

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Juin

2/2011

29^e année

Contenu

4	Rapport sur la politique monétaire
32	Tendances conjoncturelles
38	Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises
44	Chronique monétaire

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire de juin 2011.

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et informations disponibles jusqu'au 16 juin 2011.

Table des matières

6	Avant-propos
7	1 Prévision d'inflation et décision de politique monétaire
8	La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire
9	2 Conditions-cadres de l'économie mondiale
9	2.1 Marchés financiers et des matières premières
10	2.2 Etats-Unis
11	2.3 Zone euro
12	2.4 Japon
13	2.5 Economies émergentes d'Asie
14	3 Evolution économique en Suisse
14	3.1 Demande globale et production
17	3.2 Marché du travail
18	3.3 Utilisation des capacités de production
19	3.4 Perspectives économiques
20	4 Prix et anticipations inflationnistes
20	4.1 Prix à la consommation
22	4.2 Prix à la production et à l'importation
23	4.3 Prix de l'immobilier
24	4.4 Anticipations inflationnistes
25	5 Evolution monétaire
25	5.1 Mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-mars
26	5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux
27	5.3 Cours de change
28	5.4 Marché des actions
29	5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

Avant-propos

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

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise du 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 en Suisse sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 2 à 5 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en juin 2011. Le chapitre 1 («Prévision d'inflation et décision de politique monétaire») est repris du communiqué de presse qui a été publié à la suite de l'examen de la situation du 16 juin 2011.

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

1 Prédiction d'inflation et décision de politique monétaire

Le 16 juin 2011, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a décidé de maintenir sa politique monétaire expansionniste. La marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs reste donc inchangée à 0%–0,75%, l'objectif étant de garder ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%.

La reprise de la conjoncture se poursuit à l'échelle mondiale, même si les perspectives se sont légèrement assombries ces dernières semaines. Les capacités de production de l'économie suisse sont de mieux en mieux utilisées. Malgré la forte revalorisation du franc, l'économie suisse bénéficie toujours d'une demande internationale robuste. Les marges de l'industrie d'exportation sont toutefois soumises à des pressions croissantes. La Banque nationale continue de tabler, pour 2011, sur une augmentation d'environ 2% du produit intérieur brut réel en Suisse.

Globalement toutefois, les risques d'un ralentissement prédominent toujours. Le problème de la dette dans les pays à la périphérie de la zone euro joue notamment un rôle à cet égard. En outre, du fait de déficits élevés et bien que leur situation économique soit fragile, plusieurs pays se voient contraints de prendre des mesures de consolidation

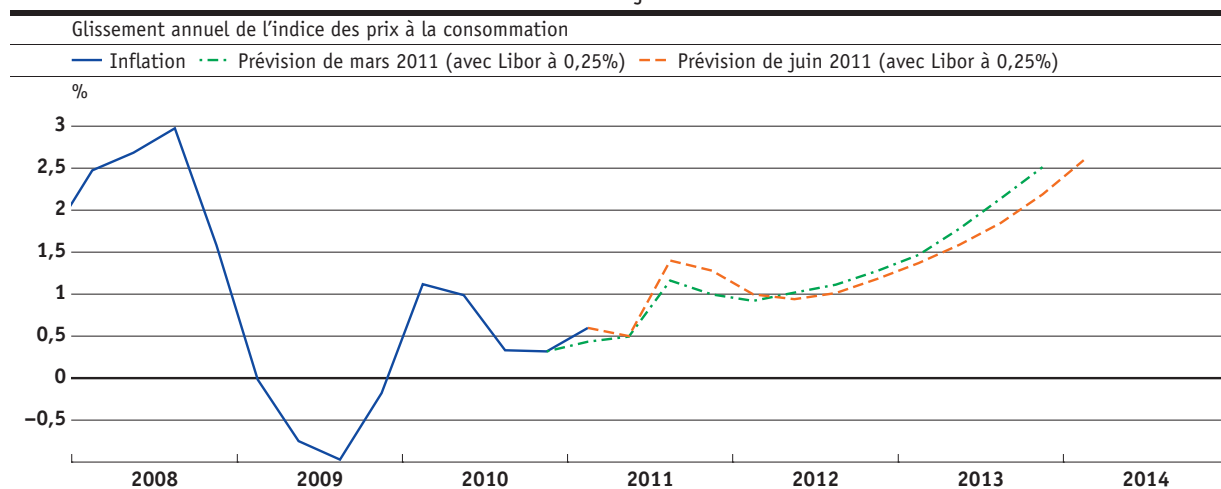
budgétaire. Le renchérissement des matières premières, observé jusqu'ici, pèse sur la croissance de l'économie mondiale et recèle des risques quant à l'évolution de l'inflation dans le monde. En Suisse, les principaux risques restent, d'une part, les répercussions de la fermeté du franc sur l'industrie d'exportation et, d'autre part, la menace de surchauffe dans le secteur immobilier.

Graphique présentant la prédiction d'inflation conditionnelle

La nouvelle prédiction d'inflation conditionnelle est présentée dans le graphique 1.1. Ce dernier indique les perspectives en matière d'inflation pour la période allant du deuxième trimestre 2011 au premier trimestre 2014, dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25% pendant les douze prochains trimestres. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts représente la prédiction d'inflation conditionnelle de l'examen de mars; elle repose elle aussi sur un Libor à trois mois s'élevant à 0,25%.

Jusqu'au début de l'année 2012, la nouvelle prédiction d'inflation conditionnelle s'inscrit au-dessus de celle du trimestre précédent. Elle se fonde, en comparaison trimestrielle, sur l'hypothèse d'une hausse du prix du pétrole et d'une légère augmentation des prix à l'importation. Le net renchérissement au troisième trimestre 2011 s'explique par un effet de base, l'inflation s'étant située à un niveau compa-

Graphique 1.1
Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2011 et de juin 2011



Source: BNS.

rativement bas au trimestre correspondant de 2010. En outre, il y a lieu de s'attendre au troisième trimestre 2011 à un effet statistique dû à l'accroissement de la fréquence des relevés de prix pour l'habillement et les chaussures; cet effet spécial avait aussi été à l'origine de la progression de l'inflation enregistrée au premier trimestre. Etant donné que le récent raffermissement du franc contribue à modérer l'inflation, la nouvelle prévision pour 2012 est inférieure à celle de mars. Vers la fin de la période sur laquelle porte la prévision, l'inflation marque une accélération et dépasse la limite de 2%. Il en ressort

que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans menacer la stabilité des prix à moyen et long terme.

En admettant que le Libor à trois mois soit maintenu constant à 0,25% durant la période sur laquelle porte la prévision, la Banque nationale s'attend à un renchérissement moyen de 0,9% en 2011, de 1% en 2012 et de 1,7% en 2013. En raison des risques mentionnés en introduction, la prévision d'inflation conditionnelle est cependant entachée de grandes incertitudes.

Inflation observée, juin 2011

Tableau 1.1

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	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	2,5	2,7	3,0	1,6	0,0	-0,7	-1,0	-0,2	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6					2,4	-0,5	0,7

Prévisions d'inflation conditionnelles de mars 2011, avec Libor à 0,25%, et de juin 2011, avec Libor à 0,25%

	2011				2012				2013				2014				2011	2012	2013	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Prévision de mars 2011, Libor à 0,25%	0,4	0,5	1,2	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3	1,5	1,8	2,1	2,5						0,8	1,1	2,0
Prévision de juin 2011, Libor à 0,25%		0,5	1,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,2	2,6					0,9	1,0	1,7

Source: BNS.

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

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

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

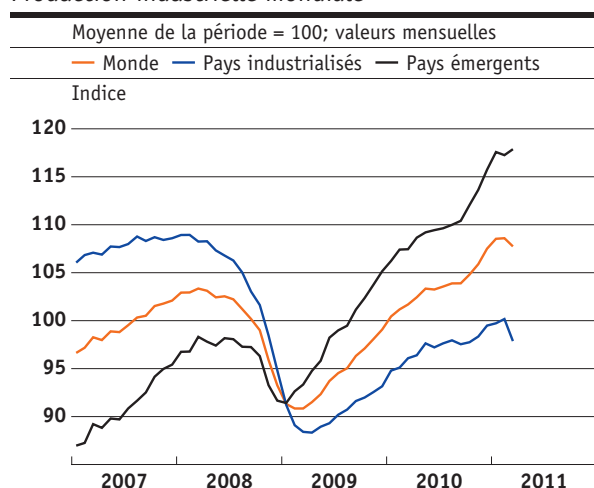
d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Enfin, troisième élément, 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.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance de l'économie s'est poursuivie à l'échelle mondiale durant le premier trimestre, mais avec de grandes disparités d'une région à l'autre. Comme aux trimestres précédents, les économies émergentes ont enregistré les rythmes d'expansion les plus élevés. Dans la zone euro, notamment en Allemagne, la reprise a été soutenue par le dynamisme des exportations et des investissements. Aux Etats-Unis par contre, la hausse des prix de l'énergie a pesé sur le climat général et modéré la croissance. En outre, la persistance de la crise sur le marché immobilier freine le redressement économique. Au Japon, le produit intérieur brut a fortement reculé à la suite de la catastrophe sismique.

La reprise de l'économie mondiale devrait se poursuivre au cours des prochains mois, même si les perspectives pour l'économie internationale sont un peu moins réjouissantes qu'en mars. Aux Etats-Unis en particulier, les plus récents indicateurs de la production et du marché du travail ont été décevants. Au vu de l'augmentation des prix des matières premières et des interruptions de la production au Japon, la Banque nationale a révisé légèrement à la baisse ses prévisions de croissance pour les pays industrialisés en 2011. Par ailleurs, de nombreux pays prévoient des mesures d'austérité supplémentaires pour l'année à venir. De plus, la hausse des prix des matières premières, observée depuis l'automne de l'année dernière, devrait entraîner une nette augmentation de l'inflation mondiale pour 2011.

Graphique 2.1
Production industrielle mondiale

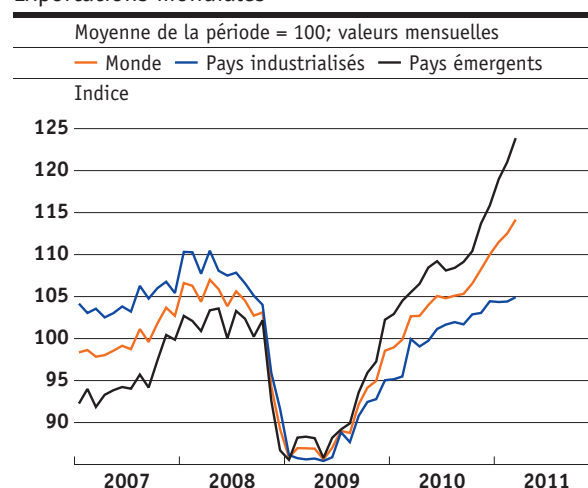


Sources: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et Thomson Financial Datastream.

2.1 Marchés financiers et des matières premières

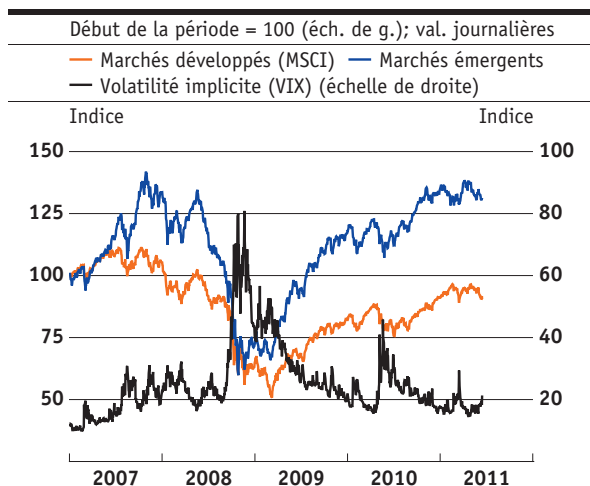
La reprise sur les marchés internationaux des actions a nettement ralenti depuis le début de l'année. Le tremblement de terre au Japon, le problème de la dette dans les pays à la périphérie de la zone euro et les prévisions de croissance plus faibles pèsent sur les cours boursiers. A la mi-juin, ces derniers demeuraient inférieurs à leur niveau d'avant le tremblement de terre. Néanmoins, l'incertitude sur ces marchés, mesurée à l'indice de volatilité (VIX), s'est de nouveau sensiblement résorbée dès la mi-mars (voir graphique 2.3). La faiblesse du dollar des Etats-Unis a persisté sur les marchés des changes. Le cours de l'euro, pondéré par le commerce extérieur, a d'abord continué de se raffermir avant de reculer en mai, lorsque la situation sur les marchés des emprunts d'Etat européens s'est de nouveau durcie (voir graphique 2.4). A cette période, les aides financières accordées par l'Union européenne (UE) et par le Fonds monétaire international (FMI) ont en effet dû être étendues au Portugal, et les débats sur une restructuration de la dette publique grecque ont suscité quelques incertitudes. Les craintes de nombreux consommateurs de matières premières concernant un refroidissement de la conjoncture ainsi que les bonnes perspectives de récoltes devraient avoir contribué à un tassement de la hausse des prix sur les marchés des matières premières (voir graphique 2.5).

Graphique 2.2
Exportations mondiales



Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3
Marchés des actions



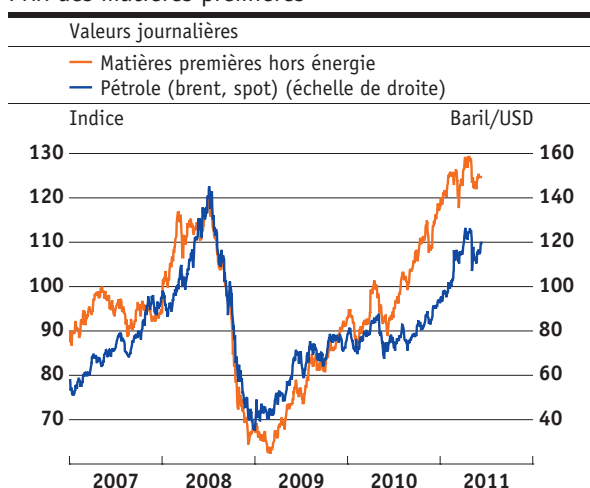
Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.4
Cours de change



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.5
Prix des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Pour ses prévisions, la BNS prend comme hypothèses un prix de 118 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et un cours de 1,42 dollar pour un euro. Le prix du brut est ainsi supérieur de 21 dollars aux hypothèses du mois de mars, tandis que le cours de change reflète une dépréciation du dollar.

2.2 Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance économique s'est poursuivie, mais à un rythme moins soutenu. Le produit intérieur brut (PIB) a progressé de seulement 1,8% au premier trimestre. La forte hausse du prix de l'essence et des facteurs temporaires, tels que les intempéries et les faibles dépenses publiques dans le domaine de la défense, ont pesé sur la croissance.

Selon les indicateurs conjoncturels, la croissance est restée modérée durant le deuxième trimestre. Les perspectives correspondantes se sont légèrement détériorées par rapport au mois de mars en raison de l'augmentation des prix des matières premières, mais l'économie américaine devrait repartir à la hausse plus rapidement au deuxième trimestre. La reprise progressive de l'emploi, l'accès facilité aux crédits et les bons résultats des entreprises, notamment, traduisent une solide dynamique de base de l'économie. L'industrie d'exportation bénéficie également d'un dollar faible. Par contre, la situation toujours tendue sur le marché immobilier freine la croissance, tout comme la hausse des prix des matières premières. Les impulsions découlant de la politique budgétaire diminuent progressivement. De plus, les mesures de consolidation budgétaire actuellement débattues pourraient peser sur la demande intérieure à moyen terme. Dans ce contexte, la BNS a revu à la baisse sa prévision de croissance aux Etats-Unis pour 2011, la portant de 3,2% à 2,7%. Pour 2012, elle s'attend à une croissance de 3,3%.

Aux Etats-Unis, le renchérissement mesuré aux prix à la consommation s'est nettement accru depuis la fin 2010. La forte progression du prix de l'essence a porté le taux de renchérissement annuel à 3,6% en mai. L'inflation sous-jacente est restée modérée, mais elle a aussi légèrement augmenté, s'inscrivant à 1,5%, en raison de la majoration des loyers et du prix des voitures. Les attentes inflationnistes subsistent et elles devraient maintenir, à moyen terme, la pression sur les prix à un faible niveau, d'autant que le chômage demeure élevé.

La banque centrale américaine a poursuivi sa politique monétaire expansionniste et conservé à 0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur. Le second et vaste programme d'achat de titres (QE2), qui prévoit l'acquisition d'obligations du Trésor américain pour un montant de 600 milliards de dollars des Etats-Unis s'achèvera fin juin, comme prévu.

2.3 Zone euro

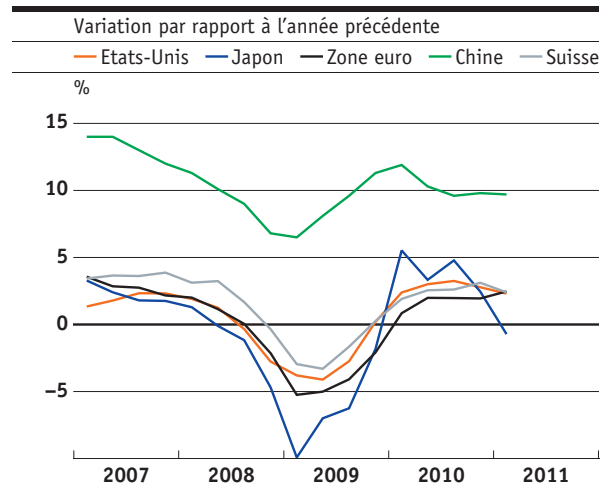
Contrairement aux Etats-Unis, la reprise économique s'est consolidée dans la zone euro. Le PIB a progressé de 3,4% au premier trimestre, après une faible croissance au trimestre précédent en raison notamment des intempéries. La forte demande d'investissement et d'exportation a soutenu la croissance, qui varie toutefois considérablement au sein de la zone euro: le PIB des principaux pays que sont l'Allemagne et la France ainsi que celui des Pays-Bas, de la Belgique et de l'Autriche ont enregistré une expansion plus vive que la moyenne, alors que des pays ayant un important besoin de consolidation budgétaire n'ont affiché que des taux de croissance modestes. Le PIB du Portugal a même reculé par rapport au trimestre précédent.

Les indicateurs avancés laissent présager une croissance un peu moins vigoureuse dans la plupart des pays de la zone euro. Le climat économique s'est détérioré ces derniers mois. Par ailleurs, le recul des entrées de commandes reflète un ralentissement dans l'industrie. La consommation privée demeure fragile, d'autant que le chômage élevé pèse sur l'évolution des revenus des ménages. De plus, le raffermissement de l'euro, conjugué à la hausse des prix du pétrole et à l'augmentation des taux directeurs, brident la croissance. Néanmoins, compte tenu du vif essor connu en début d'année, la BNS a relevé sa prévision pour 2011 de 1,9% à 2,1%. Pour 2012, la croissance prévue devrait en revanche fléchir de 0,4 point pour s'établir à 2%.

Le renchérissement mesuré aux prix à la consommation s'est encore accru et a atteint 2,7% en mai. Cette récente augmentation a été portée par toutes les principales catégories de produits, à l'exception de l'énergie. L'inflation sous-jacente a progressé pour s'inscrire à 1,5%.

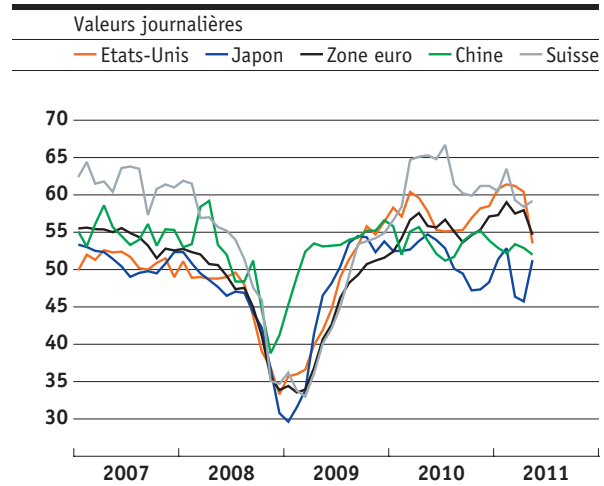
En avril, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé de 25 points de base son taux principal de refinancement, après l'avoir laissé à 1% pendant près de deux ans. Cette décision fait suite à des perspectives accrues de renchérissement. Depuis la fin mars, la BCE n'achetait plus de papiers-valeurs dans le cadre de son programme d'acquisition de titres lancé en mai 2010. Les marchés tablent actuellement sur un nouvel accroissement des taux en juillet.

Graphique 2.6
Produit intérieur brut réel



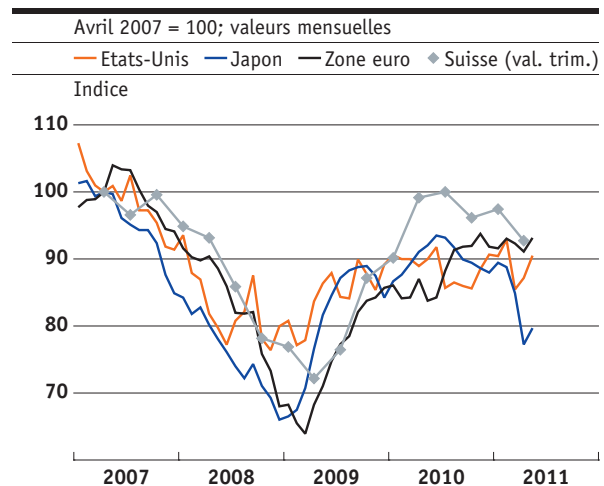
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.7
Indices des directeurs d'achats (industrie)



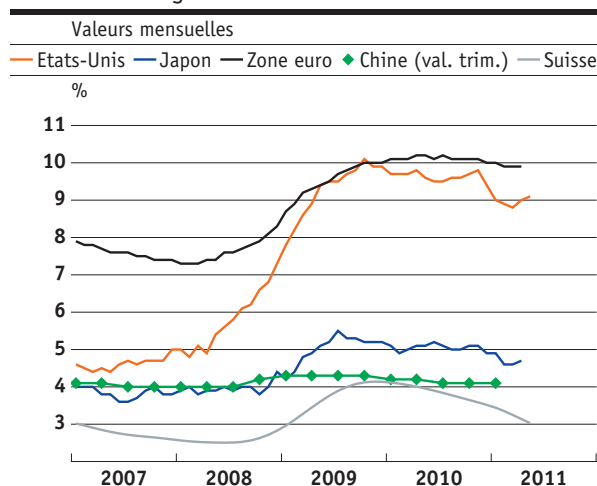
Source: Thomson Financial Datastream (© et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés).

Graphique 2.8
Climat de consommation



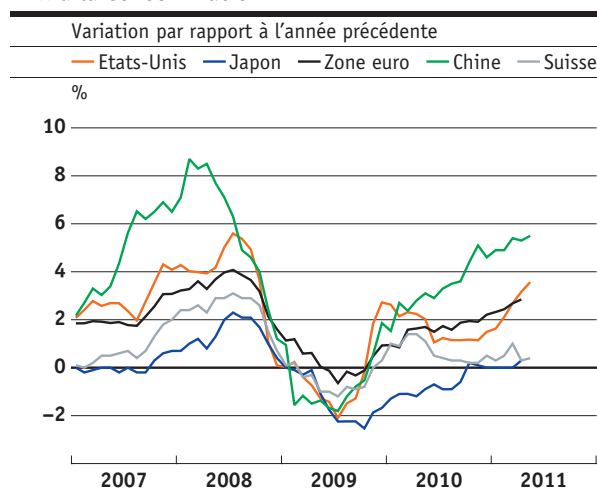
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9
Taux de chômage



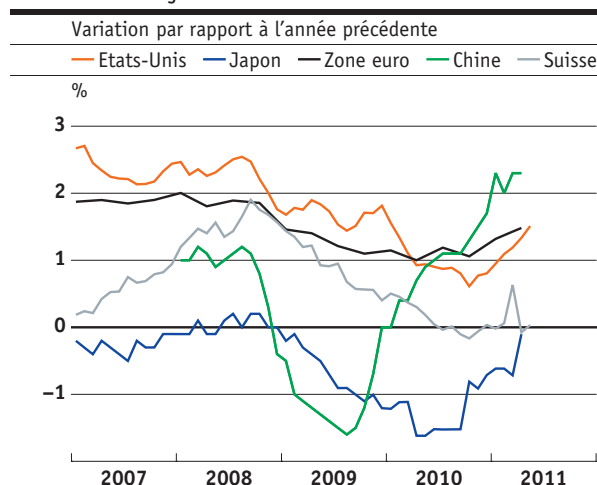
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.10
Prix à la consommation



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

Graphique 2.11
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et Thomson Financial Datastream.

2.4 Japon

Au Japon, les conséquences économiques du tremblement de terre restent incertaines. D'après les premières estimations basées sur les pertes de production, ce serait l'une des catastrophes naturelles les plus coûteuses, dont les répercussions directes se sont traduites, en mars et en avril, par une chute importante et soudaine du climat économique et de l'activité. La production restreinte du fait de la pénurie d'électricité a entraîné une réduction accrue des stocks. Au premier trimestre, le PIB a reculé de 3,5%.

La performance économique devrait atteindre son niveau le plus bas au deuxième trimestre. Les indicateurs industriels laissent penser que le processus de rattrapage a déjà commencé. Le climat économique s'est amélioré, sans toutefois retrouver l'optimisme qui prévalait avant le tremblement de terre. A partir du second semestre, l'activité de reconstruction devrait stimuler les investissements et, partant, l'économie japonaise. Le gouvernement du pays a adopté un premier budget supplémentaire de 4 000 milliards de yens (environ 0,8% du PIB) pour la reconstruction et il en prévoit un second. En raison de la contraction du PIB au premier trimestre et de substantielles révisions des données pour 2010, la BNS a sensiblement adapté sa prévision de croissance pour le Japon. Elle table sur un recul de 0,5% du PIB japonais pour 2011, mais sur une croissance de 3,5% pour 2012.

Au Japon, les prix à la consommation continuent à subir des pressions à la baisse. Le récent renchérissement positif tient principalement à l'augmentation de composantes volatiles.

Outre les mesures prises immédiatement après la catastrophe naturelle, la Banque du Japon a introduit une facilité de crédit spéciale d'un montant de 1 000 milliards de yens pour soutenir les établissements financiers dans les régions en crise. Elle a également augmenté de 500 milliards de yens la facilité existante, destinée à favoriser les projets d'investissements prometteurs. Elle a laissé inchangé à 0%–0,1% son taux de l'argent au jour le jour.

2.5 Economies émergentes d'Asie

Dans les économies émergentes d'Asie, l'essor vigoureux de l'économie s'est poursuivi au premier trimestre. Le PIB de la Chine a progressé de 9,7% par rapport à la même période de l'année précédente (voir graphique 2.6). Les données conjoncturelles renvoient l'image d'une économie à la progression rapide, dans laquelle la demande de consommation privée gagne en importance grâce aux incitations de l'Etat et à l'accroissement des revenus des ménages, et complète les investissements en tant que moteur de la croissance. Au deuxième trimestre, une progression légèrement plus faible se dessine dans l'industrie, selon l'indice des directeurs d'achat (voir graphique 2.7). Ce fléchissement est probablement lié en partie aux événements survenus au Japon. Cependant, les indicateurs relatifs à la demande intérieure et extérieure reflètent, dans l'ensemble, une dynamique économique toujours solide. La BNS table sur une croissance du PIB chinois de l'ordre de 10% pour 2011, après une progression similaire l'année précédente.

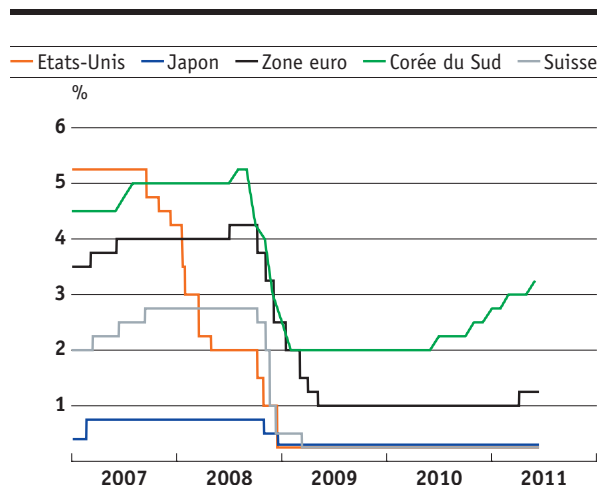
La conjoncture a également conservé son dynamisme en Corée du Sud, à Taïwan, à Hong Kong et à Singapour. Le PIB cumulé de ces quatre économies a ainsi enregistré une croissance à deux chiffres au premier trimestre 2011, après une baisse temporaire de celle-ci sous son potentiel estimé. Elle devrait cependant fléchir sensiblement au deuxième tri-

mestre en raison du tremblement de terre au Japon et de ses conséquences. Les premiers effets négatifs sur l'économie de la région ont été observés dans la production industrielle et les flux commerciaux en avril. La confiance des entreprises est, en revanche, restée bonne. En 2011, la BNS prévoit pour ces quatre économies une croissance relativement similaire à la moyenne des dix dernières années.

Les pressions inflationnistes se renforcent dans la région. En Chine, les prix à la consommation ont augmenté de 5,5% en mai par rapport à l'année précédente, dépassant ainsi clairement la limite supérieure de 4% fixée par le gouvernement pour 2011. Cette hausse est partiellement due aux prix des denrées alimentaires et de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente s'est elle aussi accrue. En Corée du Sud également, l'inflation est supérieure à la marge de fluctuation visée par la banque centrale.

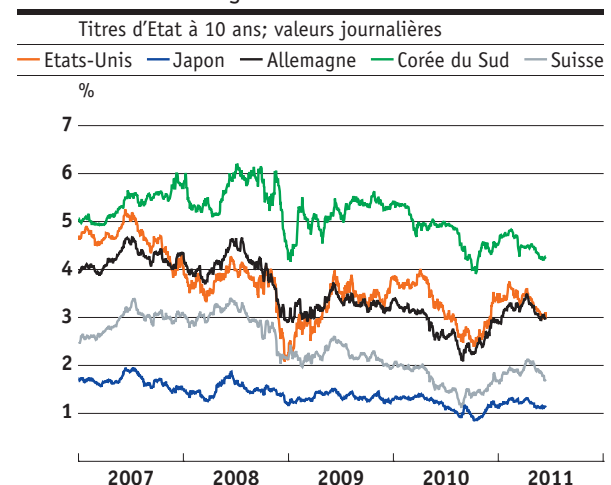
Le processus de normalisation de la politique monétaire se poursuit en Asie. La banque centrale de Chine a renforcé les dispositions régissant les réserves minimales des banques et a continué à relever ses taux directeurs. Elle a également permis une légère appréciation du yuan, en valeur pondérée par le commerce extérieur. Les banques centrales des quatre autres économies asiatiques citées ont elles aussi resserré leur politique monétaire en raison principalement des pressions inflationnistes croissantes et, en particulier, de la progression rapide des prix de l'immobilier.

Graphique 2.12
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.13
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

3 Evolution économique en Suisse

Selon une estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), la progression du produit intérieur brut réel a ralenti en Suisse au premier trimestre. Les raisons principales en sont l'évolution modérée de la consommation privée et des investissements en biens d'équipement et une contribution négative des stocks. Par contre, la demande internationale robuste, provenant en particulier d'Allemagne et d'Asie, a permis aux exportations de s'accroître sensiblement, et ce malgré la fermeté du franc. Très dynamique, la construction a elle aussi soutenu la croissance.

Le taux d'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter et se situe au-dessus de sa moyenne de long terme dans l'industrie manufacturière. Il a même atteint un nouveau pic dans la construction. Par ailleurs, la reprise s'est poursuivie sur le marché du travail. Après avoir enregistré une forte hausse pendant la crise, le chômage partiel s'est replié en grande partie. Le taux de chômage, en données corrigées des variations saisonnières, a reculé pour s'établir à 3% en mai, et les entreprises éprouvent de plus en plus de difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée.

Les entreprises axées sur les exportations subissent une vive concurrence en matière de prix, du fait de la fermeté du franc. Notamment, les marges de l'industrie manufacturière sont en partie soumises à de très fortes pressions. Néanmoins, les derniers résultats de l'enquête menée dans cette

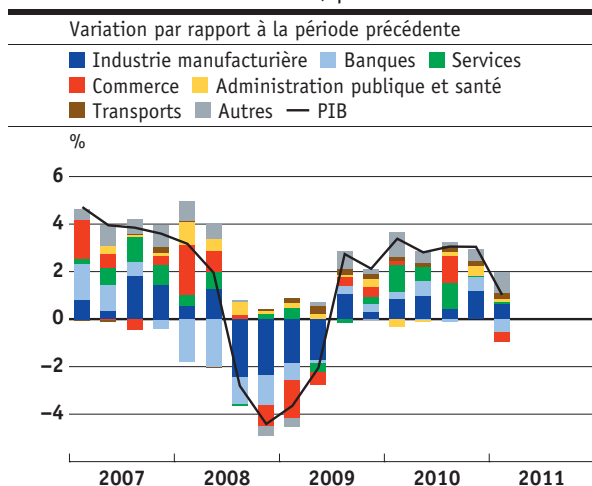
branche indiquent toujours que la demande étrangère robuste permet une bonne utilisation des capacités de production et soutient l'activité d'exportation. Pour la demande intérieure, les perspectives à court terme restent bien orientées. Les investissements en constructions bénéficient de conditions de financement avantageuses, alors que l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production stimulera vraisemblablement les investissements en biens d'équipement. La demande de main-d'œuvre devrait encore se raffermir. La Banque nationale continue de tabler sur une augmentation d'environ 2% du produit intérieur brut réel pour cette année.

3.1 Demande globale et production

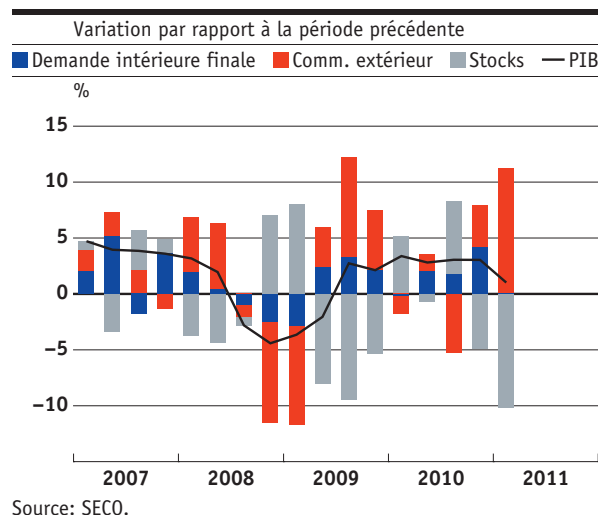
Faible croissance de la création de valeur

D'après les estimations provisoires du SECO, la croissance du PIB a fléchi à 1% au premier trimestre 2011, contre 3% au trimestre précédent. Par rapport au premier trimestre 2010, elle s'est inscrite à 2,4%. Ce ralentissement a donc été plus marqué que ne le laissaient présager de nombreux indicateurs. En ce qui concerne la production, la plupart des secteurs ont perdu de leur vigueur (voir graphique 3.1), le plus touché étant le secteur bancaire, dont la création de valeur a reculé de 7,4%. Celle-ci a également baissé dans le commerce et dans l'hôtellerie et la restauration. En revanche, les assurances, la construction et l'industrie manufacturière ont de nouveau largement contribué à la croissance.

Graphique 3.1
Contributions à la croissance, par secteurs



Graphique 3.2
Demande: contributions à la croissance



Stagnation de la demande intérieure finale

La croissance de la demande intérieure finale a marqué le pas au premier trimestre (voir graphique 3.2 et tableau 3.1, page 15).

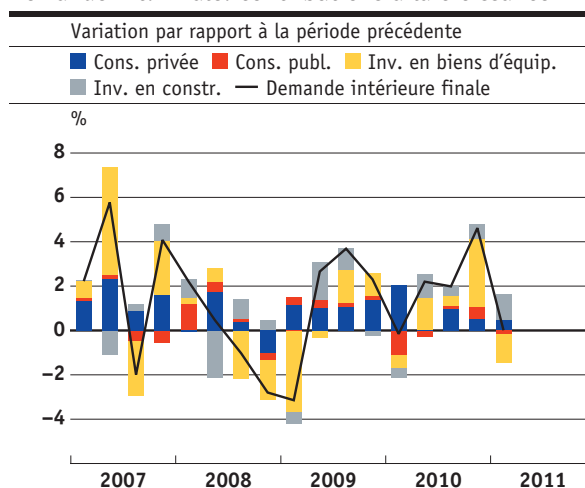
La consommation privée n'a progressé que modérément. De plus, l'enquête trimestrielle du SECO indique que le climat de consommation s'est légèrement dégradé en avril.

Les investissements en biens d'équipement ont diminué de 10,3%, après une croissance exceptionnellement élevée au trimestre précédent. Ils ont toutefois continué de croître fortement en comparaison annuelle. La hausse des investissements en logiciels et en équipements de communication a été particulièrement importante. Par ailleurs, les investissements en machines dépassent nettement leur niveau de la même période en 2010.

Les investissements en constructions ont dépassé leur précédent record, qui datait du milieu des années 1990. D'après les enquêtes de la Société Suisse des Entrepreneurs, les chiffres d'affaires se sont notablement accrus dans le génie civil. La construction de logements, stimulée par la faiblesse des taux d'intérêt et par l'immigration, a poursuivi sa progression robuste. De plus, des températures exceptionnellement clémentes ont soutenu l'activité pendant les mois d'hiver.

Graphique 3.3

Demande int. finale: contributions à la croissance



Source: SECO.

PIB réel et composantes

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

Tableau 3.1

	2007	2008	2009	2010	2009			2010				2011
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Consommation privée	2,3	1,3	1,0	1,7	1,5	1,6	2,1	3,2	0,1	1,5	0,8	0,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	1,7	1,6	-1,6	3,1	1,5	1,6	-8,7	-2,3	1,4	4,6	-1,3
Formation de capital fixe	5,1	0,5	-4,9	4,6	5,7	11,1	3,3	-4,5	11,2	3,8	15,9	-1,0
Construction	-2,3	0,0	3,0	3,3	16,4	9,4	-2,5	-4,0	10,5	3,9	6,1	11,1
Biens d'équipement	11,1	0,8	-10,8	5,7	-2,7	12,6	8,5	-4,9	11,8	3,7	24,7	-10,3
Demande intérieure finale	2,7	1,2	-0,3	2,0	2,7	3,7	2,3	-0,2	2,2	2,0	4,6	0,0
Demande intérieure	1,4	0,2	0,6	0,6	-7,3	-6,6	-1,3	2,1	0,8	11,7	1,4	-11,9
Exportations totales	9,6	3,3	-8,7	9,3	-6,9	33,1	13,1	6,3	16,9	-9,6	5,9	24,7
Marchandises ¹	8,3	2,1	-11,1	9,3	-2,5	19,0	13,4	11,0	4,0	2,3	15,5	12,9
Services	12,8	4,8	-2,0	6,5	-14,2	58,7	21,4	-22,2	54,2	-23,4	-7,6	51,0
Demande globale	4,4	1,4	-3,0	3,8	-7,1	6,3	4,0	3,7	6,8	2,9	3,1	0,9
Importations totales	6,1	0,3	-5,4	6,8	-17,9	15,0	8,3	4,7	16,9	2,5	3,3	0,6
Marchandises ¹	6,7	-1,0	-8,5	9,9	-22,1	23,5	1,6	18,8	17,5	3,7	5,2	2,8
Services	11,2	3,9	8,1	-4,5	5,9	-8,5	30,9	-40,8	30,2	3,2	-16,7	4,3
PIB	3,6	1,9	-1,9	2,6	-2,1	2,7	2,1	3,4	2,8	3,1	3,0	1,0

¹ Marchandises: hors objets de valeur (métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).
Source: SECO.

Contribution importante du commerce extérieur grâce à une forte croissance des exportations

Avec plus de 10 points de pourcentage, le commerce extérieur a fourni une contribution exceptionnelle à la croissance de la demande au premier trimestre. Les exportations de biens et de services ont très fortement progressé, après une hausse modérée au trimestre précédent (voir graphique 3.4). En revanche, les importations n'ont augmenté que modestement.

Encouragée par la solide dynamique industrielle sur le plan mondial, l'expansion des exportations de biens a reposé sur une large assise au premier trimestre. Les exportations de produits chimiques et pharmaceutiques ont certes augmenté moins fortement qu'au trimestre précédent, mais celles de nombreuses autres branches industrielles (machines, métaux, instruments de précision, montres et bijoux) se sont sensiblement accrues. La répartition selon les marchés révèle également une croissance sur un large front. Les exportations vers les pays émergents d'Asie ont poursuivi leur progression soutenue, tandis que les livraisons vers l'Europe, les Etats-Unis et les pays exportateurs de pétrole se sont redressées. Celles vers le Japon ont également enregistré une croissance positive.

Les exportations de services ont massivement augmenté au premier trimestre, après avoir fléchi au

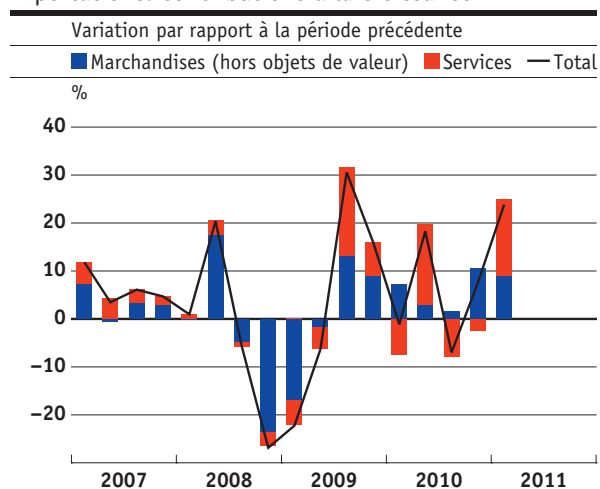
cours des deux trimestres précédents. Dans le secteur du tourisme, les exportations ont encore légèrement diminué, mais celles des autres services, qui comprennent les revenus des activités bancaires transfrontières, les livraisons de services d'assurance à l'étranger ainsi que les recettes nettes issues du commerce de transit, ont très fortement progressé. Ces dernières ont notablement contribué à l'essor considérable des exportations de services en raison des prix plus élevés des matières premières.

Les importations n'ont que faiblement augmenté au premier trimestre. Tant celles de biens que de services ont enregistré des taux de croissance positifs (voir graphique 3.5).

Pour ce qui est des marchandises, les importations de biens de consommation et d'agents énergétiques ont certes fléchi, mais celles des produits en amont, des produits intermédiaires et des biens d'équipement se sont sensiblement accrues. Les achats à l'étranger de machines (notamment pour l'industrie manufacturière), ainsi que celles de véhicules et de biens de construction ont enregistré une hausse notable.

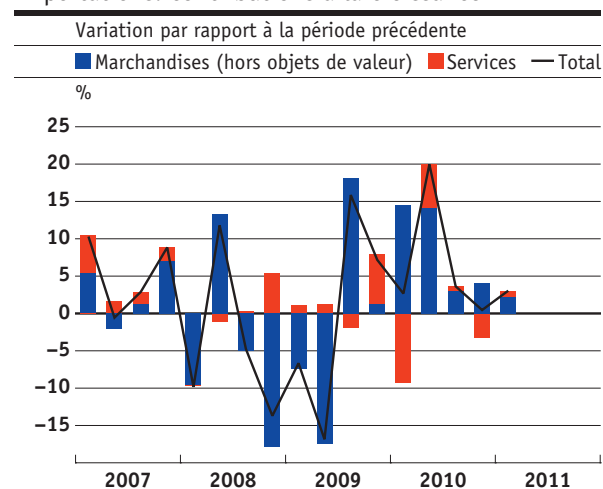
Dans les services, les dépenses de consommation faites à l'étranger par des résidents suisses, qui sont comptabilisées en tant qu'importations dans le secteur du tourisme, et les importations d'autres services (dépenses à l'étranger dans le domaine des licences et brevets, principalement) ont progressé.

Graphique 3.4
Exportations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 3.5
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

3.2 Marché du travail

Hausse de l'emploi

Environ 21 500 nouveaux emplois (données corrigées des variations saisonnières) ont été créés au premier trimestre en Suisse, ce qui représente une croissance de 2,1% (voir graphique 3.6). Celle-ci tient, en particulier, aux postes à temps partiel, dont le nombre a augmenté en raison notamment d'une définition plus large de l'emploi à temps partiel. La croissance de l'emploi à plein temps s'est, par contre, révélée modérée (+0,4%). Eu égard à ces évolutions, la progression du volume des heures de travail effectuées devrait être inférieure à celle du nombre de postes au premier trimestre.

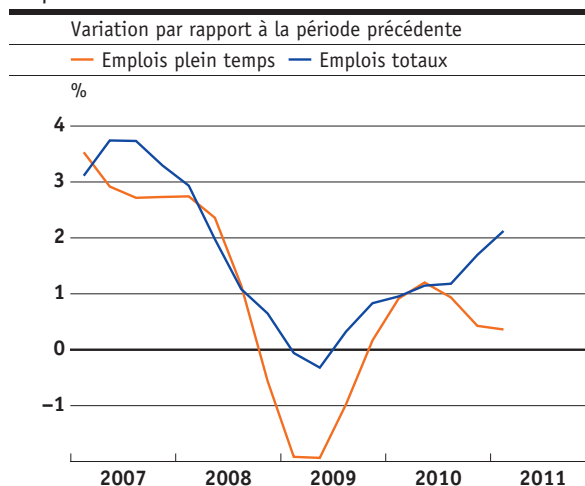
L'accroissement de l'emploi a été particulièrement marqué dans les transports et l'entreposage, dans la santé et l'action sociale et dans les autres services économiques. La croissance de l'emploi est demeurée robuste dans l'industrie manufacturière et dans la construction, même si elle a un peu perdu de sa vigueur.

Net recul du chômage

Le chômage, corrigé des variations saisonnières, a sensiblement reculé entre février et mai. Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a baissé de 13 000 personnes (données corrigées des variations saisonnières), le taux de chômage passant de 3,4% à 3% (voir graphique 3.7). La proportion de demandeurs d'emploi a fléchi de 0,5 point durant la même période, pour s'établir à 4,4%. La bonne situation conjoncturelle et la révision de l'assurance chômage en avril ont contribué à ce recul du chômage.

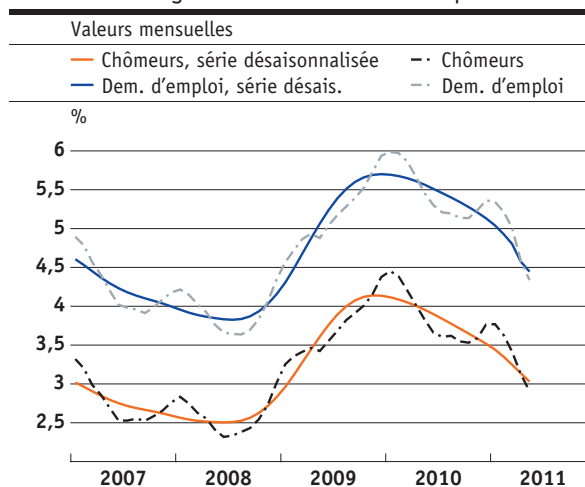
Le chômage partiel a de nouveau fléchi en raison de la reprise conjoncturelle (voir graphique 3.8). En mars, il concernait encore 5 300 personnes, contre 92 300 personnes lors du pic enregistré pendant la récession.

Graphique 3.6
Emploi



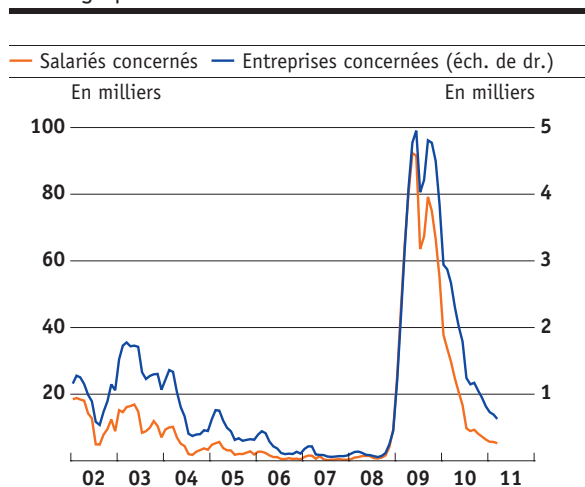
Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

Graphique 3.7
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



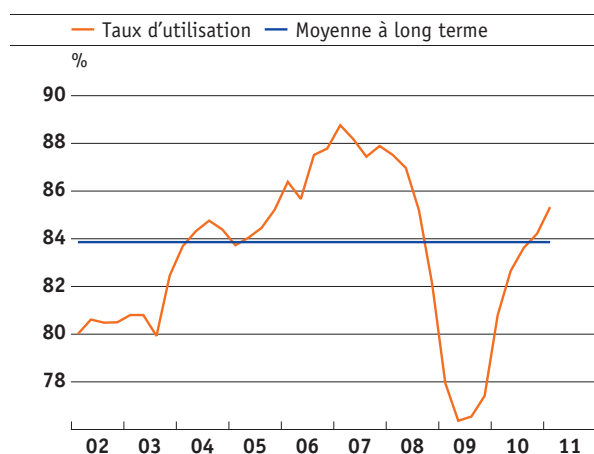
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).
Source: SECO.

Graphique 3.8
Chômage partiel



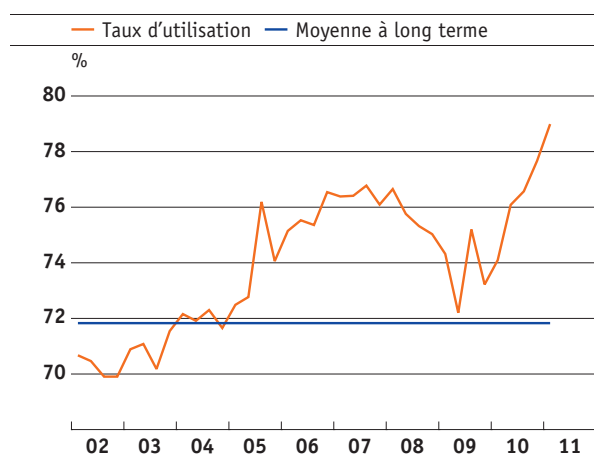
Source: SECO.

Graphique 3.9
Utilisation des capacités dans l'industrie



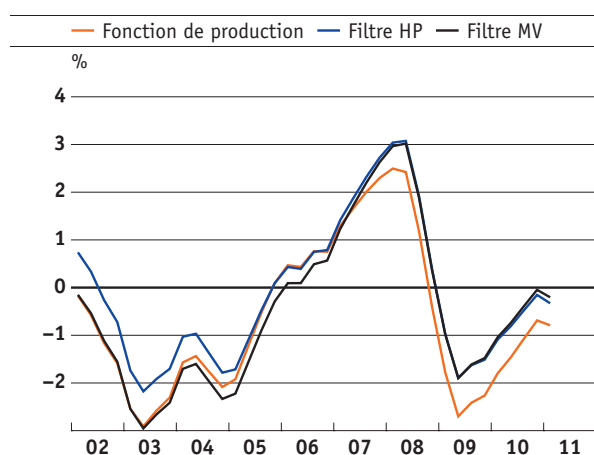
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10
Utilisation des capacités dans la construction



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11
Ecart de production



Source: BNS.

3.3 Utilisation des capacités de production

Meilleure utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques s'est encore accru au premier trimestre. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, il s'établissait à 85,3% dans l'industrie manufacturière, soit à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Le nombre d'entreprises qui déplorent un manque de main-d'œuvre et de capacités techniques se situe également à un niveau élevé.

L'utilisation des capacités de production est exceptionnellement haute dans la construction: le taux d'utilisation des machines a atteint 79% au premier trimestre, établissant ainsi un nouveau record (voir graphique 3.10).

De nombreuses entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ doivent faire face à des capacités insuffisantes en ce qui concerne les machines et les outils.

D'après ce Centre, les entreprises de services présentent une utilisation moyenne des capacités de production. Les sociétés interrogées estiment que l'emploi est actuellement satisfaisant.

Ecart de production presque comblé

L'écart de production, qui correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB et le potentiel de production estimé pour l'ensemble du pays, révèle le degré d'utilisation des facteurs de production d'une économie.

Les estimations du potentiel de production établies avec différentes méthodes indiquent que le PIB était encore légèrement inférieur à ce potentiel au premier trimestre (voir graphique 3.11). Selon la méthode utilisée, l'écart de production s'est établi à -0,8% (fonction de production), à -0,3% (filtre de Hodrick et Prescott) ou à -0,2% (filtre multivarié). L'utilisation des capacités techniques étant bonne au premier trimestre d'après plusieurs enquêtes, l'estimation de l'écart de production établie selon la fonction de production indique que le potentiel de main-d'œuvre n'a pas été entièrement exploité.

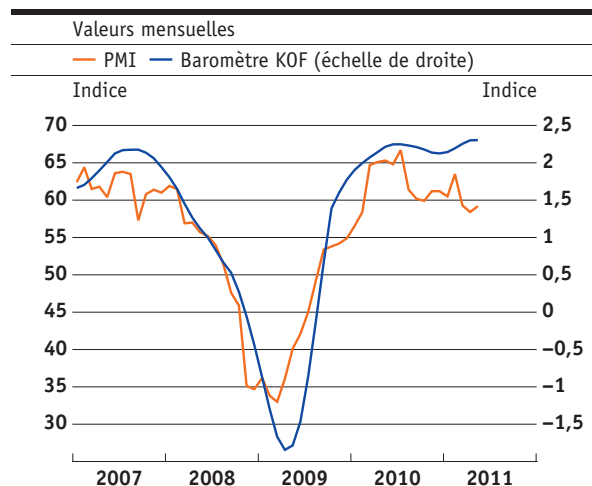
3.4 Perspectives économiques

La BNS estime que la reprise de la conjoncture se poursuivra, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2010. L'évolution positive des exportations au cours des deux derniers trimestres ne doit pas occulter le fait que les entreprises à vocation exportatrice subissent une vive concurrence en matière de prix. Notamment, les marges de l'industrie manufacturière sont en partie soumises à de très fortes pressions. Néanmoins, les résultats de l'enquête menée dans cette branche indiquent toujours que la demande étrangère robuste permet une bonne utilisation des capacités de production et soutient l'activité d'exportation.

Pour la demande intérieure, les perspectives à court terme restent bien orientées. Les investissements en constructions bénéficient de conditions de financement avantageuses, alors que l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production stimulera vraisemblablement les investissements en biens d'équipement. L'évolution positive enregistrée par la demande de main-d'œuvre devrait conduire à un nouveau repli du taux de chômage.

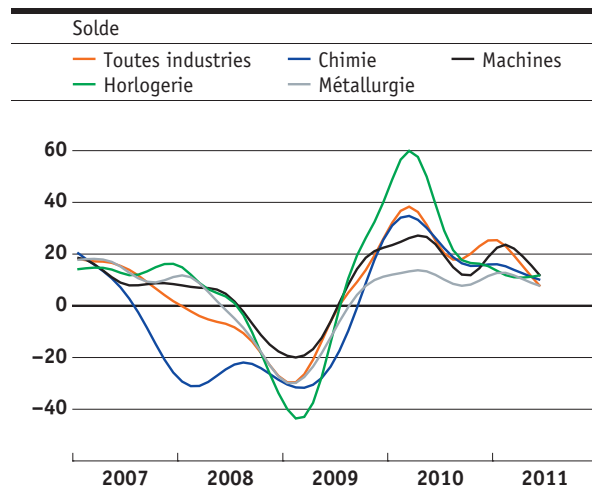
La Banque nationale continue à tabler sur une augmentation d'environ 2% du produit intérieur brut réel pour cette année.

Graphique 3.12
Indicateurs avancés



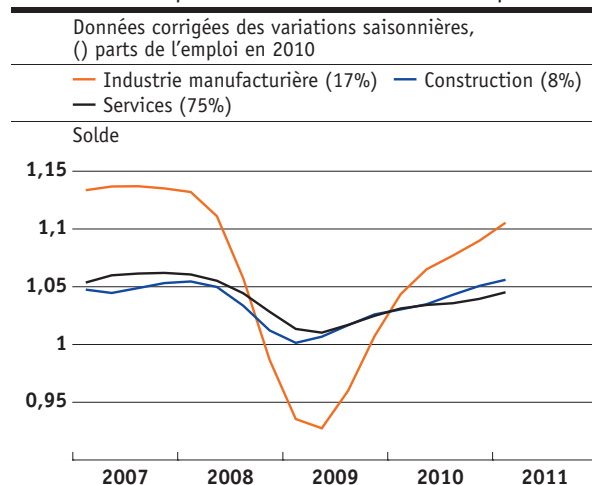
Sources: Credit Suisse et Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

Graphique 3.13
Entrées de commandes attendues



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.14
Indicateur des prévisions d'évolution de l'emploi



Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

4 Prix et anticipations inflationnistes

Au niveau de la consommation, le renchérissement est resté faible ces derniers mois. La hausse passagère du taux d'inflation observée en mars en comparaison annuelle est due essentiellement à un effet extraordinaire qui, lui, résulte du fait que la fréquence des relevés des prix pour l'habillement et les chaussures a été augmentée. Alors que les prix de l'offre globale (prix à la production et à l'importation) ont progressé entre février et mai, le taux d'inflation en comparaison annuelle a fléchi en raison d'un effet de base; à la fin de la période examinée, il était même légèrement négatif. Les résultats de plusieurs enquêtes sur les attentes en matière de prix indiquent que les anticipations inflationnistes des ménages et des entreprises ont quelque peu évolué à la hausse.

4.1 Prix à la consommation

Accélération passagère du renchérissement (IPC) en mars

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) s'est provisoirement établi à 1% en mars, avant de redescendre à peu près au niveau des mois précédents et de s'inscrire à 0,3% en avril et à 0,4% en mai (voir tableau 4.1). Cette accélération marquée en mars résulte du fait que les relevés des prix pour l'habillement et les chaussures sont effectués à une fréquence accrue à la suite d'une décision prise dans le cadre de la révision 2010 de l'IPC. Eu égard à cette adaptation, les prix soldés enregistrés en janvier 2011 ne se répercutent plus sur les données recueillies pour les deux mois consécutifs, comme c'était le cas auparavant. Le taux de renchérissement annuel présente donc un mouvement exceptionnel, car les prix relevés en mars 2011 pour l'habillement et les chaussures sont, de fait, comparés aux prix soldés de janvier 2010. Ce mouvement devrait se répéter au troisième trimestre 2011.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Tableau 4.1

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2010	2010			2011		2011	
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	0,7	1,0	0,3	0,3	0,6	1,0	0,3	0,4
Biens et services du pays	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,5	0,6
Marchandises	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-1,0	-0,9	-1,6	-0,9
Services	0,8	0,9	0,7	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1
Services privés (hors loyers)	0,6	0,7	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8
Loyers	1,1	1,1	0,9	1,2	1,5	1,5	1,5	1,2
Services publics	0,9	0,8	0,7	1,2	2,0	2,0	1,8	1,8
Biens et services de l'étranger	0,9	1,9	-0,1	-0,1	0,5	1,8	-0,5	-0,3
Hors produits pétroliers	-1,3	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3	-0,1	-2,5	-1,8
Produits pétroliers	13,9	21,0	8,6	8,5	10,5	12,3	10,7	7,6

Source: BNS et OFS.

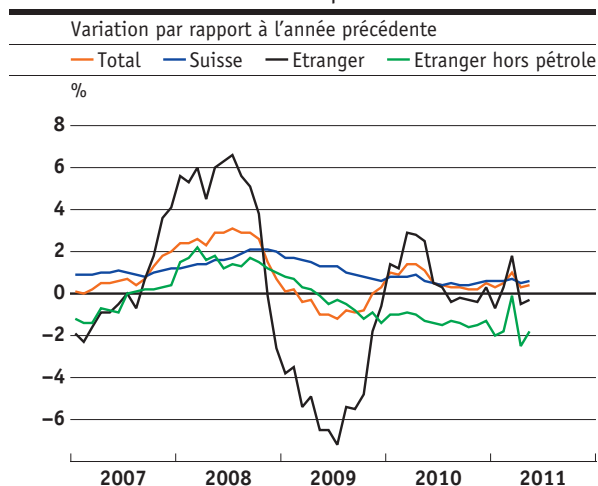
Renchérissement toujours négatif des biens étrangers, hors produits pétroliers

Depuis environ un an, les taux de renchérissement des biens suisses et étrangers sont relativement proches, les prix de ces derniers ayant évolué d'une manière plus constante qu'au cours des années précédentes (voir graphique 4.1). Des différences notables sont toutefois visibles dans ces deux groupes de produits: parmi les biens suisses, le renchérissement annuel des services est clairement positif, alors que le prix des marchandises a diminué pendant la même période (voir graphique 4.2). Quant aux biens étrangers, qui comprennent presque exclusivement des marchandises, les prix du mazout et des carburants ont sensiblement augmenté d'une année à l'autre, tandis que ceux des autres biens ont en moyenne baissé. Le franc fort a atténué la hausse des prix des produits dérivés du pétrole et a notablement contribué au fléchissement des prix des biens étrangers, hors produits pétroliers. En ce qui concerne le renchérissement annuel des produits pétroliers, il était bien plus faible en Suisse que dans les pays voisins, l'écart s'établissant en avril à près de six points.

Inflation sous-jacente modeste

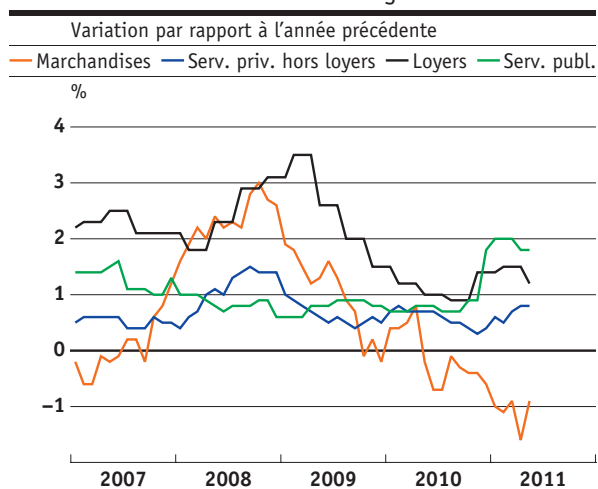
Il est utile d'estimer l'inflation sous-jacente (voir graphique 4.3), car le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent fausser la perception de la tendance de l'inflation. Les taux d'inflation sous-jacente calculés par l'Office fédéral de la statistique (OFS) excluent les mêmes biens du panier-type pour chaque période. L'habillement et les chaussures ne faisant pas partie de ces biens, les taux d'inflation sous-jacente calculés par l'OFS et le renchérissement annuel (IPC) reflètent le mouvement exceptionnel à la hausse observé en mars à la suite de la révision 2010 de l'indice. Les deux taux d'inflation sous-jacente calculés par la BNS, à savoir la moyenne tronquée (TM15) et la *dynamic factor inflation* (DFI), reflètent d'une manière plus adéquate l'évolution de la tendance générale de l'inflation sur cette période. Pour le calcul de la moyenne tronquée, on exclut chaque mois les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations à la hausse (15% des biens) et à la baisse (15% des biens également). Quant à la *dynamic factor inflation*, elle utilise un modèle factoriel dynamique estimé empiriquement, qui tient compte de données sur les prix et d'autres données économiques réelles et nominales. Les deux taux d'inflation sous-jacente indiquent que la tendance générale de l'évolution des prix est restée largement inchangée depuis février dernier. En mai, la moyenne tronquée et la *dynamic factor inflation* s'élevaient respectivement à 0,6% et à 1,1%.

Graphique 4.1
IPC: biens suisses et biens importés



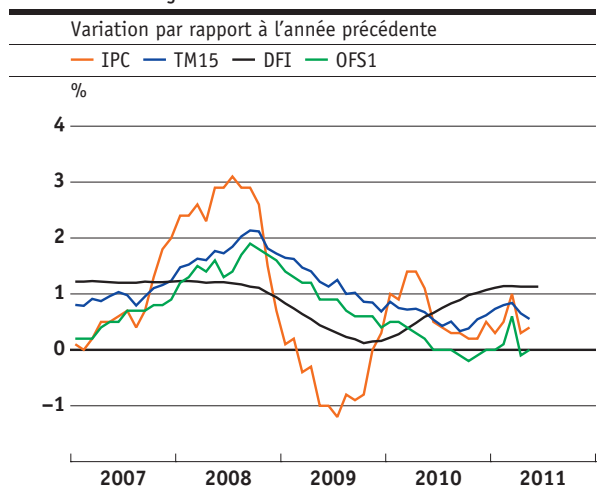
Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3
Inflation sous-jacente



Sources: BNS et OFS.

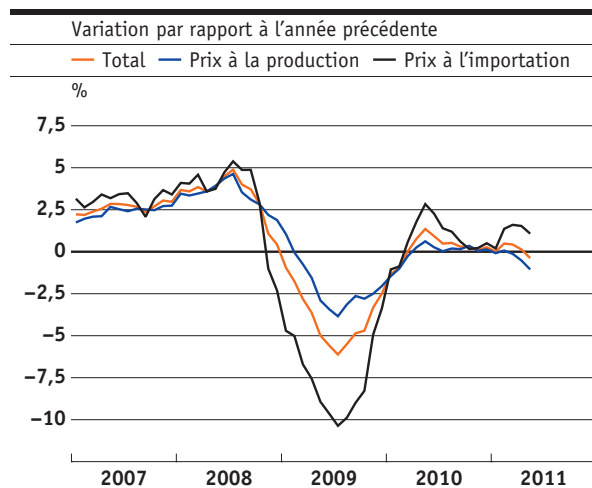
4.2 Prix à la production et à l'importation

Recul des prix du pétrole en mai

Les prix de l'offre globale (prix à la production et à l'importation) ont progressé de 0,5% entre février et mai. Les prix ayant augmenté plus fortement durant la même période de l'année précédente, le taux de renchérissement annuel a baissé de 0,9 point pour s'établir à -0,4% en mai (voir graphique 4.4). Bien que les prix du pétrole aient reculé début mai, les produits énergétiques coûtent toujours beaucoup plus cher qu'au mois de février.

Si l'on exclut les biens dont les prix varient fortement, il apparaît que les prix de l'offre globale ont fléchi de 0,1% depuis février dernier. Le renchérissement annuel correspondant était également négatif en mai (-1,3%). Les prix à la production et à l'importation n'engendrent donc toujours pas de pression inflationniste générale.

Graphique 4.4
Prix de l'offre totale



Source: OFS.

4.3 Prix de l'immobilier

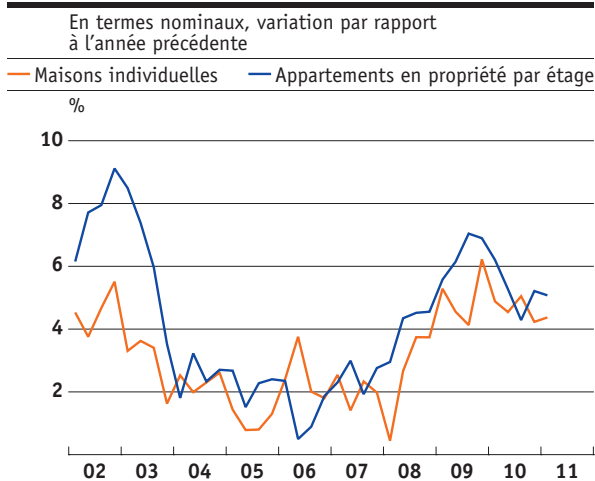
Renchérissement toujours élevé de la propriété du logement

La forte tendance haussière des prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage s'est poursuivie au premier trimestre. Les prix de l'offre étaient supérieurs d'environ 5% à leur niveau de l'année précédente (voir graphique 4.5). Les prix payés ont enregistré une forte progression, en particulier pour les appartements en propriété par étage. Malgré cette expansion marquée, le niveau actuel des prix de l'immobilier reste généralement justifié par les principaux fondamentaux tels que les revenus, la population ou l'activité de construction. A long terme, les prix ne pourront toutefois pas conserver ce rythme de croissance. Plus l'évolution de ces dernières années se prolongera, plus la probabilité d'une correction soudaine et majeure augmentera.

Hausse modeste des loyers

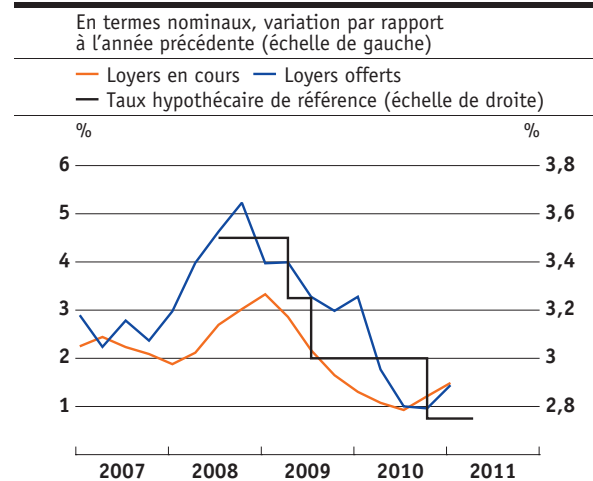
Les prix moyens de la propriété du logement se sont clairement accrus, alors que les loyers n'ont accusé qu'une hausse modeste (voir graphique 4.6). Les loyers des appartements proposés sur le marché se sont renchérissés de 1,4% d'une année à l'autre. La composante loyer de l'indice suisse des prix à la consommation a, elle aussi, connu une faible augmentation. Elle est déterminée par les contrats de bail existants, dont les loyers sont largement liés au taux de référence hypothécaire. Celui-ci a diminué en décembre pour s'établir à 2,75% et est demeuré inchangé depuis.

Graphique 4.5
Prix de l'offre pour des logements en propriété privée



Source: Wüest & Partner.

Graphique 4.6
Loyers des logements et taux d'intérêt de référence



Sources: Office fédéral du logement (OFL), OFS et Wüest & Partner.

4.4 Anticipations inflationnistes

Légère hausse des anticipations inflationnistes

Les enquêtes réalisées sur l'évolution attendue des prix à la consommation indiquent une légère hausse des anticipations inflationnistes dans un contexte caractérisé par une incertitude un peu plus grande.

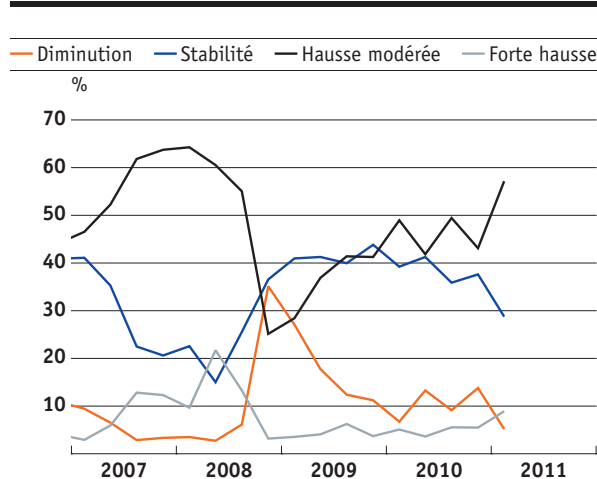
L'enquête trimestrielle du SECO sur le climat de consommation montre que les anticipations inflationnistes des ménages observées en avril avaient augmenté faiblement par rapport à celles enregistrées au mois de janvier (voir graphique 4.7). La part des personnes interrogées qui tablent sur une hausse moyenne des prix dans les douze prochains mois a progressé, de même que celle qui s'attend à une majoration importante des prix. En revanche, la part des personnes escomptant des prix inchangés ou en baisse a diminué.

Le rapport sur le marché financier établi mensuellement par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport) d'après les réponses de quelque 70 experts du marché financier a révélé des anticipations inflationnistes nettement plus élevées en mars et en avril 2011 que lors des mois précédents. En mai, les personnes interrogées ont toutefois légèrement corrigé à la baisse leurs attentes, probablement en raison du recul des prix des matières premières intervenu début mai et de l'aggravation de la crise de la dette en Europe. La moitié de ces personnes tablait sur un accroissement du renchérissement mesuré à l'IPC dans les prochains mois, alors que 40% s'attendaient à des taux de renchérissement inchangés.

Augmentation attendue des prix d'achat et de vente

L'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ réalisée auprès d'entreprises industrielles et du commerce de gros révèle l'évolution escomptée des prix d'achat et de vente pour les trois prochains mois. En avril, les entreprises participantes tablaient majoritairement sur une hausse des prix d'achat et de vente. Concernant ces derniers, on remarque que le commerce de gros escomptait déjà une augmentation depuis plusieurs trimestres, alors que l'industrie n'a adopté cette position que récemment et de manière moins marquée.

Graphique 4.7
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO.

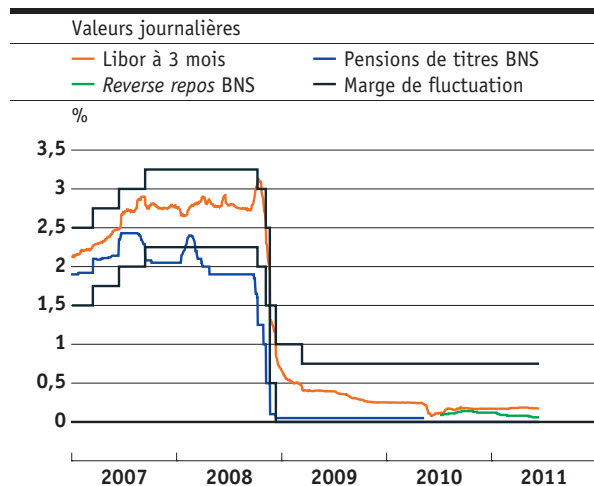
5 Evolution monétaire

Ces derniers mois, les conditions monétaires ont encore été marquées par une antinomie entre des taux d'intérêt bas et un franc qui s'est nettement raffermi. Depuis l'appréciation de la situation économique et monétaire de mi-mars, le Libor à trois mois s'est maintenu dans la zone inférieure de la marge de fluctuation. Les anticipations inflationnistes s'étant légèrement accrues, les taux d'intérêt réels sont restés bas, voire négatifs à court terme. Les taux d'intérêt à long terme ont généralement progressé depuis leur plus bas niveau enregistré en août 2010, mais ils restent toujours faibles.

En termes réels et pondéré par les exportations, le franc a par contre continué de se raffermir au deuxième trimestre, atteignant des sommets historiques. Jusqu'à début mai, le dollar des Etats-Unis, surtout, s'est nettement déprécié face au franc. Par la suite, avec le retour des inquiétudes concernant la stabilité dans la zone euro, la monnaie unique a elle aussi marqué un repli. La Banque nationale est préoccupée par l'évolution des cours de change. Ses prévisions partent de l'hypothèse qu'une accalmie se produira à moyen terme sur les marchés des changes. Si les cours de change devaient de nouveau être soumis à de fortes fluctuations, un réexamen de la prévision d'inflation serait nécessaire.

Depuis la dernière appréciation de la situation, les masses monétaires M2 et M3 ont augmenté à un rythme annuel d'environ 7%. Cette forte croissance s'explique en partie par le niveau actuellement bas des taux d'intérêt. Globalement, l'approvisionnement de l'économie en liquidités est abondant, d'où, à long terme, des risques potentiels pour la stabilité des prix.

Graphique 5.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

Les prêts hypothécaires ont eux aussi continué à progresser vigoureusement. En période de taux d'intérêt bas et de prix immobiliers en forte hausse, une vive expansion des prêts hypothécaires peut recéler des risques pour la stabilité financière. Au vu des risques potentiels pour le secteur financier, la Banque nationale continue de suivre très attentivement la situation sur les marchés hypothécaire et immobilier.

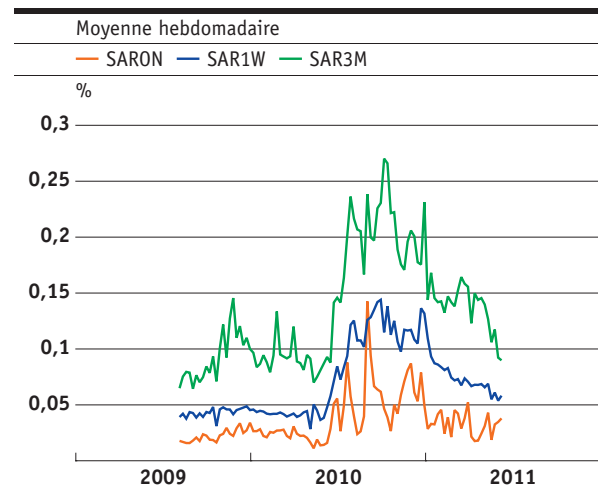
5.1 Mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-mars

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars 2011, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi reconduit à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%.

Au cours des trois derniers mois, la BNS a laissé le Libor autour de 0,18%. En moyenne, les banques en Suisse ont détenu des avoirs en comptes de virement à hauteur de 24 milliards de francs, soit un montant inférieur d'environ 3 milliards à celui de la période précédente (mi-décembre 2010 à mi-mars 2011). La BNS a géré les liquidités sur le marché en francs en recourant, comme précédemment, à des émissions de bons en francs (Bons de la BNS) et à des pensions de titres visant à résorber des liquidités.

Graphique 5.2
Swiss Reference Rates



Source: SIX Swiss Exchange SA.

Volume inchangé des pensions de titres destinées à résorber des liquidités

Entre mi-mars et mi-juin, le volume moyen des pensions de titres visant à résorber des liquidités s'est établi à 25 milliards de francs, ce qui correspond approximativement au niveau observé à la période précédente. Durant les trois mois examinés, la BNS a lancé quotidiennement des appels d'offres pour des pensions de titres dont la durée a été généralement d'une semaine. Le taux d'intérêt appliqué à ces pensions de titres a été ramené de 0,08% à 0,07%, le 10 mai, et de 0,07% à 0,06%, le 23 mai. Les soumissions adressées par les intervenants sur les marchés financiers ont atteint en moyenne 56 milliards de francs. Depuis mi-mars, les attributions effectuées par la BNS ont correspondu, en moyenne, à 9,4% des soumissions reçues.

Diminution du volume des Bons de la BNS

Entre mars et juin, l'encours des Bons de la BNS en francs a diminué de 5 milliards pour s'établir à 111 milliards de francs. La BNS a procédé chaque semaine à deux émissions: l'une à 28 jours et l'autre, en alternance, à 84, 168 ou 336 jours. Les rendements marginaux se sont inscrits entre 0,07% et 0,39%. En moyenne, la BNS a attribué des montants correspondant à 62,5% des soumissions qu'elle avait reçues. La durée résiduelle moyenne de l'encours des Bons de la BNS a augmenté, passant de 74 à 80 jours.

Réserves excédentaires des banques en léger repli

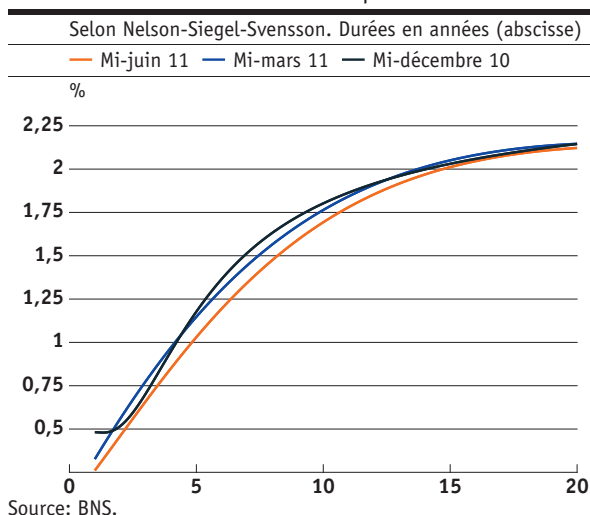
Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 9,8 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 février au 19 mai 2011. Par rapport à la période précédente (du 20 novembre 2010 au 19 février 2011), leur niveau est resté presque inchangé. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 20,2 milliards de francs l'exigence légale (22,6 milliards à la période précédente). Le degré d'accomplissement de l'exigence a ainsi diminué, passant de 331% à 306%.

5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux

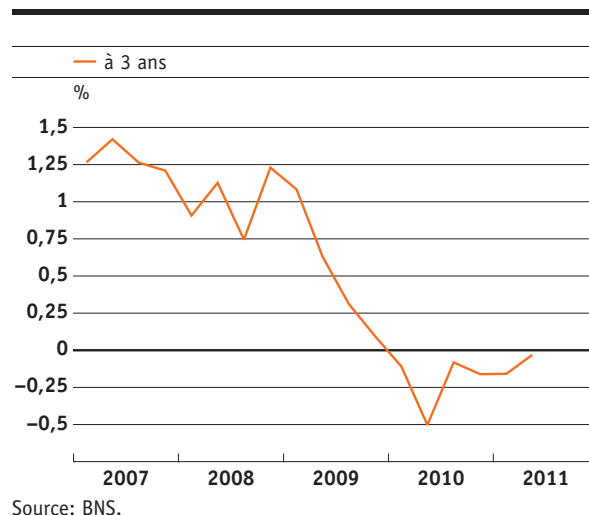
Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

Entre mi-mars et mi-juin, les taux d'intérêt appliqués aux opérations en blanc sur le marché monétaire sont restés largement inchangés (voir graphique 5.1). En revanche, les taux d'intérêt à court terme sur les opérations gagées ont poursuivi le léger mouvement de repli qui s'est amorcé en novembre 2010. La moyenne hebdomadaire du SAR (Swiss Average Rate) à trois mois s'établissait à 0,09% mi-juin, contre 0,16% mi-mars (voir graphique 5.2).

Graphique 5.3
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 5.4
Taux d'intérêt réel estimé



Correction du côté des taux à plus long terme

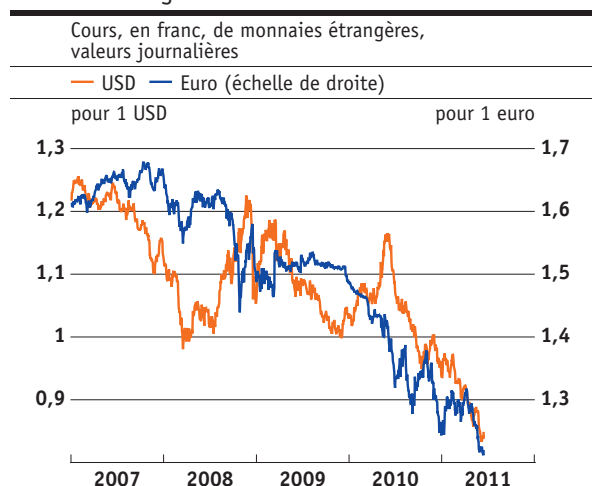
Les taux d'intérêt à moyen et à long terme, qui s'étaient nettement redressés depuis l'été 2010, ont continué à augmenter jusqu'à début avril, puis ont de nouveau fléchi. Ainsi, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse a passé de 1,8% à 2,1% entre mi-mars et début avril; il a par la suite diminué pour s'inscrire à 1,7% mi-juin. Néanmoins, il était toujours nettement supérieur à son niveau le plus bas, qui remonte au mois d'août 2010 (1,1%).

Les rendements des emprunts d'entreprises de premier ordre ont évolué dans le sillage de ceux des emprunts d'Etat. Les primes de risque sur les emprunts d'entreprises de moins bonne qualité ont en revanche diminué, tendance qui a été observée à l'étranger également.

Déplacement vers le bas de la courbe des rendements

Etant donné les fluctuations des taux d'intérêt à court et à long terme, la courbe des rendements a passé, mi-juin, légèrement au-dessous de celle de mi-mars (voir graphique 5.3). De même, l'écart entre le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération et le Libor pour dépôts à trois mois s'est quelque peu réduit. Il était de 1,5 point mi-juin, contre 1,6 point mi-mars et 1,3 point en moyenne historique (moyenne depuis le milieu des années 1990).

Graphique 5.5
Cours de change



Source: BNS.

Effets stimulants des taux d'intérêt réels

Le taux d'intérêt réel à trois ans, qui fait l'objet d'une estimation, reste à un bas niveau et soutient ainsi la demande tant sur le plan de la consommation que sur celui des investissements. Au deuxième trimestre, il s'établissait à 0% (voir graphique 5.4). D'un trimestre à l'autre, il a quelque peu augmenté, étant donné que le taux d'intérêt nominal a marqué une légère hausse et que l'inflation attendue est restée dans une large mesure inchangée. L'inflation attendue est estimée à l'aide de prévisions tirées de divers modèles utilisés par la BNS.

5.3 Cours de change

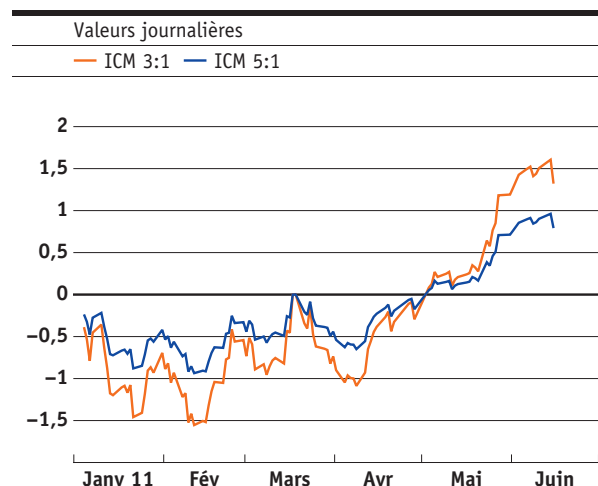
Revalorisation du franc

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-mars, le franc s'est apprécié vis-à-vis aussi bien du dollar des Etats-Unis que de l'euro (voir graphique 5.5). Comme lors de précédentes phases, l'euro est actuellement affaibli par les inquiétudes concernant la stabilité au sein de la zone euro.

Conditions monétaires plus restrictives

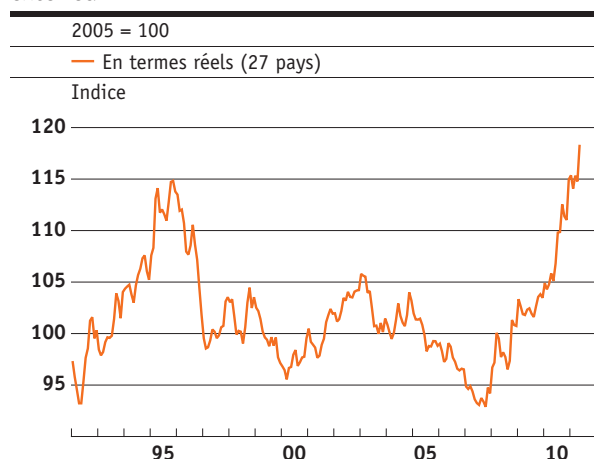
Les conditions monétaires se sont durcies du fait de la fermeté du franc sur les marchés des changes. L'indice des conditions monétaires (ICM) intègre les variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par le commerce extérieur. Il permet ainsi de mesurer les changements intervenus dans les conditions monétaires (voir graphique 5.6). Pour tenir compte des incertitudes liées aux influences

Graphique 5.6
Indice nominal des conditions monétaires



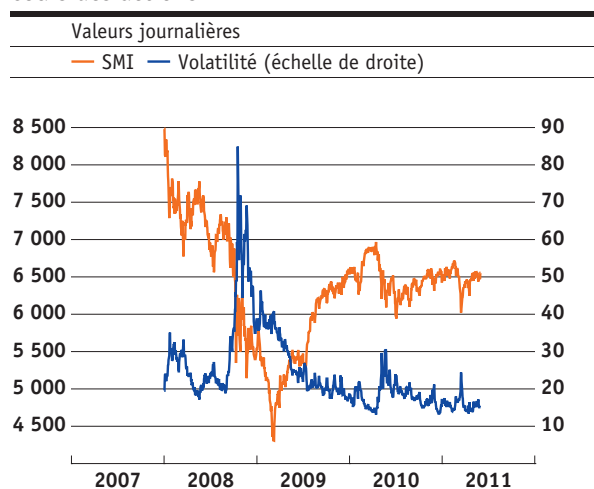
Source: BNS.

Graphique 5.7
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



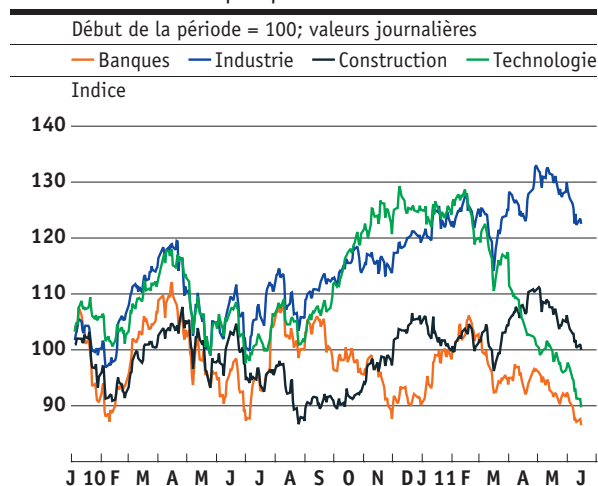
Source: BRI.

Graphique 5.8
Cours des actions



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 5.9
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

relatives des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change, l'ICM est pondéré dans des rapports de 3 pour 1 et de 5 pour 1. Cet indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. Si son niveau est plus élevé, il faut y voir un durcissement des conditions monétaires. Les taux d'intérêt à court terme étant restés inchangés, la hausse de l'ICM est due exclusivement à la revalorisation du franc.

Cours réel du franc à un niveau historiquement élevé

En données réelles et pondérées par le commerce extérieur, la valeur extérieure du franc s'est maintenue à un niveau historiquement élevé (voir graphique 5.7). La situation régnant sur les marchés des changes continue donc à pénaliser fortement les exportateurs suisses. Les cours de change nominaux ayant tendance à compenser les écarts entre les variations des niveaux des prix nationaux, le cours de change réel suit une évolution tendancielle plate, mais avec des fluctuations parfois fortes à moyen terme.

5.4 Marché des actions

Redressement passager des cours en avril et en mai

Les cours des actions suisses entrant dans le SMI se sont redressés et ont ainsi compensé en grande partie, en avril et en mai, la chute qu'ils avaient subie, mi-mars, après le tremblement de terre au Japon. Début juin, toutefois, le SMI a de nouveau fléchi; ainsi, mi-juin, il ne dépassait plus que d'environ 3% seulement son niveau le plus bas de l'année, observé en mars (voir graphique 5.8).

Le redressement des cours, en avril et en mai, est lié à la diminution de l'incertitude sur le marché, incertitude qui peut être mesurée à l'aide des options portant sur des indices d'actions et négociées à des bourses à terme. L'indice de volatilité du SMI montre que la volatilité attendue pour les trente prochains jours avait fortement augmenté après le tremblement de terre au Japon, puis était revenue à son niveau antérieur. Fin mai, l'indice de volatilité du SMI a de nouveau progressé du fait des incertitudes à propos de la dette de plusieurs pays européens. La hausse de l'indice de volatilité a été, une fois encore, liée à un repli des cours des actions.

La ventilation par secteurs des actions entrant dans le SMI montre que les valeurs de l'industrie et de la construction ont enregistré de légers gains de cours entre mi-mars et mi-juin (voir graphique 5.9). Cette évolution s'est déroulée dans un contexte de reprise de la conjoncture gagnant en solidité et de très net essor sur le marché du logement. Les cours des valeurs bancaires ont marqué un léger recul.

5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

Monnaie centrale à un niveau toujours élevé

La monnaie centrale, qui est constituée des billets en circulation et des avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, a continué à évoluer à un niveau bien supérieur à celui d'avant la crise (voir graphique 5.10). En mai, elle était nettement inférieure à son niveau du même mois de l'année précédente, mais très proche de sa moyenne de la période allant de septembre 2010 à mai 2011.

Multiplicateur monétaire à un bas niveau

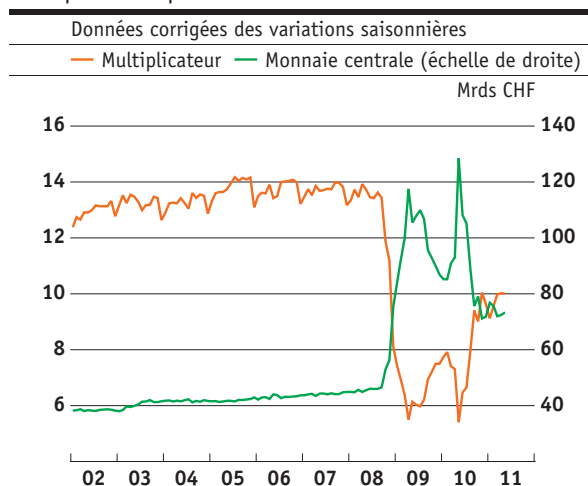
Dans l'évolution du multiplicateur monétaire, soit le rapport entre l'agrégat M3 et la monnaie centrale, les fluctuations de la monnaie centrale jouent un rôle déterminant (voir graphique 5.10). Le multiplicateur monétaire montre dans quelle mesure les banques peuvent multiplier la quantité de monnaie dans le public en accordant des crédits sur la base des disponibilités qu'elles détiennent. Dès le début de la crise financière, les banques ont détenu par précaution davantage de liquidités. Le multiplicateur monétaire a par conséquent fléchi massivement. Les fluctuations se sont largement normalisées après la stabilisation de la monnaie centrale en septembre 2010, mais le multiplicateur est toujours à un niveau nettement inférieur à celui d'avant la crise.

Forte expansion des agrégats monétaires

Depuis l'automne 2008, les agrégats M1, M2 et M3 se sont eux aussi accrus fortement (voir graphique 5.11). En mai 2011, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 5,6% son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) a progressé de 5,8%. M3 (M2 et dépôts à terme), qui est moins volatil que les autres agrégats, a augmenté de 5,6% (voir tableau 5.1).

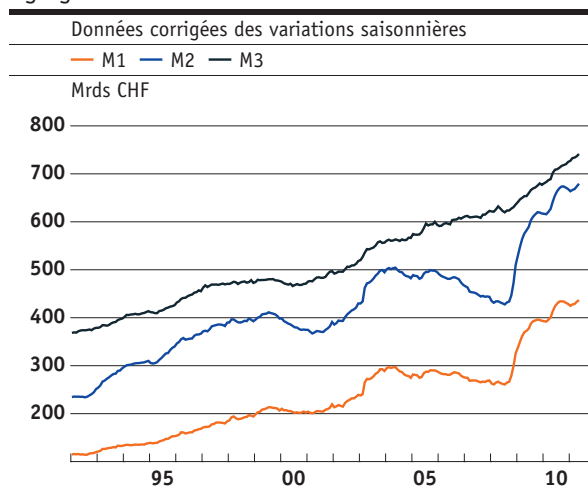
Afin de déterminer s'il y a un excédent ou un déficit dans l'approvisionnement en monnaie, on peut calculer l'écart, en pourcentage, entre l'agrégat M3 et son niveau d'équilibre, qui fait l'objet d'une estimation. Le graphique 5.12 présente cet écart sous forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type pour tenir compte des incertitudes statistiques. L'indicateur évolue actuellement dans la zone positive. Dans des phases précédentes, une telle situation avait débouché, avec un certain décalage, sur une accélération de l'inflation.

Graphique 5.10
Multiplicateur pour la masse monétaire M3



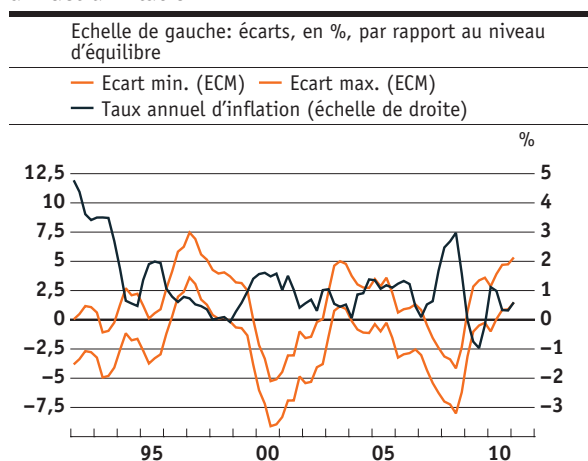
Source: BNS.

Graphique 5.11
Agrégats monétaires



Source: BNS.

Graphique 5.12
Ecart dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS.

	2010	2010			2011	2011		
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	Mars	Avril	Mai
Masse monétaire M1	10,6	10,6	10,3	9,1	8,6	8,4	8,2	5,6
Masse monétaire M2	10,2	10,2	9,6	8,4	7,9	7,8	7,5	5,8
Masse monétaire M3	6,4	6,8	6,5	6,4	7,0	6,8	7,0	5,6
Crédits bancaires, total^{1,3}	3,8	4,2	3,5	3,8	3,6	3,8	3,5	-
Créances hypothécaires ^{1,3}	5,0	5,1	4,9	4,7	4,6	4,7	4,7	-
Ménages ^{2,3}	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,3	-
Entreprises privées ^{2,3}	5,2	5,3	5,1	4,6	5,2	5,4	5,4	-
Autres crédits ^{1,3}	-1,1	0,7	-2,8	-0,6	-0,8	-0,3	-1,9	-
gagés ^{1,3}	3,5	4,2	3,1	4,1	6,2	8,0	5,2	-
non gagés ^{1,3}	-3,9	-1,4	-6,4	-3,5	-5,1	-5,3	-6,2	-

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par des banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le Bulletin mensuel de statistiques bancaires.

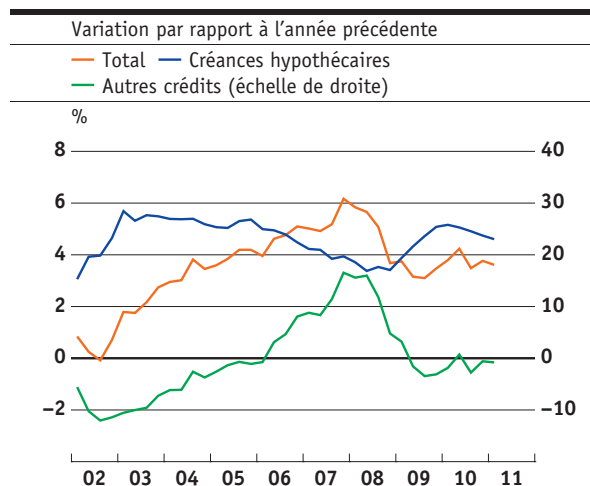
Source: BNS.

Croissance toujours vigoureuse des prêts hypothécaires

La croissance des crédits bancaires a été moins forte que celle des agrégats monétaires. Le taux annuel de croissance est toutefois resté élevé en avril également (3,5%). L'expansion des crédits est soutenue par la demande de prêts hypothécaires, qui a augmenté de 4,7% en un an (voir graphique 5.13).

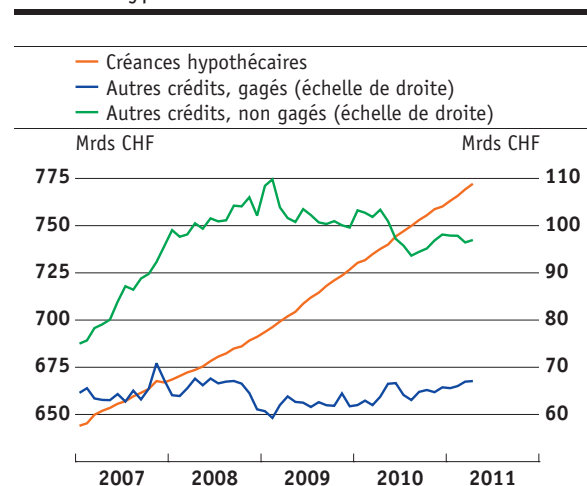
Dans la même période, les autres crédits ont diminué de 1,9%. Le recul des autres crédits est dû à l'évolution des prêts non gagés. Les autres crédits gagés, contrairement à ceux qui sont en blanc, ont poursuivi leur progression (voir graphique 5.14). Ils portent toutefois sur un montant inférieur à celui des autres crédits non gagés.

Graphique 5.13
Evolution des crédits bancaires



Source: BNS.

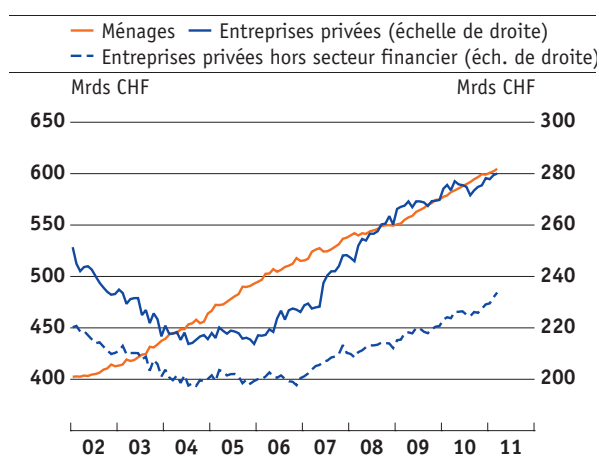
Graphique 5.14
Créances hypothécaires et autres crédits



Source: BNS.

La ventilation des crédits bancaires selon leurs débiteurs permet de constater une augmentation tant du côté des prêts aux ménages que de celui des prêts aux entreprises du secteur privé (voir graphique 5.15). Dans les crédits à ces entreprises, les prêts aux établissements financiers ont fléchi, alors que ceux qui sont accordés aux entreprises des autres branches de l'économie ont augmenté. Le recul des prêts aux établissements financiers doit toutefois être relativisé dans la mesure où ces crédits avaient plus que doublé au cours des quatre dernières années. Du côté des crédits aux ménages, le taux annuel de croissance des prêts hypothécaires s'est replié quelque peu, une fois encore, au premier trimestre. Cet affaiblissement de la croissance est corroboré par les résultats d'une enquête menée par la BNS (Bank Lending Survey). L'enquête laisse en effet entrevoir un léger durcissement des normes appliquées dans le domaine des crédits aux ménages.

Graphique 5.15
Crédits bancaires aux ménages et aux entreprises



Source: BNS

Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport récapitulatif destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2011

Deuxième trimestre 2011

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 d'informations appréciable pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats des entretiens qui ont été menés durant les mois d'avril et de mai 2011 sont résumés ci-après. Au cours de ces entrevues, 211 représentants de différentes branches économiques se sont exprimés sur la situation actuelle et future de leur entreprise et sur l'évolution de la conjoncture. Les entreprises sont sélectionnées de façon à refléter la structure de production de la Suisse, mais cette sélection peut varier d'un trimestre à l'autre. La valeur de référence est le PIB, agriculture et services publics exclus.

Régions

Genève
Mittelland

Suisse centrale
Suisse du Nord-Ouest
Suisse italienne
Suisse orientale
Vaud-Valais
Zurich

Délégués

Marco Föllmi
Anne Kleinewefers Lehner
Martin Wyss (*ad interim*)
Walter Näf
Hans-Ueli Hunziker (*ad interim*)
Mauro Picchi
Jean-Pierre Jetzer
Aline Chabloz
Markus Zimmerli

Résumé

Après avoir connu un léger ralentissement au premier trimestre 2011, la conjoncture s'est quelque peu raffermie au deuxième trimestre. Cette évolution a été soutenue par de nombreuses branches. La tendance haussière a été la plus perceptible dans la construction. La demande de main-d'œuvre s'est encore accrue dans l'ensemble.

Les interlocuteurs restent confiants quant à l'avenir proche. Les attentes pour les prochains mois laissent présager une progression continue des chiffres d'affaires dans l'industrie, les services et – de façon un peu moins marquée – dans la construction. Les représentants de tous les secteurs prévoient d'intensifier leurs investissements. L'utilisation des capacités de production de l'économie suisse est de normale à très élevée pour les trois secteurs; au cours des prochains mois, elle devrait croître à la même cadence que jusqu'ici.

Malgré l'évolution positive de la marche des affaires, certaines inquiétudes persistent. Elles sont clairement concentrées sur la crise de la dette qui sévit en Europe et sur les perturbations qui risquent d'en découler sur les marchés financiers et dans l'économie réelle. L'industrie d'exportation est soumise à de fortes pressions sur les marges en raison des cours de change. Quant aux retombées de la catastrophe écologique au Japon pour l'économie suisse, elles sont restées limitées jusqu'ici.

Comme aux trimestres précédents, les réactions face au raffermissement du franc sont très contrastées selon les secteurs. Dans l'ensemble, les conséquences de celui-ci sur l'économie ont peu changé, même si elles se sont légèrement accentuées dans l'industrie manufacturière (voir le chapitre «Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises», pages 38 à 43).

1 Marche des affaires

Industrie

La situation économique dans l'industrie manufacturière est restée favorable au deuxième trimestre 2011. Les chiffres d'affaires réels ont progressé tant en comparaison annuelle que par rapport au trimestre précédent. L'augmentation a été marquée en comparaison trimestrielle. Le léger tassement de la croissance observé au premier trimestre a ainsi été compensé.

Comme au trimestre précédent, toutes les branches qui ont profité tardivement de la reprise économique ont enregistré, en un an, une amélioration supérieure à la moyenne. Il en va ainsi de l'industrie horlogère, de l'industrie de la transformation des métaux, de l'industrie des machines et de celle des machines-outils. Les entreprises de fabrication de composants électriques et électroniques ont également connu une évolution positive.

La robustesse de la conjoncture repose sur la persistance de fortes impulsions données par la Suisse et l'étranger. Les exportations bénéficient toujours de la demande exceptionnellement vigoureuse en provenance des pays émergents d'Asie, de l'Europe de l'Est et du Proche-Orient. Les impulsions émanant des Etats-Unis et de l'Amérique du Sud se sont encore renforcées. La demande en provenance d'Allemagne et – dans une moindre mesure – de France a conservé sa vigueur, alors que la demande en provenance de plusieurs pays de l'Europe du Sud a nettement fléchi.

Construction

Dans le secteur de la construction, la marche des affaires a poursuivi l'évolution dynamique amorcée depuis un certain temps: les chiffres d'affaires ont fortement augmenté en comparaison annuelle, mais surtout par rapport au trimestre précédent. L'hiver doux et le printemps clément ont été extrêmement favorables pour ce secteur. Les chiffres d'affaires connaissent toujours une forte progression dans l'immobilier résidentiel, mais aussi dans le second œuvre. Comme au trimestre précédent, rien ne laisse présager la fin de cette tendance de fond.

Certains interlocuteurs ont de nouveau exprimé des craintes à l'égard des risques pesant sur le marché immobilier. Dans certaines régions, la forte demande enregistrée dans l'immobilier résidentiel s'est étendue jusque dans les zones situées à l'écart des agglomérations. La faiblesse persistante des taux d'intérêt est considérée comme n'étant pas sans danger pour la construction. Dans de nombreuses

entreprises du second œuvre, les capacités sont utilisées jusqu'aux limites des possibilités et dans certains cas, les carnets de commandes sont plus remplis que jamais.

Services

Les chiffres d'affaires du secteur des services affichent un niveau supérieur à celui enregistré il y a un an et au premier trimestre 2011. La dynamique s'est légèrement accélérée.

La marche des affaires a été la plus forte dans les agences de placement de personnel, les transports, la restauration et le secteur des technologies de l'information, où les chiffres d'affaires dépassent largement ceux du trimestre précédent. Elle a également été bonne chez les experts-comptables et les fiduciaires ainsi que dans le secteur financier et le commerce de gros. Dans le commerce de détail, en revanche, elle est restée très fluctuante. Les consommateurs ont continué à faire preuve de retenue dans de nombreuses branches. La situation semble particulièrement difficile dans les domaines des denrées alimentaires, des articles de sport et des multimédias. Si, dans les régions frontalières, ce phénomène peut s'expliquer du moins en partie par les cours de change, il constitue une énigme pour la plupart des détaillants des autres régions. Conséquence directe de la faiblesse de l'euro, le tourisme de consommation suisse dans les régions frontalières s'est intensifié, notamment pour les grosses acquisitions.

2 Utilisation des capacités de production

Après avoir légèrement diminué au premier trimestre, le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau connu une forte progression. Celle-ci a été particulièrement marquée dans l'industrie manufacturière et la construction. L'utilisation des capacités a été qualifiée de normale à élevée dans l'industrie et d'élévée à très élevée dans la construction. Comme au trimestre précédent, certaines entreprises ont toutefois indiqué avoir été confrontées à un dilemme entre utilisation des capacités et rentabilité, qui s'est même traduit par un refus de commandes dans des cas isolés.

Le taux d'utilisation des capacités a été estimé très élevé dans l'industrie horlogère et plutôt élevé dans la fabrication de composants électroniques et la chimie. Une sous-utilisation des capacités a été signalée par quelques entreprises de l'industrie alimentaire.

Dans le secteur de la construction, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté par rapport au trimestre précédent. Toutes les entreprises interrogées se sont déclarées très satisfaites à cet égard. Certaines auraient cependant souhaité que la marche des affaires évolue à un rythme un peu moins soutenu. Les interlocuteurs tablent sur une nouvelle hausse de l'utilisation des capacités au cours des prochains mois. Aucun signe de ralentissement n'a été observé.

Comme aux trimestres précédents, le taux d'utilisation des capacités dans les services a été jugé normal. Les agences de placement de personnel et les bureaux d'ingénieurs, d'architectes et de conseil ont enregistré le niveau le plus élevé. Les transports et les fabricants de logiciels ont fait état d'un taux d'utilisation plutôt élevé. Un taux d'utilisation normal a été observé dans le secteur financier, tandis que l'hôtellerie et le commerce de détail ont déploré une légère sous-utilisation des capacités.

3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, la bonne marche des affaires a de nouveau eu un impact positif sur la demande de main-d'œuvre. D'une façon générale, les entreprises du secteur secondaire ont jugé le niveau de leurs effectifs relativement faible. Un besoin accru de main-d'œuvre supplémentaire a été observé par rapport au premier trimestre. Les entreprises ont tendance à faire preuve de moins de retenue en ce qui concerne le recrutement de nouveaux collaborateurs. Un manque prononcé de main-d'œuvre a été constaté dans l'industrie des machines et des machines-outils, les branches de l'électrotechnique et de l'électronique ainsi que dans l'industrie horlogère.

Dans le secteur de la construction aussi, la demande de main-d'œuvre a continué de croître légèrement. La majorité des entreprises interrogées se sont déclarées satisfaites du niveau actuel de leurs effectifs. Certaines ont néanmoins éprouvé davantage de difficultés à trouver de la main-d'œuvre qualifiée. La raréfaction de la main-d'œuvre disponible s'est parfois traduite par des goulets d'étranglement.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs a été considéré dans l'ensemble comme adéquat, voire légèrement insuffisant. Des besoins de recrutement élevés ont été signalés dans les entreprises du secteur des technologies de l'information. Les effectifs ont également été jugés plutôt faibles dans les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études. L'hôtellerie a continué d'enregistrer un léger sursurcroît.

Dans tous les secteurs, l'embauche de personnel a de nouveau été moins aisée, ce qui s'explique par la pénurie croissante de main-d'œuvre sur le marché du travail. Ce phénomène a été particulièrement marqué dans l'électrotechnique, l'industrie des machines, les transports et les technologies de l'information. D'une manière générale, trouver des spécialistes et de la main-d'œuvre hautement qualifiée reste une tâche plutôt délicate. Le commerce de détail et l'hôtellerie ne connaissent toujours pas de problèmes de recrutement notables.

Dans la plupart des branches de l'économie, les coûts du travail par employé sont restés orientés à la hausse. Dans certaines branches, l'accroissement de la demande de main-d'œuvre et la saturation du marché du travail ont entraîné une pression accrue sur les coûts. Les taux de rotation du personnel ont également augmenté dans certaines branches. À cet égard, nombreuses sont les entreprises à évoquer les

avantages notables de la libre-circulation des personnes. L'industrie des denrées alimentaires, l'industrie électrique, l'industrie des machines et les fournisseurs de l'industrie horlogère, notamment, ont été confrontés à une augmentation des coûts du travail par employé. Dans la construction aussi, la pression sur les salaires s'est maintenue. En ce qui concerne les services, le renchérissement des coûts du travail a été le plus marqué dans les entreprises du secteur informatique, les sociétés immobilières, les bureaux de conseil, les entreprises de transport et les banques.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

Comme au premier trimestre, les marges ont été médiocres dans l'ensemble, c'est-à-dire inférieures aux valeurs généralement considérées comme normales. Le franc fort et la hausse des prix des matières premières en sont les principales raisons. Dans la mesure du possible, les entreprises tentent de contrecarrer la pression exercée sur les marges en modifiant leur portefeuille de produits au profit de produits à plus forte valeur ajoutée ou en élargissant les services connexes. En outre, il est de nouveau possible de pratiquer des prix un peu plus élevés dans la zone euro en raison du renchérissement.

C'est de nouveau l'industrie manufacturière qui a le plus souffert de la pression sur les marges bénéficiaires. D'une part, les marges y subissent les conséquences de la nouvelle revalorisation du franc; d'autre part, la concurrence reste vive et s'est même intensifiée dans certains secteurs. Les marges devraient rester sous pression. En effet, les entreprises prévoient une nouvelle hausse des prix d'achat et elles ne pourront pas augmenter les prix de vente en francs dans les mêmes proportions; elles escomptent cependant une hausse des prix d'achat un peu moins forte qu'au trimestre précédent.

Dans le secteur de la construction, les marges bénéficiaires ont été qualifiées de pratiquement normales, comme au premier trimestre. Les entrepreneurs tablent sur une hausse accélérée des prix d'achat (matières premières). Dans le même temps, elles ont cependant estimé que leur marge de manœuvre en termes de relèvement des prix de vente était plus grande qu'au trimestre précédent. Les marges pourraient ainsi connaître une nouvelle amélioration au cours des prochains mois.

Dans le secteur des services, les interlocuteurs ont considéré leurs marges bénéficiaires comme quasi normales dans l'ensemble. Le résultat global a de nouveau été influencé négativement par les marges nettement insatisfaisantes des banques, conséquence du faible niveau des taux d'intérêt et de l'évolution des cours de change, qui a pesé sur les recettes issues de la gestion de fortune. Sont aussi jugées plutôt insuffisantes les marges bénéficiaires dans les agences de placement de personnel, les fiduciaires, les bureaux de conseil, les entreprises du secteur des technologies de l'information et les hôtels. Pour leur part, les agences de voyage, les sociétés de gestion immobilière et le commerce de détail ont affiché des marges plutôt normales.

Comme aux trimestres précédents, l'enquête d'avril et de mai 2011 a également porté sur l'impact de la revalorisation du franc sur la marche des affaires. La situation a peu évolué dans l'ensemble depuis le premier trimestre 2011 malgré la nouvelle péjoration de la situation sur le marché des changes: 48% des entreprises interrogées ont signalé des retombées négatives dans l'ensemble, 37% n'ont remarqué aucun effet et 15% ont évoqué des répercussions positives. L'industrie manufacturière a de nouveau été la plus touchée par l'appréciation du franc; l'impact négatif ressenti par ce secteur s'est un peu accentué par rapport au trimestre précédent (voir le chapitre «Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises», pages 38 à 43).

5 Perspectives

Les perspectives concernant la marche des affaires, l'emploi et les investissements restent globalement favorables. Nombre d'entreprises continuent de faire preuve d'un optimisme prudent.

La plupart des représentants de l'industrie manufacturière prévoient une nouvelle croissance des chiffres d'affaires et une augmentation de l'utilisation des capacités de production pour les six prochains mois. Ils ont l'intention de recruter davantage de main-d'œuvre supplémentaire qu'au trimestre précédent.

Dans le secteur de la construction, les entreprises sont demeurées majoritairement confiantes. La tendance positive se confirme tant au niveau de l'évolution des chiffres d'affaires que des prévisions d'embauche. Pour ce qui est de l'utilisation des capacités, les entreprises s'attendent toutefois à une augmentation légèrement plus faible que dans leurs estimations du premier trimestre. En règle générale, les carnets de commandes sont pleins plusieurs mois à l'avance.

Les entreprises du secteur des services tablent elles aussi dans l'ensemble sur une évolution positive des affaires au cours des six prochains mois et sur une nouvelle progression des chiffres correspondants. Leurs prévisions concernant la croissance des chiffres d'affaires sont toutefois un peu moins favorables qu'elles ne l'étaient au trimestre précédent. Les représentants du secteur des technologies de l'information et des entreprises de restauration sont extrêmement confiants s'agissant de leurs chiffres d'affaires. Les agences de voyage et de placement de personnel font également preuve d'optimisme. De nombreux représentants du commerce de détail comptent sur une plus forte propension à l'achat au cours des prochains mois. L'hôtellerie envisage l'avenir de façon plutôt prudente, mais nullement négative. A cet égard, le secteur du tourisme réalise cependant des chiffres nettement meilleurs dans les villes que dans les régions de montagne.

En ce qui concerne les risques présents à l'échelle internationale, l'attention s'est de nouveau concentrée un peu plus sur les perturbations susceptibles d'être provoquées par la crise de la dette européenne. Plusieurs branches sont toujours confrontées au renchérissement des matières premières. La catastrophe de Fukushima pourrait se traduire au cours des prochains mois par des difficultés de livraison et des augmentations de prix pour cer-

taines catégories de produits. L'évolution des prix de l'énergie suscite également des inquiétudes. Jusqu'à présent, les risques liés aux tensions politiques en Afrique du Nord et au Proche-Orient n'ont pas eu de répercussions sur l'économie suisse.

Par ailleurs, les interlocuteurs sont surtout préoccupés par l'érosion des marges, les difficultés liées à la pénurie de personnel et par l'éventualité d'une nouvelle revalorisation du franc. Etant donné qu'ils s'attendent, pour les prochains mois, à une hausse moins forte des prix d'achat et, inversement, à une augmentation des prix de vente plus vive que dans leur appréciation du trimestre précédent, il est possible que leurs marges s'améliorent légèrement. Comme aux trimestres précédents, quelques interlocuteurs ont fait part de leur inquiétude quant à la persistance de taux d'intérêt faibles. Les incertitudes concernant l'évolution ultérieure de l'économie ont quelque peu diminué dans l'ensemble.

Les plans d'investissement sont toujours orientés à la hausse dans les trois secteurs. Une nouvelle augmentation des investissements en biens d'équipement est prévue, notamment dans l'industrie manufacturière. Le secteur de la construction fait également état de besoins supplémentaires en investissements. En ce qui concerne les investissements dans l'immobilier, c'est surtout le secteur des services qui table sur une hausse des dépenses. Certaines entreprises de l'industrie manufacturière envisagent au contraire de réduire leurs investissements en Suisse et de procéder plutôt à de nouveaux investissements à l'étranger.

Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises

Réseau économique régional de la BNS

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2011

Deuxième trimestre 2011

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au deuxième trimestre, qui a été menée en avril et en mai 2011, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont de nouveau interrogé les entreprises de manière systématique sur les cours de change afin de quantifier l'impact de la revalorisation du franc. Au total, 210 entreprises ont pris part à cette enquête. Les entreprises sont sélectionnées de façon à refléter la structure de production de la Suisse, mais cette sélection peut varier d'un trimestre à l'autre. La valeur de référence est le PIB, agriculture et services publics exclus.

1 Résultat global de l'enquête

Par rapport au trimestre précédent, les résultats de l'enquête sont restés stables pour l'ensemble de l'économie, malgré la nouvelle péjoration de la situation sur le marché des changes. Au total, 48% des entreprises (contre 47% au trimestre précédent) ont indiqué que l'appréciation du franc avait eu un impact négatif (24% fortement négatif et 24% modérément négatif). Comme au trimestre précédent, 37% des entreprises n'ont pas constaté d'impact important de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires. Ainsi que l'illustre le graphique 2, il s'agit surtout d'entreprises qui ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change. En outre, des stratégies de couverture des risques ou des facteurs qui se compensent ont contribué à neutraliser l'impact de ces variations. Par conséquent, la grande majorité de ces entreprises ne s'attend pas non plus à ressentir les effets de la revalorisation du franc dans un avenir proche (voir graphique 3).

Les 15% restants ont déclaré que la revalorisation du franc avait eu un impact positif sur la marche de leurs affaires.

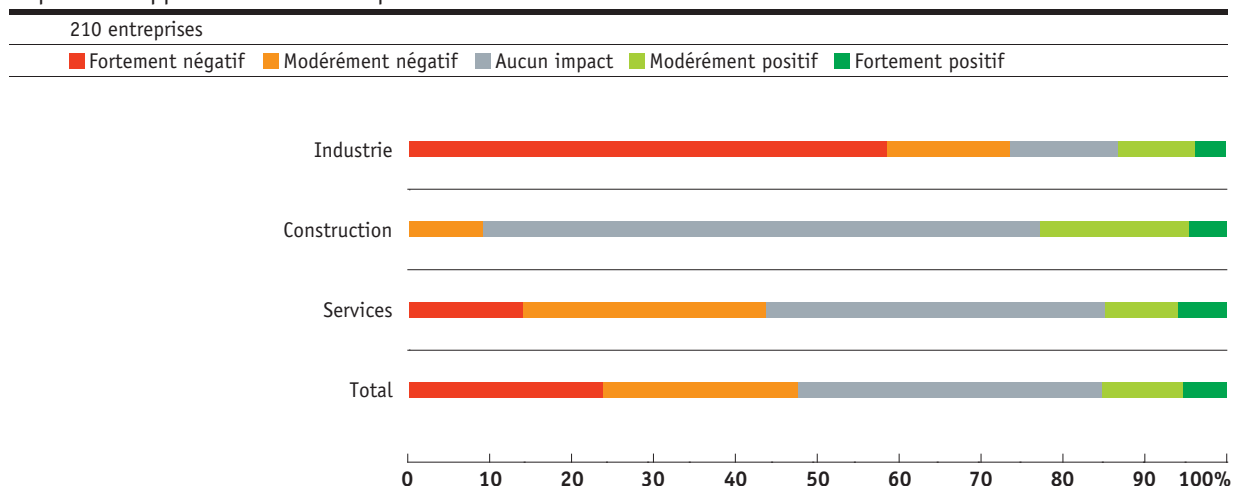
Dans l'industrie manufacturière, la part des entreprises ayant signalé un impact fortement négatif est passée de 51% à 58%. Le problème semble donc s'être accentué là où il était déjà présent, sous une forme atténuée. Comme la proportion des entreprises ayant observé un impact modérément négatif s'est réduite de moitié pour s'établir à 14%, la part totale des entreprises affectées a légèrement reculé, passant de 79% à 73%. Dans les services, la majorité des entreprises (57%) est restée épargnée. La pro-

portion entre les entreprises ayant signalé un impact fortement négatif (13%) et celles ayant signalé un impact modérément négatif (30%) est elle aussi demeurée inchangée. Dans la construction, 22% des entreprises ont fait état d'un impact positif, soit nettement moins qu'au trimestre précédent. La proportion des entreprises n'ayant constaté aucun impact y a donc augmenté, passant de 60% à tout juste 70%. Il convient de préciser que les entreprises industrielles voisines de la construction, qui ont signalé un impact négatif résultant du durcissement de la concurrence étrangère, font partie de l'industrie manufacturière. Elles n'influencent donc pas les résultats du secteur de la construction.

2 Conséquences négatives: dans quels secteurs et à quel degré?

Au total, 100 entreprises ont signalé un impact modérément ou fortement négatif de la revalorisation du franc. Le graphique 4 illustre sur quel marché et sous quelle forme cet impact négatif se manifeste. Comme au trimestre précédent, les exportations ont été l'activité la plus touchée. La plupart des entreprises affectées se sont trouvées confrontées à une réduction des marges bénéficiaires sur leurs principaux marchés d'exportation (deux tiers des entreprises) et à une baisse des prix de vente exprimés en francs suisses (plus de 40% des entreprises). L'insatisfaction vis-à-vis des prix de vente a toutefois été moins marquée qu'au trimestre précédent, ce qui laisse à penser qu'une partie des exportateurs suisses

Graphique 1
Impact de l'appréciation du franc par secteurs



Source: BNS.

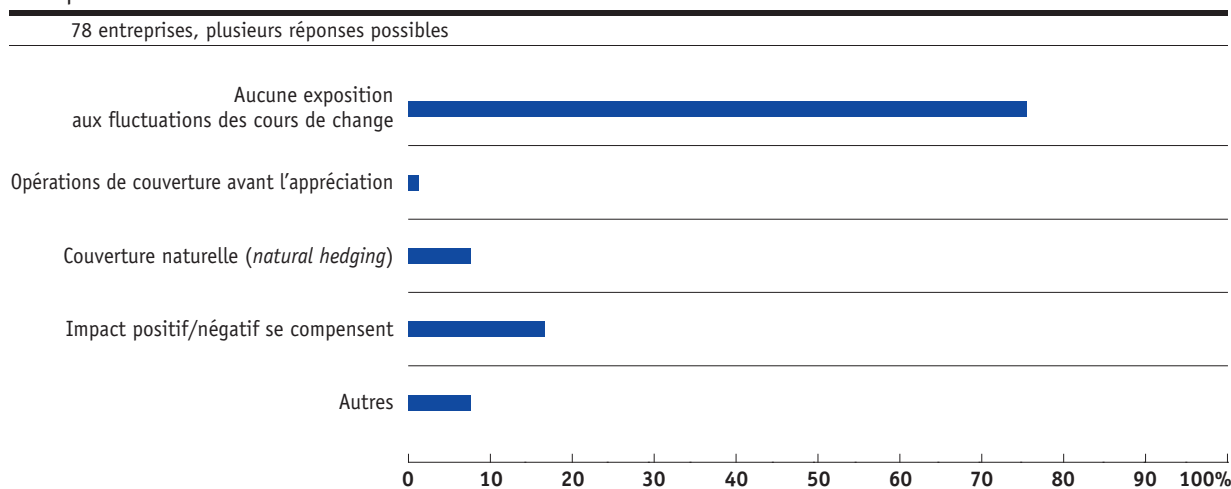
a été en mesure d'imposer des prix de vente en monnaies étrangères plus élevés et de compenser ainsi jusqu'à un certain point l'appréciation du franc.

Outre l'impact direct sur les exportations, les entreprises ont également signalé un impact indirect (voir le tiers inférieur du graphique 4). Cela concerne les fournisseurs d'entreprises à vocation exportatrice et les sociétés soumises à la pression de la concurrence en raison d'importations moins chères.

L'industrie chimique, la métallurgie, les fabricants de matériel électronique et d'instruments de précision, l'industrie des machines, l'industrie textile et l'habillement ont été les plus touchés par la revalorisation du franc. Dans l'hôtellerie, les résultats sont restés stables par rapport à l'enquête menée au trimestre précédent. Neuf des 18 hôtels interrogés ont mentionné un impact modérément négatif et

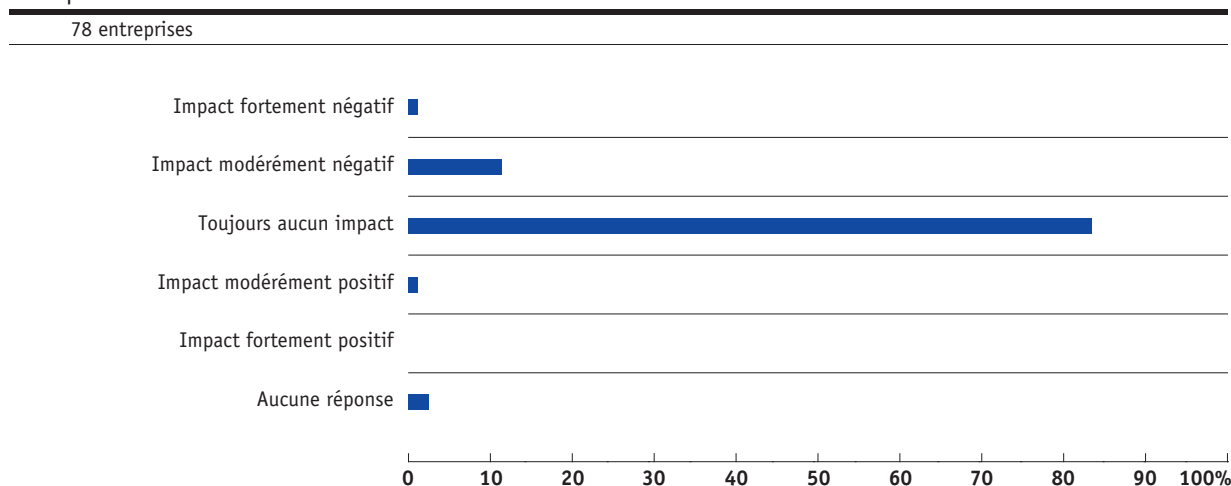
deux un impact fortement négatif de ce raffermissement. Les sept hôteliers restants ont pour leur part déclaré ne pas en avoir ressenti les effets. A cet égard, le secteur du tourisme tire nettement mieux son épingle du jeu dans les villes que dans les régions de montagne. Quant au commerce de détail, il présente toujours une image très hétérogène. Dans les régions frontalières surtout, il a été confronté à des développements défavorables en ce qui concerne le tourisme de consommation. Ailleurs, en revanche, il a bénéficié des effets positifs découlant des prix d'achat plus avantageux. Les réponses fournies par les entreprises du commerce de gros ont elles aussi varié entre ces deux extrêmes; en moyenne, les effets ont été jugés modérément négatifs. La plupart des banques ont fait état d'effets négatifs. En règle générale, les concessionnaires automobiles,

Graphique 2
Entreprises non affectées: raisons



Source: BNS.

Graphique 3
Entreprises non affectées: attentes si le cours du franc se maintient au niveau actuel



Source: BNS.

les sociétés de gestion immobilière, les agences immobilières, les fiduciaires, les bureaux de conseil et les agences de placement de personnel ont déclaré n'avoir perçu aucun effet ou avoir observé un effet positif.

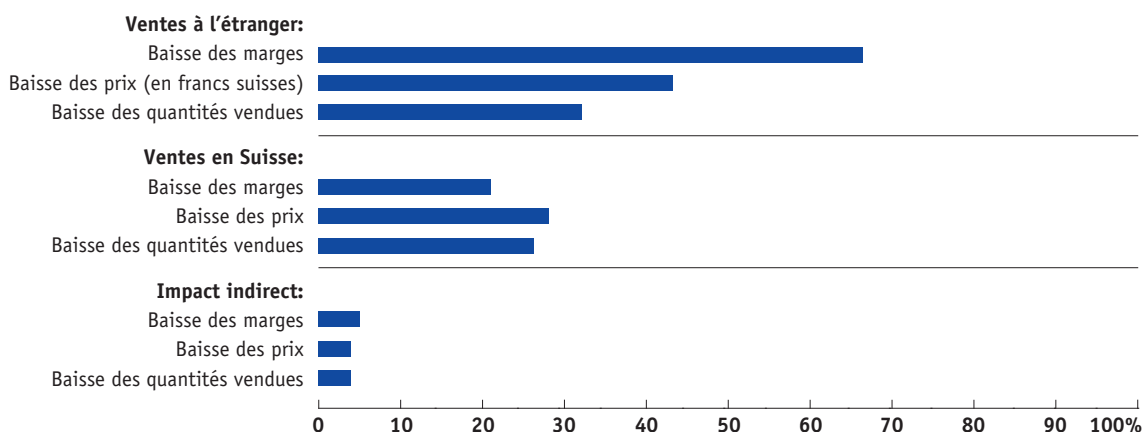
3 Impact négatif: quelles sont les mesures prises par les entreprises?

Par ailleurs, les entreprises ont été interrogées sur les mesures déjà mises en œuvre pour contrer les effets de la revalorisation du franc. Le graphique 5 illustre l'éventail de ces mesures. Ici aussi, les résultats sont restés très stables par rapport au trimestre

précédent. La grande majorité des entreprises a pris des mesures. Celles visant à abaisser les coûts de production ont été le plus fréquemment évoquées. Les coûts de main-d'œuvre sont surtout réduits par des compressions d'effectifs ou par un gel des embauches. Dans la plupart des cas, les mesures d'économies portent cependant sur les autres coûts de production. Le recours à des stratégies de couverture des risques – notamment de couverture naturelle (*natural hedging*) – est extrêmement répandu. Comme au trimestre précédent, un peu plus de 30% des entreprises affectées ont toutefois indiqué qu'elles réfléchissaient aussi à redéfinir entièrement leur orientation stratégique concernant leur avenir.

Graphique 4
Entreprises affectées: impact de l'appréciation du franc

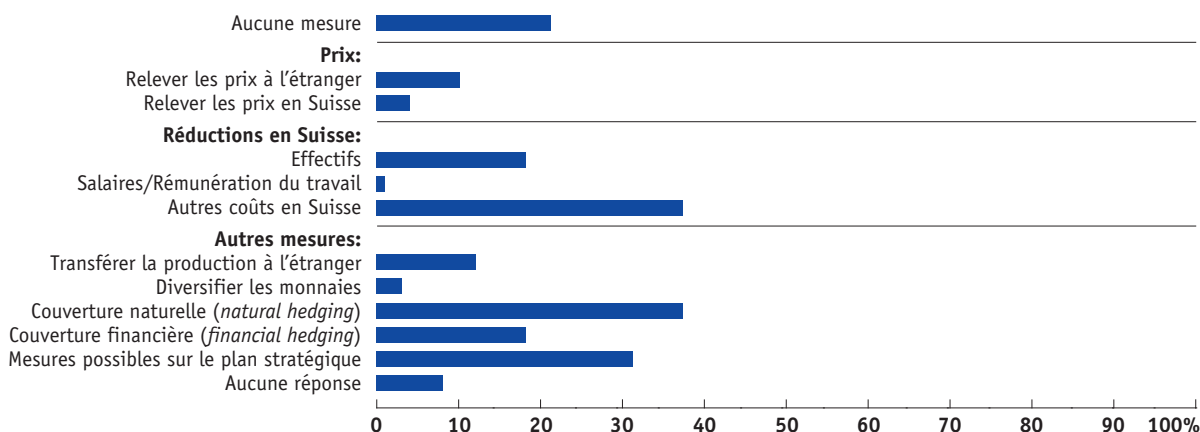
100 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

Graphique 5
Entreprises affectées: mesures prises face à l'appréciation du franc

100 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

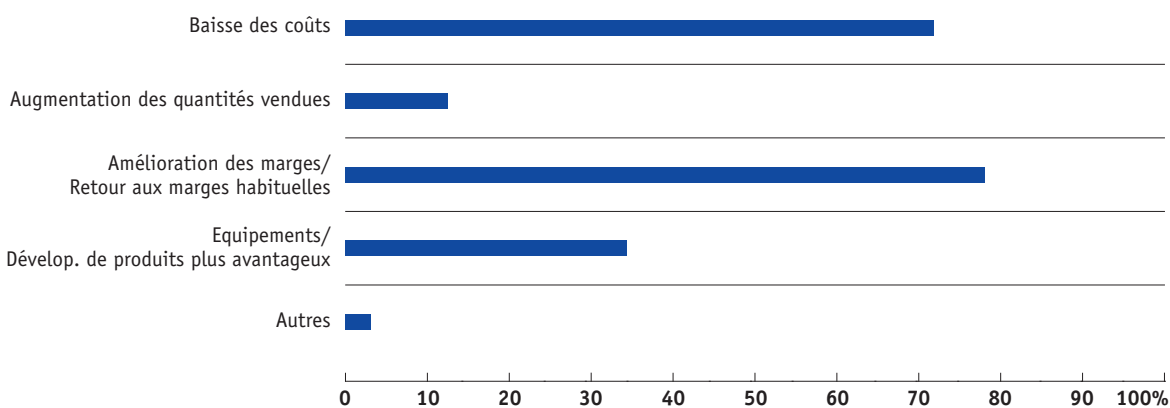
4 Impact positif: dans quels secteurs et à quel degré?

Parmi les entreprises interrogées, 32 (soit 15%) ont bénéficié d'un impact faiblement, voire fortement positif découlant de la revalorisation du franc. Comme le montre le graphique 6, ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production (dans environ 70% des cas) et/ou un accroissement des marges bénéfici-

ciaires (dans tout juste 80% des cas). Un tiers des entreprises a en outre mentionné des conditions plus avantageuses pour les investissements ainsi que pour la recherche et le développement. Comme le montre le graphique 7, l'amélioration de ces conditions devrait en premier lieu entraîner une augmentation des bénéfices et des liquidités des entreprises. En effet, seule une minorité des entreprises (22%) ont réagi à cet impact positif en baissant leurs prix de vente ou en augmentant les salaires et les bénéfices distribués.

Graphique 6
Entreprises bénéficiaires: impact de l'appréciation du franc

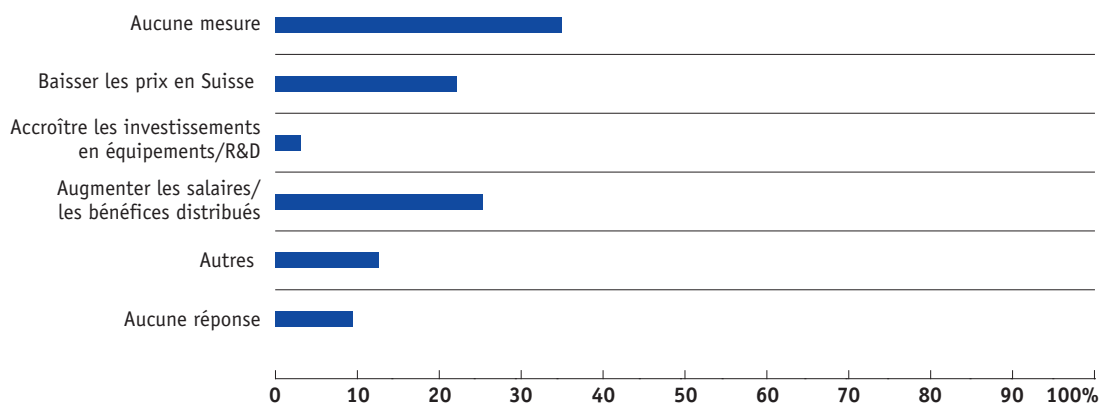
32 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

Graphique 7
Entreprises bénéficiaires: mesures prises face à l'appréciation du franc

32 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

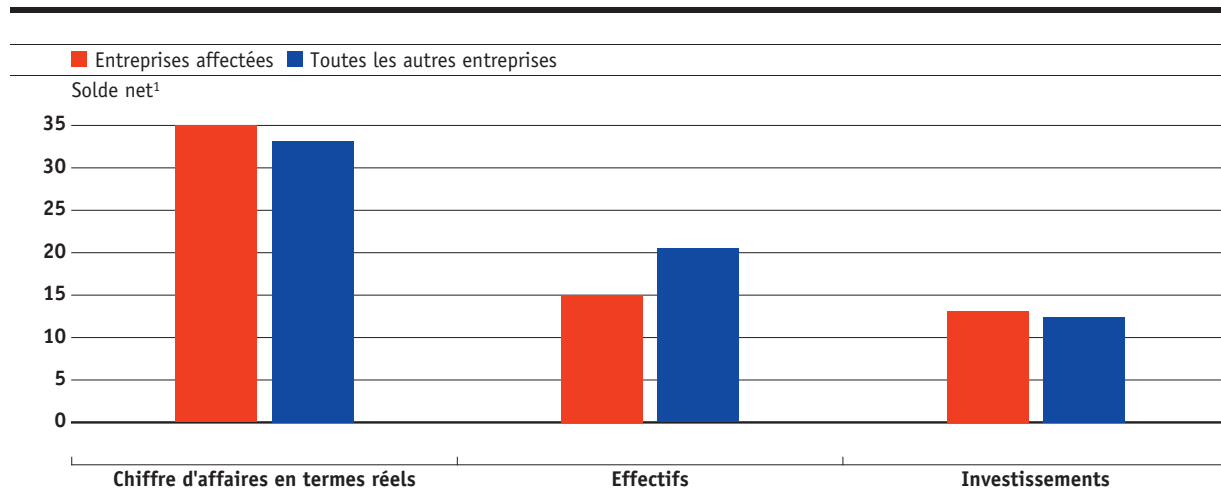
5 Les attentes pour l'avenir proche demeurent positives

Dans le cadre de l'enquête, les entreprises ont été interrogées sur leurs attentes à l'égard de l'évolution de leur chiffre d'affaires en termes réels et de leurs effectifs pour les six prochains mois, ainsi que de leurs investissements pour les douze prochains mois. Leurs réponses sont réparties selon une échelle allant de «très fortement positives» à «très fortement négatives». Sur la base de ces informations, il est possible de constituer un indice en soustrayant les estimations négatives des estimations positives («solde net»). Les estimations fortement positives ou fortement négatives reçoivent une pondération plus élevée que les estimations modérément positives ou modérément négatives. L'indice est conçu de manière à ce que ses valeurs soient comprises entre +100 et -100. Une valeur positive de cet in-

dice reflète des attentes dans l'ensemble positives et une valeur négative, des attentes globalement négatives.

L'analyse des résultats porte sur deux sous-catégories: d'un côté, les entreprises affectées par la revalorisation du franc, et de l'autre, toutes les autres entreprises. Comme le montre le graphique 8, les estimations des entreprises indiquent qu'elles s'attendent, au total, à une hausse de leur chiffre d'affaires en termes réels et à une évolution modérément positive de leurs effectifs et de leurs dépenses d'investissement. Ce graphique montre par ailleurs que les estimations relatives à ces trois aspects ne divergent pas foncièrement d'une catégorie d'entreprises à l'autre. Dans l'ensemble, les résultats sont très proches de ceux obtenus les trimestres précédents, malgré la nouvelle péjoration de la situation sur le marché des changes depuis la dernière enquête.

Graphique 8
Attentes: chiffre d'affaires, effectifs et investissements



1. Estimations positives pondérées des entreprises moins les estimations négatives pondérées en ce qui concerne l'évolution future du chiffre d'affaires en termes réels, des effectifs et des investissements. L'horizon s'étend à six mois pour le chiffre d'affaires en termes réels et les effectifs, et à douze mois pour les investissements.
Source: BNS.

Chronique monétaire

La chronique monétaire porte sur le passé récent. Pour les événements plus reculés, veuillez vous reporter aux communiqués de presse et aux rapports de gestion de la BNS sur www.snb.ch.

Juin 2011

Le 16 juin 2011, lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la BNS décide de maintenir sa politique monétaire expansionniste. La marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs reste donc inchangée à 0%–0,75%, l'objectif étant de garder ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. La BNS continue de tabler, pour 2011, sur une augmentation d'environ 2% du PIB réel. Il ressort de la prévision d'inflation conditionnelle que la politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans menacer la stabilité des prix à moyen et long terme.

Mars 2011

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 17 mars 2011, la BNS décide de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle maintient donc à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. Même si la conjoncture internationale a évolué de manière plus positive que ne l'escomptait la BNS, les risques restent importants à l'échelle mondiale. Cependant, la prévision d'inflation conditionnelle montre que la politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue pendant les trois prochaines années sans menacer la stabilité des prix à moyen et long terme.

Le 3 mars 2011, la BNS communique qu'elle a enregistré une perte consolidée de 19 170,8 millions de francs en 2010, après avoir réalisé un bénéfice de 9 955 millions en 2009. L'évolution des cours de change a eu, de loin, l'impact le plus fort sur le résultat annuel.

Décembre 2010

Le 21 décembre, la BNS déclare que, d'entente avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne, l'accord de swap conclu avec la Réserve fédérale des Etats-Unis est prolongé jusqu'en août 2011.

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 16 décembre, la BNS décide de maintenir à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle souligne en outre qu'elle prendrait les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix si les tensions sur les marchés financiers devaient se renforcer et qu'une menace de déflation devait apparaître.

Septembre 2010

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 16 septembre, la BNS décide de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle souligne aussi qu'elle prendrait les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix si les risques d'un affaiblissement de l'activité devaient se concrétiser et conduire à une nouvelle menace de déflation.

Juin 2010

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 17 juin, la Banque nationale décide de maintenir sa politique monétaire expansionniste. Elle laisse donc inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de garder le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%. Elle constate en outre que le risque de déflation est pratiquement écarté en Suisse, mais précise qu'au vu des risques élevés d'une dégradation de l'activité, elle prendrait toutes les mesures nécessaires si ces risques devaient se concrétiser et induire, au travers d'une revalorisation du franc, un nouveau danger de déflation.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Droits d'auteur/Copyright®

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

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2011

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Prix

Versions électroniques disponibles gratuitement sur Internet.
Versions imprimées: 25 francs par an (étranger: 30 francs);
pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques économiques:
15 francs par an (étranger: 20 francs).
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,5%).

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

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

Langues

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

Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en
allemand:

www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)

français:

www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)

anglais:

www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

Internet

www.snb.ch