'octroi de crédits. De plus, le nombre de banques qui s'attendent à resserrer leurs conditions dans un avenir proche a augmenté. Sur le plan quantitatif, les statistiques confirment une baisse de la croissance de l'encours total des crédits. Elles ne montrent pas de repli. Les crédits hypothécaires échappent à cette évolution. Leur taux de croissance augmente depuis novembre, atteignant 3,8% en janvier. Il est encore trop tôt pour savoir s'il s'agit là d'un effet lié à la baisse du Libor, comme on l'avait déjà observé dans le passé. Le taux de croissance des autres crédits a, par contre, fortement diminué. Celui-ci était de 5,8% en janvier, alors qu'il dépassait 20% il y a un an. Cette catégorie de crédits est fortement cyclique et liée à l'évolution de la conjoncture. Les autres crédits devraient, de ce fait, décroître dans un futur proche. Dans l'ensemble, l'évolution de la situation sur le marché du crédit n'est pas comparable à celle que l'on observe à l'étranger.

Inflation et risque inflationniste

Après avoir atteint une pointe de 3,1% en juillet dernier, l'inflation est retombée à 0,2% en février. La baisse spectaculaire du prix du baril de pétrole, qui est passé de 145 dollars à près de 40 dollars dans le même laps de temps, ainsi que l'appréciation du franc expliquent cette évolution. L'inflation va poursuivre sa décroissance et devenir négative courant 2009. Cela est dû aux prix des biens et services importés, en particulier du pétrole, qui seront meilleur marché cette année, comparés à leurs niveaux élevés de l'an passé. Par contre, le renchérissement des biens et services domestiques, tout en s'affaiblissant au cours de l'année, sera positif en 2009.

Pour 2010 et 2011, l'inflation restera très proche de zéro parce que la production évoluera sous son niveau potentiel et que le taux de chômage sera élevé. Une détérioration plus forte que prévu de la conjoncture pourrait entraîner un risque d'inflation négative.

La décision de politique monétaire

Une inflation négative durable n'est pas compatible avec l'objectif de maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Dans cet environnement déprimé, tout resserrement des conditions moné-

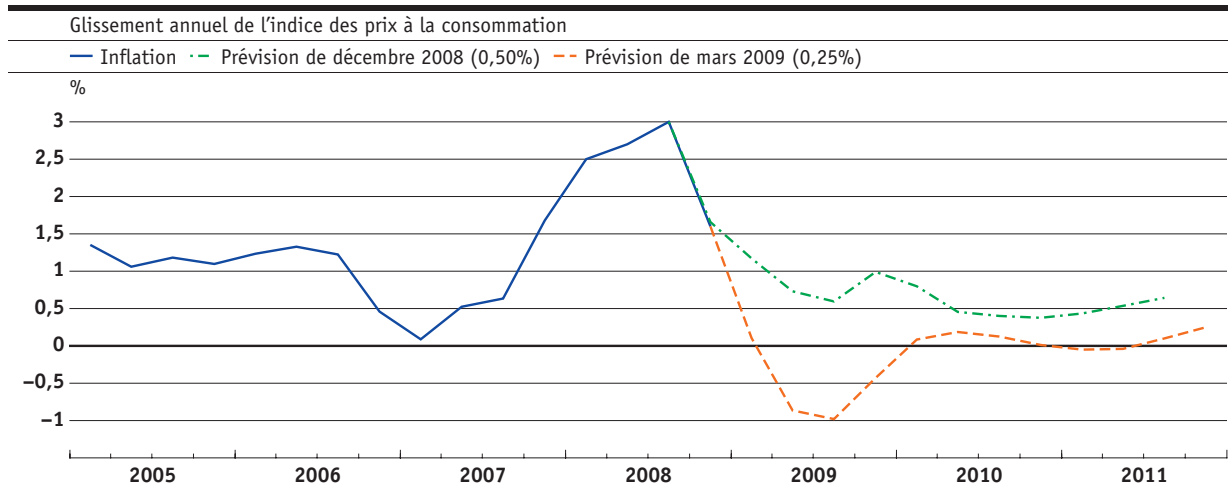
taires est malvenu. En abaissant une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs à 0%–0,75%, en amenant progressivement le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%, et en empêchant une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro, la BNS poursuit sa politique monétaire expansionniste pour soutenir la conjoncture et limiter le risque de déflation. Le rétrécissement temporaire de la marge de fluctuation du Libor, qui est désormais de 75 points de base contre 100 points de base habituellement, s'explique par l'impossibilité technique d'un taux Libor négatif.

Graphique présentant notre prévision d'inflation

La nouvelle prévision d'inflation (voir courbe en tirets rouges du graphique 4.1) couvre la période allant du premier trimestre 2009 au quatrième trimestre 2011. Alors que la prévision antérieure (voir courbe verte en tirets et points) reposait sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,5%, la nouvelle courbe se réfère à un taux fixé à 0,25%. Elle signale une inflation fortement négative en 2009. Celle-ci est essentiellement due à l'évolution du prix du pétrole (effet de base). En 2010 et en 2011, l'inflation demeure très faible, malgré un Libor de 0,25%. Cela s'explique par l'évolution conjoncturelle défavorable. L'inflation augmente légèrement à la fin de 2011. Cette légère reprise du renchérissement s'explique par le fait qu'un Libor de 0,25% ne représente pas un niveau d'équilibre capable de garantir la stabilité des prix à plus long terme.

Graphique 4.1

Prévisions d'inflation de décembre 2008, avec Libor à 0,50%, et de mars 2009, avec Libor à 0,25%



Source: BNS.

Inflation observée (mars 2009)

Tableau 4.2

	2005				2006				2007				2008				2006	2007	2008
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.			
Inflation	1,35	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	1,60	1,1	0,7	2,5

Prévisions d'inflation de décembre 2008, avec Libor à 0,50%, et de mars 2009, avec Libor à 0,25%

	2008				2009				2010				2011				2009	2010	2011	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Prédiction de décembre 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		0,9	0,5	
Prédiction de mars 2009, Libor à 0,25%					0,10	-0,86	-0,98	-0,43	0,09	0,19	0,13	0,01	-0,05	-0,04	0,10	0,25		-0,5	0,1	0,1

Source: BNS.

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

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2009

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de décembre 2008 à février 2009, sont résumés ci-après.

Résumé

Les quelque 170 représentants de divers secteurs économiques avec lesquels les délégués aux relations avec l'économie régionale se sont entretenus entre décembre 2008 et février 2009 ont estimé pour la plupart que la situation économique se détériorait rapidement et de façon marquée. Alors que, jusqu'à l'été 2008, la plupart des entreprises jugeaient que la marche des affaires était bonne, voire très bonne, elles ont assisté à un soudain revirement de la situation en septembre et en octobre. Depuis, le ralentissement de la marche des affaires n'a fait que s'accroître.

Les entreprises ont subi différemment les effets de l'effondrement conjoncturel, selon leur branche et leur position sur le marché. L'industrie d'exportation, et en particulier l'industrie des biens d'équipement, ont été frappées de plein fouet. Les

entreprises axées sur le marché intérieur et sur la consommation sont moins soumises à de telles pressions. Cependant, les interlocuteurs de ces secteurs économiques tablent eux aussi sur un ralentissement de la marche des affaires ces prochains mois.

Les entreprises ont réagi à ce repli marqué de la conjoncture en comprimant leurs coûts. Elles ont pris des mesures de grande portée incluant la révision des plans d'investissement. Si elles ont maintenu les investissements importants sur le plan stratégique, elles ont en revanche renoncé à tout ce qui n'était pas absolument nécessaire. Un nombre croissant d'entreprises ont eu recours au chômage partiel ou s'y appêtent. Le nombre de licenciements a lui aussi fortement augmenté en janvier et en février.

L'ampleur et la durée de la crise sont sources de grandes incertitudes. Tous les interlocuteurs s'attendent à une année difficile.

1 Production

Industrie

L'industrie des machines fait partie des branches les plus touchées par la crise. Les entreprises perçoivent celle-ci comme étant nettement plus abrupte, plus intense et plus globale que la récession de 2002 et 2003. En effet, les entrées de commandes avaient alors enregistré un recul plus lent, et qui variait selon les régions, ce qui n'est plus le cas actuellement. Les fabricants de machines destinées à l'industrie textile et les fournisseurs de l'industrie automobile ont subi un fléchissement particulièrement marqué des entrées de commandes. Le tournant était moins serré pour les fabricants de biens d'équipement destinés à l'industrie énergétique et de technologie médicale. Cependant, ces entreprises ressentent entre-temps elles aussi les effets de la crise. Il en va de même pour l'industrie horlogère, qui avait connu un véritable boom ces dernières années.

En dehors de l'industrie des machines, la marche des affaires s'est dégradée surtout pour les producteurs de métaux, de plastiques, de substances chimiques (sauf dans l'agrochimie), de textiles et de vêtements. Par contre, les branches généralement peu sensibles aux fluctuations de la conjoncture, soit l'alimentation et l'industrie pharmaceutique, ont relativement bien résisté.

Le recul des entrées de commandes reflète en partie des mouvements de stocks: Différents interlocuteurs ont indiqué que leurs clients avaient fortement réduit leurs stocks, ce qui s'est directement répercuté sur les carnets de commandes. Cela laisse espérer que les entrées de commandes évolueront à nouveau davantage conformément à la production et aux ventes ces prochains trimestres.

Services

Les effets de l'affaiblissement conjoncturel sur le commerce de détail sont jusqu'ici restés modérés. De nombreux interlocuteurs se sont déclarés positivement surpris par les ventes de Noël. Après le niveau record atteint en 2007, la plupart s'attendait à un ralentissement sensible. Le début de 2009 a été également positif. Des différences sont toutefois à noter selon les produits. Les ventes ont évolué favorablement surtout dans le secteur alimentaire. Les ventes d'articles de sports d'hiver ont également dépassé les attentes. Les biens de consommation durables (électronique, meubles) ont par contre affiché des résultats nettement plus faibles. Les ventes de voitures et la demande de produits de luxe ont également été touchées. Différents interlocuteurs ont expliqué ce phénomène par

l'effet négatif de patrimoine découlant de la crise financière.

Les représentants de l'hôtellerie et du tourisme se sont aussi montrés généralement satisfaits de l'année 2008. Dans l'ensemble, le nombre de nuitées est, certes, resté en deçà des très bons résultats de 2007, mais le recul s'est révélé limité. Par contre, les effets de la faiblesse conjoncturelle se sont fait sentir toujours plus nettement, surtout dans les villes, ces derniers mois. Le tourisme d'affaires a en effet fortement fléchi, et les consommateurs ont désormais tendance à se montrer plus prudents dans leurs dépenses, ce qui s'explique également par un franc fort. Cette évolution négative est compensée en partie par la bonne saison d'hiver que les stations de ski ont enregistrée grâce aux excellentes conditions d'enneigement. Les attentes sont mitigées pour la saison estivale, sans que l'on table pour autant sur un effondrement.

D'autres branches du secteur des services ressentent plus fortement les effets de la crise. Le domaine des technologies de l'information offre encore une image contrastée. Par contre, des représentants du secteur des transports et de la logistique ont signalé que les activités avaient fortement diminué sur le plan international et que les tarifs de fret avaient baissé d'autant. Les médias ont également subi un revers marqué. Les recettes des annonces ont accusé un net recul tous types confondus, des offres d'emplois aux annonces commerciales, en passant par les annonces immobilières.

Les banques ont surtout souffert du recul des commissions, provoqué par la chute des cours des actions et par la diminution du volume de transactions. Selon les interlocuteurs du secteur bancaire, la sécurité et la liquidité sont actuellement les principaux objectifs des investisseurs, la faillite de Lehman Brothers, le scandale Madoff et la fermeture de nombreux *hedge funds* ayant sapé la confiance des clients. Ceux-ci ne veulent plus entendre parler des produits structurés (pour lesquels les commissions étaient élevées). Les banques ont par ailleurs déclaré n'avoir pas changé leur politique de crédit. Elles estiment que leurs marges ont baissé, d'une part, en raison de la forte concurrence sur le marché hypothécaire et, d'autre part, du fait de la difficulté de placer des liquidités de façon rentable. La plupart des interlocuteurs du secteur non bancaire corroborent l'image d'une politique de crédit généralement inchangée. Ils affirment cependant que la marche des affaires fait désormais l'objet d'une surveillance accrue. De plus, il est selon eux plus difficile d'obtenir des crédits importants, et en particulier des crédits d'exportation. Cette tendance est accentuée par le fait que le jeu de la concurrence est limité, les

petites banques n'étant en principe pas prêtes à se substituer à l'une des deux grandes banques. De nombreux clients craignent enfin que les conditions de crédit ne se durcissent en cas de récession persistante.

Des interlocuteurs du secteur des assurances ont fait état d'une forte demande de produits d'assurance-vie. Ils estiment que le taux technique restera un objectif difficile à atteindre dans le domaine de la LPP, et que de nombreuses caisses de pensions dont la couverture est insuffisante recherchent, par conséquent, une solution d'assurance complète.

Construction et immobilier

La plupart des interlocuteurs du secteur de la construction jugent leurs carnets de commandes satisfaisants. L'affaiblissement conjoncturel n'a jusqu'ici pas eu d'effet marqué. Un effondrement n'est pas non plus attendu le prochain trimestre. Les programmes de relance de la Confédération et de différents cantons, fortement axés sur les projets d'infrastructure, contribuent à ce résultat.

La construction de logements s'est particulièrement bien maintenue. Les interlocuteurs de ce domaine continuent de tabler sur un essor vigoureux, les taux d'intérêts faibles devant soutenir la demande. De plus, la propriété du logement attire à nouveau de nombreux investisseurs en raison de la faiblesse de la bourse. La demande en travaux d'entretien et de rénovation est également restée élevée, ce dont profite en premier lieu le domaine de la finition. La marche des affaires était nettement moins bonne dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux. De nombreux interlocuteurs ont indiqué que des entreprises avaient mis en attente des projets d'investissement. Les carnets de commande du génie civil font toujours apparaître des différences régionales et sont souvent fortement dépendants de grands projets.

La plupart des interlocuteurs du secteur immobilier ont fait état d'une stabilisation des prix. Ils estiment que la Suisse a évité la formation d'une bulle immobilière du fait que les prix de l'immobilier n'ont pas augmenté de façon excessive en période de haute conjoncture. Ils ne s'attendent donc pas à une forte correction.

2 Marché du travail

Les dépenses de personnel représentent pour la plupart des entreprises le facteur de coûts le plus important. Aussi la crise s'est-elle répercutée avec plus de force sur le marché du travail au cours des

derniers mois. Dans une première phase, les entreprises ont surtout renoncé à renouveler les contrats de travail à durée déterminée et ont poussé leurs collaborateurs à compenser leurs heures supplémentaires. De plus, de nombreuses entreprises ont demandé ces dernières semaines l'autorisation de recourir au chômage partiel. Cependant, cette solution étant coûteuse pour les entreprises, le nombre de licenciements a également augmenté. La main d'œuvre sous-qualifiée est la plus touchée.

Pour l'instant, les entreprises recourent généralement au chômage partiel plutôt qu'à des licenciements, car elles ne veulent pas perdre les personnes qualifiées qu'elles viennent de recruter à grand-peine. En considération de la marche volatile des affaires, elles veulent également pouvoir faire face à une éventuelle reprise, même si celle-ci devait se révéler seulement passagère.

3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La concurrence toujours vive s'est encore renforcée avec le tassement de la conjoncture. La marge pour des hausses de prix s'est ainsi sensiblement réduite. Cependant, la concurrence ne se joue pas seulement sur les prix. Des interlocuteurs de l'hôtellerie ont par exemple indiqué qu'ils voulaient offrir, pour le même prix, des prestations supplémentaires.

Le début de la crise a de nouveau intensifié la guerre des prix qui sévit depuis plusieurs années dans le commerce de détail. Du côté des grands distributeurs, Coop a lancé une nouvelle offensive au début de l'année en réduisant le prix de 600 articles de marque. D'autres grands distributeurs ont réagi par des baisses de prix ciblées dans leur propre assortiment. L'entrée en scène d'un nouveau grand fournisseur (Lidl) est désormais au centre de l'attention.

Les marges ont également subi des pressions dans l'industrie manufacturière, où de nombreuses entreprises font état de surcapacités croissantes. La chute des prix des matières premières a amené une certaine détente ces derniers mois. Par contre, la revalorisation du franc par rapport à l'euro et à la livre sterling et l'incertitude qui se reflète dans la grande volatilité des cours de change ont pesé sur ce secteur. Les augmentations de salaires décidées l'automne dernier représentent une charge supplémentaire. D'aucuns les jugent déjà rétrospectivement excessives en considération du ralentissement du renchérissement. De nombreuses entreprises se montrent préoccupées par la volatilité du cours des changes et par la hausse des prix de l'électricité.

Mutations de la politique de stockage des entreprises: résultats d'un rapport structurel des délégués aux relations avec l'économie régionale

Jean-Pierre Jetzer, délégué aux relations avec l'économie régionale

1 Introduction

Des stocks abondants sont le signe de processus de production non harmonisés.

Roman Boutellier, EPFZ

Un niveau de stocks élevé masque des problèmes d'organisation dans l'entreprise.

Erik Hofmann, Université de Saint-Gall

L'application de méthodes de production rationalisées et de systèmes de livraison modernes, tant au niveau des achats que de la vente, permet aux entreprises d'optimiser leurs processus de production et a donc une influence directe sur le stockage. L'expérience souvent évoquée par les chefs d'entreprise selon laquelle les stocks subissent une réduction importante a motivé la Direction générale de la BNS à procéder à un examen plus systématique de la politique de stockage menée par les entreprises suisses¹.

Les investissements en stocks présentent un intérêt tant du point de vue de la gestion d'entreprise que de l'économie nationale. Au niveau de l'entreprise, il a fallu attendre les années nonante pour reconnaître le rôle des stocks comme paramètre stratégique intervenant dans le résultat d'exploitation et comme facteur concurrentiel. Sur le plan macroéconomique, l'importance du stockage s'explique par le fait que, selon la théorie de la conjoncture, la composante «stocks» est – eu égard à son volume – l'élé-

ment de la demande le plus instable; les variations des investissements en stocks sont tellement prononcées qu'elles peuvent être considérées comme le type même des fluctuations de la conjoncture (Tichy, 1994, p. 87). Par ailleurs, les variations de stocks échappent en grande partie aux relevés statistiques. Dans les comptes nationaux (CN), ces variations sont établies sur la base de la différence entre la valeur d'inventaire des stocks d'une période donnée et celle de la période précédente. Comme les stocks ne font pas l'objet de relevés officiels, il n'y a pas d'autre moyen dans la pratique que de faire une estimation de leurs variations.

Le présent rapport structurel met l'accent sur l'observation sélective de l'influence des nouveaux procédés de fabrication et des chaînes logistiques intégrées sur le niveau des stocks, selon le point de vue d'un échantillon d'entreprises appartenant aux secteurs de l'industrie et des services. Quant aux conséquences que la nouvelle conception de la chaîne de valeur ajoutée a sur les caractéristiques des fluctuations de stocks, elles se sont révélées bien plus complexes et difficiles à saisir. A ce niveau, les exigences ont dû être largement subordonnées aux possibilités et aux limites propres à une enquête menée auprès d'entreprises. Les enquêtes concernant les fluctuations des stocks à court terme ont toutefois dévoilé des tendances indiquées par quelques entrepreneurs ainsi que par des experts, que nous avons également interrogés.

¹ L'auteur du présent document remercie Messieurs Attilio Zanetti et Daniel Emmenegger, de la BNS, Bruno Parnisari et Peter Steiner, du SECO, et Messieurs Philippe Küttel et Klaus Leemann, de l'OFS, de leur aide précieuse dans la préparation du présent rapport.

2 Concept et étendue de l'étude

Le concept de l'étude a été préalablement discuté avec l'UO Conjoncture de la BNS ainsi qu'avec des représentants de l'OFS et du SECO. De même, une liste de questions a été élaborée pour servir de fil conducteur lors des enquêtes menées auprès des entreprises. Les questions étaient essentiellement de nature qualitative, quelques-unes de nature quantitative. Il était à prévoir que l'enquête ne permettrait guère d'obtenir des réponses quantitatives. Lors des entretiens, un graphique de l'OFS représentant les variations nominales des stocks enregistrées entre 1980 et 2007 (valeurs annuelles selon les CN) a en outre été présenté aux entrepreneurs (voir graphique «Variation nominale des stocks» ci-dessous).

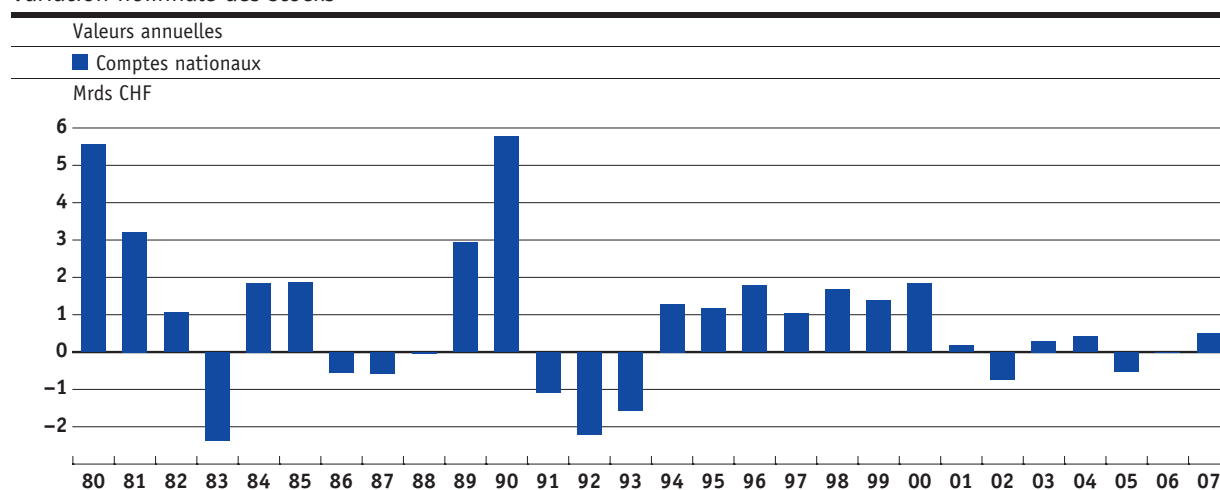
Ce graphique illustre deux aspects importants. Tout d'abord, la volatilité de la série s'est considérablement réduite depuis le début des années nonante. Ensuite, la variation moyenne des stocks a fortement baissé. Tandis que les variations de stocks étaient nettement positives en moyenne des années quatre-vingt à nonante – ce qui signifie que les entreprises ont constitué des stocks importants durant cette période –, elles ont commencé à décroître à partir de 1991 pour devenir quasi nulles. Ces deux observations révèlent une rupture structurelle fondamentale, qui pourrait s'expliquer tendanciellement par deux facteurs: la mutation de la structure sectorielle de l'économie suisse (tertiarisation) et/ou la modification de la gestion des

stocks des entreprises. Les interlocuteurs ont été priés, d'une part, d'indiquer si l'évolution observée sur le graphique reflétait la situation de leur entreprise et, d'autre part, de préciser les facteurs qui, selon eux, pouvaient être à l'origine de ces tendances marquées.

En fonction de la nature des activités, les stocks peuvent soit être concentrés au niveau de la production (stocks achetés, comprenant les matières premières et les produits semi-finis), soit établis principalement au niveau de l'écoulement (stocks produits, comprenant les produits finis), soit concerner l'un et l'autre niveau. Il a donc fallu préciser les questions posées aux entrepreneurs participant à l'enquête; quant aux réponses, elles devaient être accompagnées d'une mention indiquant si elles se référaient aux stocks achetés ou aux stocks produits. L'enquête s'est limitée aux formes classiques du stockage (stocks physiques). Pour des raisons liées au concept de l'étude, il n'était pas prévu d'analyser les stocks de services (par exemple, modèles de contrats types sans mandat d'un cabinet juridique).

Les sept rapports structurels régionaux ont été établis sur la base de 47 visites faites à des entreprises dont 29 appartiennent au secteur de l'industrie et 18, au secteur des services. Bien que cette étude ait permis de mettre en lumière des changements parfois notables dans la politique de stockage, il s'avère difficile de tirer des conclusions quant aux effets que ces changements peuvent induire sur l'économie en général.

Variation nominale des stocks



Source: BNS.

3 Résultats de l'étude

Sont exposés ci-après les principaux résultats des enquêtes menées auprès des entreprises. Ceux-ci sont présentés et commentés sous la forme de thèses. De même, les informations de terrain sont, avec la concision qui s'impose, confrontées aux connaissances et à l'évidence empirique, qui sont traitées dans la littérature scientifique.

Le rapport recense, d'une part, les expériences que les entreprises ont faites en rapport avec une mutation fondamentale de la politique de stockage et, d'autre part, les changements survenus en matière de stockage, qui paraissent plutôt refléter la tendance générale de l'économie.

Thèse n° 1:

tendance à la réduction du ratio stocks/ventes

Plusieurs études empiriques effectuées sur de longues périodes ont été consacrées à l'évolution du ratio stocks/ventes. L'influence de taux d'intérêts élevés sur ce ratio s'est traduite par une réduction considérable de celui-ci dans le secteur industriel britannique au cours des années quatre-vingt, une évolution confirmée statistiquement (Black et Peters, 1994). Le facteur «intérêts» a des conséquences sur toutes les composantes des stocks (stocks achetés, stocks intermédiaires et stocks de produits finis). Irvine (2005) a confirmé la tendance d'une réduction du ratio stocks/ventes aux Etats-Unis à partir de 1983, et ce, tant dans l'industrie manufacturière que dans le commerce. Il a évalué l'influence de nouvelles technologies de production et de progiciels de gestion intégrés (*enterprise resource planning* ERP) sur la relation stock/production. Dans une étude empirique d'octobre 2004, Adam J. Fein émet pour sa part quelques doutes quant au rôle joué par le facteur technologique (par exemple l'informatique) dans la réduction notable du ratio stocks/ventes aux Etats-Unis.

Dans l'industrie suisse, le ratio stocks/ventes a été pratiquement réduit de moitié au cours des dix à quinze dernières années. Les entrepreneurs et les experts interrogés attribuent cette évolution en premier lieu à une prise de conscience accrue à l'égard du coût des stocks de marchandises. Dans les années nonante, caractérisées par une conjoncture difficile, l'industrie suisse a subi une forte contrainte de rationalisation. Au cours d'une pre-

mière phase, le capital libéré en raison entre autres de l'optimisation des stocks a servi à la rentabilisation et à la croissance de l'entreprise – et a parfois aussi été utilisé pour éponger les dettes. Dans une seconde phase, l'émergence de nouveaux processus de production, plus flexibles et plus légers, a probablement favorisé la réduction des stocks. Ils ont contribué à une diminution des durées de stockage ainsi qu'à une meilleure compréhension générale, en termes de gestion d'entreprise, des réseaux interentreprises de création de valeur ajoutée constitués entre les domaines de l'approvisionnement, de la production et de l'écoulement ou de la distribution. En se recentrant sur leurs compétences clés, les entreprises ont été contraintes de procéder à un examen critique du volume et de la diversité de leur assortiment. Sous ce rapport aussi, on a observé des diminutions de stocks.

Aussi importante que soit la réduction des stocks, la priorité absolue des entreprises consiste à éviter les ruptures de stocks et à assurer la capacité de livraison: l'avantage de la disponibilité (*convenience yield*) peut être un facteur décisif, surtout lorsque le temps joue un rôle concurrentiel.

Au niveau macroéconomique, la tendance persistante de tertiarisation de l'économie pourrait par ailleurs être une autre explication plausible du repli du ratio stocks/ventes.

Thèse n° 2:

optimisation notable de la gestion des stocks dans le commerce

Les grands distributeurs ont optimisé et fortement centralisé leurs stocks au niveau régional. Grâce à des chaînes logistiques très efficaces, ces stocks ne jouent pratiquement plus qu'un rôle d'entrepôts intermédiaires avec des vitesses de rotation élevées. Dans le commerce de détail, les stocks physiques se trouvent ainsi en principe dans les magasins eux-mêmes.

Le véritable potentiel de rationalisation réside d'une part dans la réduction des activités de manutention (mouvement des biens au sein de l'entrepôt même de l'entreprise et entre les différents maillons de la chaîne logistique). D'autre part, l'introduction du système de stocks en consignation, installés chez le client par le fournisseur, permet d'optimiser les stocks par une chaîne logistique stable, des outils informatiques et l'intégration de partenaires logistiques.

Thèse n° 3:

remplacement du marché vendeur par le marché acheteur

Rétrospectivement, on constate que l'industrie des biens d'équipement, en particulier, a suivi dans le passé une stratégie axée sur les capacités, qui reposait sur des prévisions de vente et des systèmes de planification des capacités relativement rigides. Une telle stratégie était justifiée tant que l'on opérait sur des marchés vendeurs et que l'on imposait les biens produits aux marchés. C'était l'époque de la production en flux poussé, pratique classique, qui a élevé le lissage de la production (*production smoothing*) au rang d'objectif d'optimisation, les débouchés étant pilotés par l'offre.

Avec l'importance croissante des marchés acheteurs et le passage de la production sur stock à la production sur commande, orientée vers le client, le rapport entre production et stocks s'est profondément modifié. On ne produit plus que ce qui est effectivement souhaité et acheté par le marché. La production orientée vers le marché a pour effet que les fluctuations de la demande se répercutent d'une manière plus directe sur l'utilisation des capacités de production et, partant, sur le taux d'occupation. Le temps de travail annualisé, l'emploi de main-d'œuvre temporaire et l'externalisation permettent, au moyen de l'appareil de production de l'entreprise même, de contenir les effets des fluctuations du marché dans certaines limites.

Thèse n° 4:

forte influence des technologies de l'information et de la formation

L'étude, déjà évoquée, de Black et Peters (1994) sur la réduction du ratio stocks/ventes dans l'industrie manufacturière en Grande-Bretagne confère une évidence du moins anecdotique aux facteurs «technologies de l'information et de la communication» (TIC) et «professionnalisation de la gestion des stocks». Selon cette étude, le progrès technologique a surtout eu des répercussions sur la gestion des stocks achetés, et dans une moindre mesure sur celle des stocks produits.

Les entrepreneurs et experts interrogés sont unanimes pour admettre qu'en Suisse, l'évolution dans le domaine des TIC ainsi qu'en matière de logistique et d'administration des processus joue un rôle clé dans l'optimisation des achats de matériel et de la gestion des stocks.

Thèse n° 5:

intensification du stockage aux stades de production en amont à moindre valeur ajoutée

La tendance qui consiste à déplacer la fonction de stockage des secteurs de la vente vers ceux de l'acquisition ou de la livraison est imputable, d'une part, au pouvoir de marché et, d'autre part, à l'analyse des coûts: aux stades de production en amont, la valeur des stocks est moins élevée qu'après la transformation de ceux-ci, ce qui signifie une moindre immobilisation du capital. Cette tendance a surtout été observée dans les entreprises qui sont intégrées dans une chaîne logistique fixe. Dans cette configuration, on opère en outre avec des contrats-cadres (la plupart du temps sur une base annuelle), qui engagent les sous-traitants à fournir, départ entrepôt, un certain volume de production dont le client peut disposer sur demande en fonction de son flux de commande. Les produits semi-finis ou intermédiaires sont stockés soit chez le fournisseur – le client dispose d'une réservation de marchandises en stock – soit chez le client, sous la forme d'un stock en consignation. Dans les deux cas, le stockage fait l'objet d'un pré-financement par le fournisseur. Ce système permet au sous-traitant d'optimiser la planification de sa production et, par exemple, de fabriquer des lots plus importants, ce qui se traduit par une flexibilité de production accrue. La plupart du temps, le fournisseur ne se contente pas d'effectuer la livraison à son client, mais il lui propose également une panoplie complète de systèmes informatisés de gestion des marchandises et de prestations logistiques. Du point de vue des partenaires qui participent à la chaîne logistique, il est possible d'optimiser les stocks et de réduire les variations de stocks.

Thèse n° 6:

raccourcissement des cycles de vie des produits et augmentation tendancielle des stocks

L'accélération de la cadence d'innovation des entreprises, c'est-à-dire l'augmentation de la fréquence à laquelle de nouveaux produits sont conçus, entraîne une hausse tendancielle des stocks (stocks achetés). Cela se vérifie surtout durant la phase de lancement des nouveautés, lorsque celles-ci remplacent au fur et à mesure les anciennes générations de produits. En outre, les stocks de pièces détachées destinées aux catégories d'articles assorties de certaines durées de garantie aug-

mentent. Ensuite, la tendance qui consiste à offrir des prestations de services en plus des produits favorise la constitution de stocks de pièces détachées, surtout dans l'industrie des biens d'équipement. Des services garantis sur de longues périodes ainsi qu'une disponibilité élevée des pièces détachées sont devenus des facteurs concurrentiels décisifs pour les fournisseurs eu égard à l'internationalisation des activités d'une part et aux délais de livraison réduits d'autre part.

Thèse n° 7:

constitution de grands stocks centralisés favorisée par le marché unique de l'UE

Au cours des dernières années, certaines entreprises opérant à l'échelle internationale ont réduit leurs stocks régionaux à un seuil de sécurité minimal et transféré la gestion du gros des produits finis à un entrepôt centralisé approvisionnant plusieurs pays européens. La réduction des frais de stockage et la diminution des stocks des entreprises, qui résultent de l'entrepôt centralisé, représentent un potentiel d'économie substantiel. Avec la centralisation des stocks, les frais de transport peuvent en outre être optimisés, notamment grâce à une meilleure utilisation des capacités des camions. D'après les entrepreneurs, la création du marché unique européen où les livraisons d'un pays à l'autre occasionnent des frais de transaction moindres (dédouanement, etc.) a joué un rôle décisif dans la réussite du modèle de stockage centralisé.

Thèse n° 8:

externalisation controversée

Depuis le début des années nonante, aucune tendance à la baisse des quotes-parts de valeur ajoutée n'a été observée au niveau de l'économie en général à la suite d'une forte progression de l'importation de produits intermédiaires. Selon une enquête menée par le SECO en 2007, ce constat vaut tant pour l'économie dans son ensemble que pour l'industrie et ses branches.

Les entrepreneurs interrogés ont des expériences très variées en matière d'externalisation – en Suisse ou à l'étranger – d'étapes de production entières ainsi que du stockage et de la gestion des stocks. De même, ils portent des appréciations très contrastées sur cette pratique. La stratégie d'externalisation dépend en grande partie de la philosophie d'entreprise adoptée par la direction. Les entreprises qui se sont penchées sur la question de l'externalisation et qui ont déjà réduit leur degré

d'intégration verticale s'efforcent généralement de transférer la fonction de stockage vers leurs fournisseurs. Si ce transfert leur permet de réduire – voire d'éliminer – leurs stocks achetés, il n'en demeure pas moins qu'elles doivent constituer des stocks de sécurité et des stocks tampons dont le volume dépend des délais de réapprovisionnement.

Thèse n° 9:

variations de stocks difficiles à évaluer

La stratégie de la production (presque) sans stocks, appliquée dans quelques entreprises, relève certainement davantage de l'idéal que de la réalité. Bien que les entreprises soient convaincues que les fluctuations de leurs stocks se sont réduites au fil du temps, elles se montrent plus réservées en ce qui concerne la quantification de ce phénomène. Les entrepreneurs, par exemple, sont d'avis que l'utilisation de systèmes TIC plus évolués permettrait de réduire les stocks et leurs variations jusqu'à un certain degré. Cela présuppose toutefois que les partenaires de la chaîne logistique échangent des données sensibles concernant les entreprises et les clients.

Les experts interrogés considèrent qu'il est difficile de faire des généralisations concernant la volatilité des stocks et l'évolution de ceux-ci dans le temps. Il y a certes des innovations sur le plan organisationnel et technologique qui, de l'avis des entrepreneurs, révèlent une tendance à l'atténuation des fluctuations de stocks. Les experts supposent cependant que le passage de la production en flux poussé à la production orientée vers le client tend à augmenter la fréquence des fluctuations de stocks et à réduire leur amplitude. Sous l'effet de marchés compétitifs, la demande fluctue elle aussi, ce qui se traduit par des rythmes de commande plus fébriles. Les prévisions de vente ont ainsi tendance à jouer un rôle moins important qu'avant ou se réfèrent à un horizon temporel relativement restreint. Quant aux outils informatiques, ils ne peuvent pas non plus réduire considérablement les facteurs incontrôlables dans le comportement d'achat de l'ensemble de la clientèle.

Devant la réduction sensible des temps de réaction des entrepreneurs (notamment grâce aux outils informatiques et aux nouvelles techniques de gestion) et la flexibilisation de l'appareil de production (coûts fixes plus faibles), la capacité d'absorption des fluctuations de commandes a augmenté. Eu égard à la tendance qui consiste à déplacer le stockage vers le stade de production caractérisé par

le niveau de transformation le plus faible, les experts estiment que ce nouveau modèle de fluctuation s'applique davantage aux stocks achetés – qu'ils se trouvent dans les entreprises mêmes ou chez leurs sous-traitants – qu'aux en-cours de fabrication et aux stocks de produits finis.

Thèse n° 10:

vulnérabilité des systèmes de production et de livraison intégrés

La mondialisation des marchés et l'internationalisation de la production, dictées par des avantages de coûts comparatifs, ont conduit, dans les entreprises, à une fragmentation des chaînes de valeur ajoutée qui ont été réorganisées et recomposées au moyen de partenariats. Ces avancées d'ordre technologique et organisationnel entraînent généralement une réduction des stocks achetés et des stocks produits au niveau des entreprises individuelles.

Les entrepreneurs sont en revanche conscients du fait que cette situation a renforcé les liens de dépendance entre les acteurs de la chaîne de valeur ajoutée et que la fiabilité de livraison et l'assurance de la qualité sont devenues des facteurs critiques. Les chaînes logistiques globales, qui impliquent de grandes distances, dépassent les frontières et lient différentes cultures, sont plus vulnérables et sont extrêmement sensibles aux changements tels que l'augmentation des coûts d'approvisionnement et de transport. La philosophie d'allègement des processus qui sous-tend la logique industrielle peut en outre entraver la capacité des entreprises à absorber des chocs dans la mesure où les portefeuilles de fournisseurs ont été fortement réduits par rapport au passé. Les difficultés d'approvisionnement sur les marchés peuvent ainsi avoir des effets particulièrement rapides et marqués. Dans le secteur des matières premières, par exemple, les entreprises ont été contraintes ces derniers temps à accroître massivement leurs stocks achetés par des acquisitions anticipées, c'est-à-dire «spéculatives», ce qui entraîne une tendance à l'augmentation des risques stratégiques des entreprises.

4 Conclusion

D'un point de vue structurel, le rapport analyse l'influence des nouveaux procédés de production industriels sur l'évolution des stocks et atteste la réduction, parfois conséquente, du ratio stocks/ventes. De plus, il a permis dans certains cas de démontrer que la centralisation du stockage dans l'industrie et le commerce contribue considérablement à la réduction des stocks. Le marché unique européen a favorisé la tendance à la réduction des stocks régionaux au profit de stocks centralisés. Les entrepreneurs comme les experts estiment que le potentiel de réduction des stocks n'est pas encore totalement exploité. L'enquête a révélé que les coûts du capital pour l'actif circulant ont une influence sur la politique de stockage des entreprises. Le niveau des taux d'intérêt conjugué aux contraintes de rationalisation a probablement joué, comme d'autres facteurs, un certain rôle dans l'optimisation des stocks observée durant la période de stagnation économique des années nonante.

En ce qui concerne les fluctuations de stocks mises en relation avec les procédés de production modernes et avec l'interdépendance des entreprises de la chaîne de valeur ajoutée, les résultats du rapport sont hétérogènes et flous. Les réponses enregistrées ont essentiellement un caractère de supposition ou de tendance. Ces éléments de réponse permettent de conclure que la production orientée vers le client et l'accélération des rythmes de commande devraient à l'avenir faire augmenter la fréquence des fluctuations de stocks et diminuer leur ampleur.

Parallèlement à la spécialisation de l'économie, on observe une tendance au renforcement de l'interdépendance des maillons de la chaîne de valeur ajoutée. Par conséquent, les goulets d'étranglement constatés dans certains secteurs du flux de matières et de marchandises peuvent avoir un impact très rapide et important, augmentant les risques stratégiques des entreprises. Une telle situation peut avoir pour conséquence de compliquer ou de renchérir le financement bancaire, notamment au niveau des PME.

Bibliographie

Black, I. G. et M. Peters: Why are UK manufacturing inventory-output ratios falling? in: *International Journal of Production Economics* 35 (1994), p. 1–9.

Fein, A. J.: The myth of decline: Assessing time trends in U.S. inventory-sales ratios, in: *Discussion Papers; Center for Economic Studies* 04–18, Bureau of the Census, Washington DC, octobre 2004.

Irvine, F. O.: Trend breaks in US inventory to sales ratios, in: *International Journal of Production Economics* 93–94 (2005), p. 13–23.

Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO): Outsourcing, structure de la production et quote-part de valeur ajoutée, in: *Tendances conjoncturelles*, été (juillet) 2007, p. 35–44.

Tichy, G.: *Konjunktur. Stilisierte Fakten, Theorie, Prognose*, 2^e édition, Springer-Verlag, Berlin/Heidelberg, 1994.

Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices

**Katrin Assenmacher-Wesche
et Stefan Gerlach
Working Paper 2008-16**

D'aucuns estiment que les banques centrales devraient utiliser la politique monétaire pour prévenir les bulles de prix d'actifs. Pour savoir si un tel avis est judicieux, on peut comparer les effets de la politique monétaire sur les prix des actifs à ceux qu'elle a sur l'inflation et l'emploi. Dans le présent document, les auteurs étudient la façon dont les prix de l'immobilier et ceux des actions, l'inflation et l'emploi dans 17 pays réagissent aux chocs de politique monétaire. Sur une période couvrant les années 1986 à 2006, ils font, au moyen de modèles autorégressifs vectoriels (VAR), des estimations par pays et pour un panel de pays, ceux-ci étant répartis en groupes en fonction de leur système financier. Il ressort de cette étude que l'impact de la politique monétaire n'est que trois fois plus élevé sur les prix des actifs que sur le PIB. Le fait d'utiliser la politique monétaire pour atténuer les fluctuations des prix des actifs a donc des conséquences considérables sur l'emploi. Bien que la structure financière influence les effets de la politique monétaire sur les prix des actifs, son importance paraît par contre limitée.

On reputation: a microfoundation of contract enforcement and price rigidity

**Ernst Fehr, Martin Brown
et Christian Zehnder
Working Paper 2008-17**

De nombreux marchés du travail, du crédit et des biens sont confrontés à de sérieux problèmes d'aléa moral. Souvent, il est difficile pour les employeurs de juger si leurs employés ont effectué leur travail selon les normes requises; les banques ne sont pas en mesure de déterminer si les motifs invoqués par les emprunteurs en cas de retard de paiement reflètent ou non la vérité; et les consommateurs ne peuvent pas savoir à l'avance si les marchandises qu'ils achètent ont réellement la qualité promise par les producteurs. Les incitations en matière de réputation jouent vraisemblablement un rôle important dans la prévention des comportements opportunistes de la part des employés, des emprunteurs ou des producteurs sur ces marchés. Cependant, les preuves tangibles sont rares. Par ailleurs, les préférences sociales permettent de limiter l'aléa moral sur ces marchés, même si les acteurs économiques n'effectuent pas de transactions régulières.

Le présent document analyse de manière empirique les effets des incitations en termes de réputation sur l'exécution des contrats, la distribution des gains issus du négoce et la structure des interactions entre partenaires contractuels dans des environnements concurrentiels présentant de sérieux problèmes d'aléa moral. Il en ressort que la réputation amplifie considérablement les effets positifs des préférences sociales sur l'efficacité du marché. La formation d'une réputation modifie sensiblement la structure des échanges sur le marché; les relations bilatérales régulières y sont bien plus courantes, car la formation d'une réputation pré suppose des interactions répétées. Il est néanmoins surprenant de constater que cette fréquence des relations bilatérales n'ébranle pas la pression concurrentielle: les prix ne se montrent pas plus rigides face aux changements au niveau de l'offre ou de la demande.

The effect of low-wage import competition on US inflationary pressure

Raphael Auer et
Andreas M. Fischer
Working Paper 2008-18

Contrairement à ce que les consommateurs constatent tous les jours dans des magasins tels que Wal-Mart, Toys"R"Us ou Best Buy, la littérature spécialisée fournit étonnamment peu d'indications selon lesquelles le commerce avec la Chine et d'autres pays pauvres en voie d'industrialisation exerce un impact sur les prix dans le reste du monde. Le présent Working Paper développe une nouvelle méthode destinée à évaluer les effets de la concurrence en matière d'importations provenant de pays à bas coûts salariaux sur les prix à la production aux Etats-Unis. Tout d'abord, les auteurs montrent que la croissance des pays à bas coûts salariaux entraîne une augmentation de leurs exportations vers les Etats-Unis, notamment dans les secteurs à forte intensité en main-d'œuvre. Ensuite, ils établissent que la composante temporaire et relative des importations découlant de l'intensité de la main-d'œuvre et de la croissance de la production est, dans les pays à bas coûts salariaux, orthogonale aux chocs d'offre et de demande des Etats-Unis. Elle peut donc être utilisée dans l'identification de l'impact sur les prix de la concurrence en matière d'importations. Dans un panel couvrant 325 branches industrielles sur une période allant de 1997 à 2006, les auteurs observent que les importations en provenance des pays à bas coûts salariaux vont de pair avec une forte pression à la baisse sur les prix américains. Lorsqu'un pays de ce type augmente sa part de marché de 1% aux Etats-Unis, les prix à la production baissent de 3,1%, ce qui s'explique en grande partie par une hausse de 2,4% de la productivité de la main-d'œuvre et une baisse de 0,4% de la marge. Globalement, la concurrence au niveau des importations en provenance des pays entrant dans la présente étude a eu pour conséquence un recul de l'inflation (mesurée au moyen de l'IPC) dans l'industrie manufacturière américaine d'environ deux points par an. Ce Working Paper en conclut que la mondialisation a effectivement eu un impact important sur la productivité et les prix relatifs aux Etats-Unis.

Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders

Christian Beer, Steven Ongena
et Marcel Peter
Working Paper 2008-19

Le fait que les ménages contractent des emprunts en monnaie étrangère est pratique courante en Autriche. Selon une enquête sur la fortune réalisée en 2004 auprès de 2556 ménages autrichiens, 12% de ces ménages ont recours à un emprunt hypothécaire libellé en francs suisses ou en yens japonais. Pourtant, malgré l'importance de ce genre d'«opérations de portage» (*carry trades*) conclues par les ménages, leur nature singulière et les inquiétudes relatives à la stabilité financière qu'elles suscitent actuellement, il y a très peu d'informations sur les ménages impliqués.

Les auteurs du présent Working Paper analysent l'enquête susmentionnée afin de brosser un large tableau des attitudes et des caractéristiques de ces ménages. Pour ce faire, ils emploient des tests monovariés de même que des modèles logit multinomiaux.

Selon l'analyse résultant de l'enquête, les chances qu'un emprunt hypothécaire soit contracté en monnaie étrangère sont plus grandes pour les ménages enclins au risque, aisés et mariés que pour les autres ménages; en outre, les chances qu'un emprunt hypothécaire soit contracté d'une manière générale (c'est-à-dire indépendamment de la dénomination) sont plus grandes pour les ménages à revenu élevé que pour les autres ménages. Ces résultats apaiseront quelque peu les inquiétudes relatives à la stabilité financière pour ce qui est du risque de défaillance des ménages sur les emprunts hypothécaires libellés en monnaie étrangère.

Assouplissement résolu des conditions monétaires

A l'issue de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 12 mars 2009, la Banque nationale suisse a décidé d'assouplir résolument les conditions monétaires. Elle a annoncé son intention de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. A cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité au moyen des pensions de titres et par l'achat de devises et d'obligations en francs suisses de débiteurs privés. La Banque nationale a également annoncé un abaissement de 25 points de base de la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, marge qui passe ainsi à 0,0%–0,75%. Par conséquent, la largeur de la marge de fluctuation du Libor est désormais de 75 points de base, contre 100 points de base précédemment.

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 2009

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