

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2011

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 mars 2011.

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et informations disponibles jusqu'au 17 mars 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
16	3.2 Marché du travail
17	3.3 Utilisation des capacités de production
18	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-décembre
26	5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et financier
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 mars 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 17 mars 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

La Banque nationale suisse poursuit 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%.

La conjoncture mondiale, notamment aux Etats-Unis et en Asie, a évolué à un rythme un peu plus dynamique que ne le supposait encore la Banque nationale en décembre. Au quatrième trimestre 2010, l'économie suisse a elle aussi enregistré une croissance plus forte que prévu, malgré la fermeté persistante du franc suisse. Les attentes positives des entrepreneurs laissent présager, pour les prochains mois, un développement favorable de l'économie, même si la stagnation des exportations de marchandises annonce un certain tassement de la croissance en cours d'année. En Suisse, la Banque nationale table sur une croissance du PIB d'environ 2% en 2011.

Avec le raffermissement de la reprise économique au niveau mondial, les perspectives conjoncturelles se sont certes améliorées en Suisse depuis le dernier trimestre. Néanmoins, la persistance du problème de la dette en Europe et les possibles effets modérateurs, sur la croissance, du prix élevé du pétrole recèlent d'importants risques de dégradation de l'activité. Par ailleurs, il n'est actuelle-

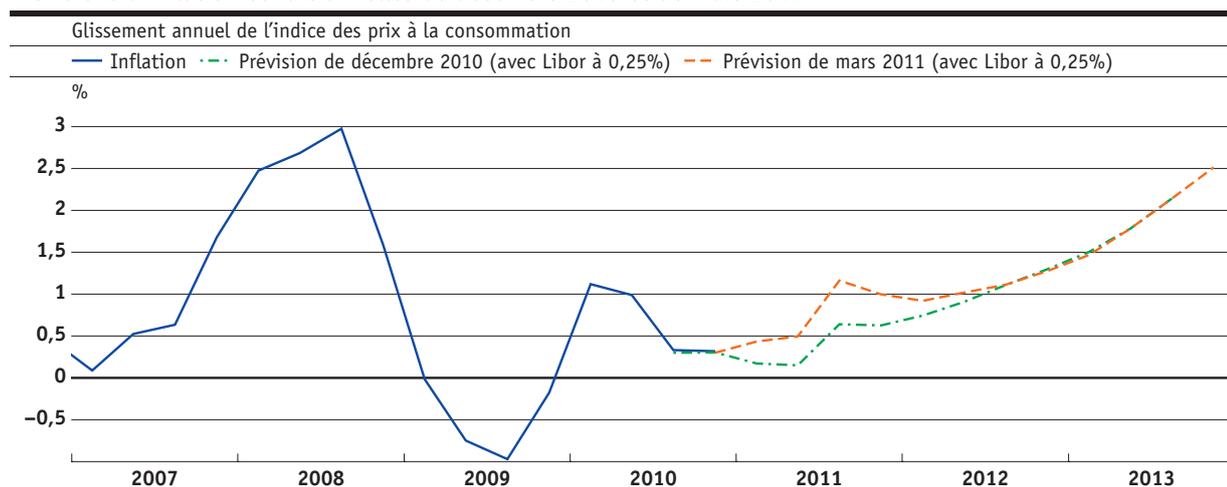
ment guère possible d'évaluer les conséquences de la catastrophe résultant du tremblement de terre au Japon. Parallèlement, les tensions géopolitiques, conjuguées à l'augmentation des prix des matières premières et de l'alimentation, ont accru les risques de hausse de l'inflation dans le monde. Certaines données recueillies montrent toutefois que les anticipations inflationnistes restent stables en Suisse.

Graphique présentant la prédiction conditionnelle

La courbe en tirets rouges indique la nouvelle prédiction d'inflation conditionnelle. Elle présente les perspectives en matière d'inflation pour la période allant du premier trimestre 2011 au quatrième trimestre 2013, dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25% les trois prochaines années. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts représente la prédiction d'inflation conditionnelle de l'examen de décembre; elle repose elle aussi sur un Libor à trois mois s'élevant à 0,25%.

La nouvelle prédiction conditionnelle montre une inflation accusant une légère hausse pour 2011. Cela tient au fait que le prix du pétrole a de nouveau fortement augmenté par rapport au trimestre précédent, au dynamisme accru de l'économie suisse et aux hypothèses plus positives pour l'économie mondiale. Le pic du troisième trimestre 2011 s'explique par un effet de base, l'inflation s'étant située à un niveau comparativement bas au

Graphique 1.1
Prévisions d'inflation conditionnelles de décembre 2010 et de mars 2011



Source: BNS.

trimestre correspondant de 2010. A partir du milieu de 2012, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle suit le tracé de la courbe de décembre. Cette évolution reflète le fait que l'appréciation des perspectives d'inflation n'a pas fondamentalement changé depuis le dernier trimestre. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,25% pendant tout l'horizon de prévision, le renchérissement moyen devrait se situer à 0,8% en 2011, à 1,1% en 2012 et à 2% en 2013. La prévision d'inflation conditionnelle montre que la stabi-

lité des prix est assurée à court terme. Vers la fin de l'horizon de prévision, l'inflation marque une nette accélération et dépasse la limite de 2%, si le Libor à trois mois reste à son niveau actuel. Il en ressort que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être poursuivie pendant les trois prochaines années sans menacer la stabilité des prix à plus long terme. Du fait des risques mentionnés en introduction, la prévision d'inflation conditionnelle est entachée de très grandes incertitudes.

Inflation observée (mars 2011)

Tableau 1.1

Inflation	2007				2008				2009				2010				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.			
	0,1	0,5	0,6	1,7	2,5	2,7	3,0	1,6	0,0	-0,7	-1,0	-0,2	1,1	1,0	0,3	0,3	2,4	-0,5	0,7

Prévisions d'inflation conditionnelles de décembre 2010, avec Libor à 0,25%, et de mars 2011, avec Libor à 0,25%

Prévision de décembre 2010, Libor à 0,25%	2010				2011				2012				2013				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.			
					0,3	0,2	0,2	0,6	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,8	2,1		0,4	1,0
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

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

L'économie mondiale a continué de croître plus fortement que prévu en décembre. Après un ralentissement temporaire de la croissance, la conjoncture a recouvré de sa vigueur au quatrième trimestre 2010 dans les pays émergents, notamment en Asie. Dans les pays industrialisés, la reprise est demeurée très contrastée d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, la croissance a reposé sur une plus large assise. Le redressement progressif du marché du travail s'est traduit par un raffermissement de la consommation privée. En Europe, la reprise est restée modérée dans l'ensemble, et dépendante de la demande étrangère. En Allemagne, toutefois, l'économie a connu un regain d'activité nettement supérieur à la moyenne européenne.

Les perspectives pour l'économie mondiale sont encourageantes. Les indicateurs les plus récents témoignent d'une croissance robuste au premier trimestre dans la production industrielle et le commerce. L'industrie d'exportation des pays industrialisés devrait continuer de bénéficier de la vive demande provenant des pays émergents. Aux Etats-Unis, les mesures budgétaires annoncées en décembre ont en outre soutenu la demande intérieure. Compte tenu de la croissance plus dynamique aux Etats-Unis et dans les pays émergents, la Banque nationale a révisé à la hausse ses prévisions d'expansion de l'économie mondiale pour 2011. Par ailleurs, les pressions inflationnistes découlant des prix des matières premières et de l'alimentation

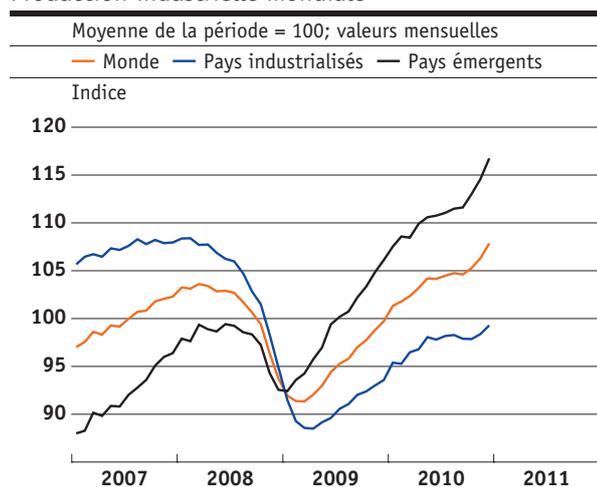
ainsi que de l'utilisation accrue des capacités de production se sont renforcées.

Les incertitudes qui pèsent sur l'évolution future de l'économie mondiale sont certes moins grandes, mais elles restent considérables. Les risques d'une dégradation de l'activité sont toujours dominants, les inquiétudes au sujet de la stabilité dans la zone euro ainsi que les incertitudes sur le plan géopolitique pouvant créer de nouvelles tensions. Une source supplémentaire de risques découle de l'incertitude quant à l'évolution de la situation au Japon.

2.1 Marchés financiers et des matières premières

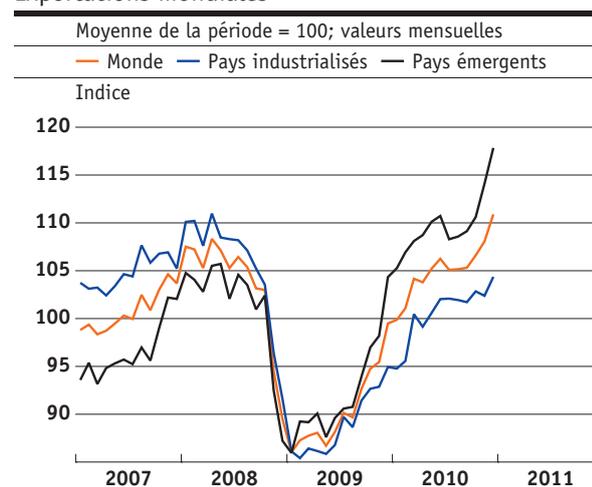
Sur les marchés financiers internationaux, la situation s'est améliorée entre mi-décembre et le grave tremblement de terre qui a secoué le Japon. Stimulés par l'extension de la reprise économique, les indices boursiers des pays industrialisés ont, dans un premier temps, regagné du terrain par rapport à ceux des pays émergents. Après le tremblement de terre au Japon, ils ont fléchi, et l'incertitude – mesurée à l'indice de volatilité (VIX) – s'est accrue sur les marchés des actions (voir graphique 2.3). Depuis décembre, le dollar des Etats-Unis a continué à se replier face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux. L'euro, en revanche, s'est redressé quelque peu après les mesures qui ont été envisagées en vue de surmonter la crise de la dette en Europe (voir graphique 2.4).

Graphique 2.1
Production industrielle mondiale



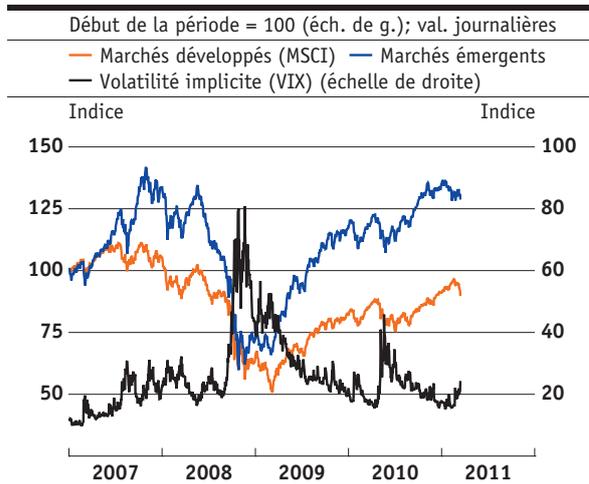
Sources: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.2
Exportations mondiales



Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3
Marchés des actions



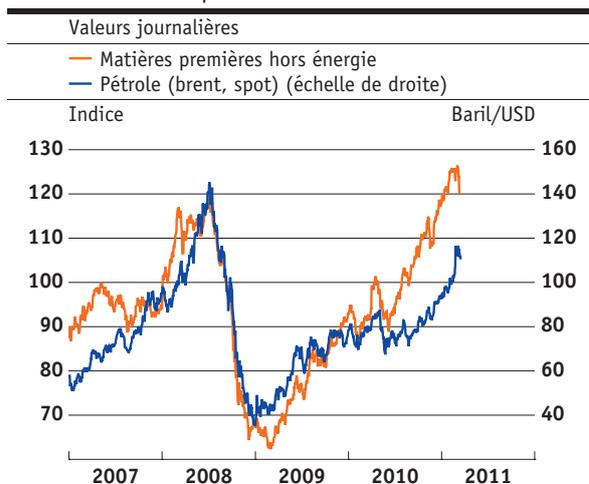
Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

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.

La demande de matières premières a augmenté dans le sillage de la reprise économique, contribuant ainsi à accentuer la hausse des prix dans ce domaine (voir graphique 2.5). A la suite de catastrophes naturelles et de mauvaises récoltes, les prix des denrées alimentaires ont atteint de nouveaux sommets. En Afrique du Nord et au Moyen-Orient, les bouleversements politiques ont provoqué une flambée du prix du pétrole (brent européen), dont le baril s'est échangé à plus de 110 dollars des Etats-Unis.

Dans le présent rapport, toutes les prévisions formulées pour l'économie mondiale et pour la Suisse reposent sur deux hypothèses. Pour le baril de pétrole, la BNS s'est fondée sur un prix de 109 dollars à court terme, puis de 97 dollars (83 dollars en décembre dernier). En outre, elle a retenu, pour l'euro, un cours de 1,35 dollar afin de tenir compte de la revalorisation de la monnaie européenne.

2.2 Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance a gagné en dynamisme. Le PIB, qui avait progressé de 2,8% au quatrième trimestre 2010, a dépassé pour la première fois son niveau d'avant la crise. Alors que les opérateurs sur les marchés craignaient un nouvel affaiblissement de la conjoncture américaine, la demande intérieure finale des ménages – plus particulièrement la demande de consommation – a sensiblement augmenté.

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis se sont nettement améliorées. Le train de mesures adopté en décembre par le Congrès réduit la charge fiscale des ménages et des entreprises et prolonge les mesures de soutien en faveur des chômeurs. Il devrait donner de substantielles impulsions à la demande intérieure. De premières lueurs d'espoir sont perceptibles sur le marché du travail, mais le taux de chômage demeure élevé. Une amélioration se dessine aussi dans le secteur des entreprises. Un optimisme croissant, une bonne situation bénéficiaire et un accès facilité aux crédits laissent escompter une croissance toujours robuste des investissements en biens d'équipement. Sur le marché des maisons individuelles, la situation reste par contre tendue, le taux élevé de locaux vacants continuant à peser sur les prix de vente et sur l'activité dans la construction. La BNS a revu à la hausse sa prévision de croissance pour 2011 et l'a ainsi portée de 2,6% à 3,2%. Pour 2012, elle s'attend à une croissance de 3,5%.

Aux Etats-Unis, le renchérissement mesuré aux prix à la consommation reste modéré. A la suite

de la hausse des prix de l'énergie, le taux annuel de renchérissement a augmenté passant à 1,6% en janvier. L'inflation sous-jacente a toutefois sensiblement reculé depuis le début de la crise, soit depuis près de deux ans; son taux annuel n'était plus que de 1% en janvier. Les pressions inflationnistes découlant des prix des matières premières devraient s'intensifier ces prochains mois, mais le taux de chômage élevé et la faible utilisation des capacités de production auront des effets modérateurs sur l'accélération du renchérissement.

Depuis le lancement, en novembre 2010, de son second et vaste programme d'achat de titres, la banque centrale américaine n'a pas modifié le cap de sa politique monétaire. Ce programme prévoit l'acquisition, jusqu'en juin 2011, d'obligations du Trésor américain pour un montant de 600 milliards de dollars des Etats-Unis. Enfin, la banque centrale américaine a laissé inchangée à 0%–0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur.

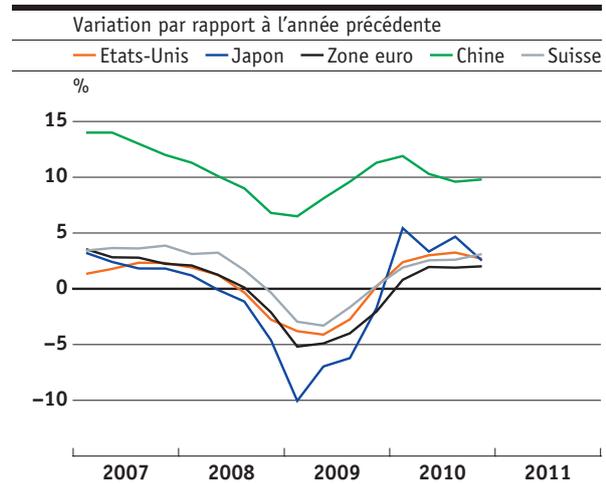
2.3 Zone euro

La reprise de la conjoncture s'est poursuivie dans la zone euro. Le PIB n'a toutefois marqué qu'une légère progression au quatrième trimestre (1,1%), et son niveau est resté inférieur à celui d'avant la crise. Le recul de l'activité dans la construction, imputable aux intempéries, a joué le rôle de frein. En revanche, la consommation privée et les exportations ont encore gagné en vigueur.

Les perspectives conjoncturelles sont favorables. Des projets de construction qui avaient dû être différés devraient pouvoir démarrer au premier trimestre 2011. En outre, les enquêtes menées auprès d'entreprises industrielles en Allemagne et en France ont montré que celles-ci ont l'intention d'accroître sensiblement leurs investissements en 2011, ce qui devrait stimuler le marché du travail. Le problème de l'endettement continue à peser sur les perspectives conjoncturelles, quand bien même des mesures ont été prises en vue de le surmonter. Etant donné leur faible contribution au PIB, les pays périphériques de la zone euro ne devraient guère freiner la croissance. La BNS a revu à la hausse sa prévision de croissance pour 2011, la portant de 1,7% à 1,9%. Pour 2012, elle s'attend à une progression de 2,4%, compte tenu d'un effet de rattrapage.

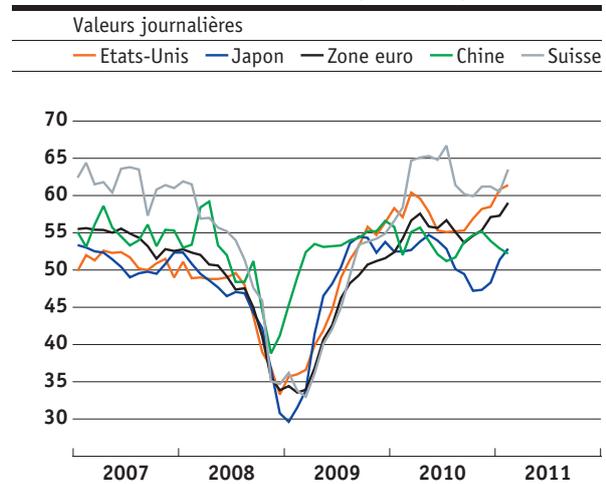
Dans la zone euro, le renchérissement mesuré aux prix à la consommation s'est encore accru depuis octobre. Cette évolution s'explique par la hausse des prix des matières premières et de l'alimentation ainsi que par les effets inflationnistes des fluctuations des cours de change. Le taux annuel de renchérissement s'établissait à 2,3% en

Graphique 2.6
Produit intérieur brut réel



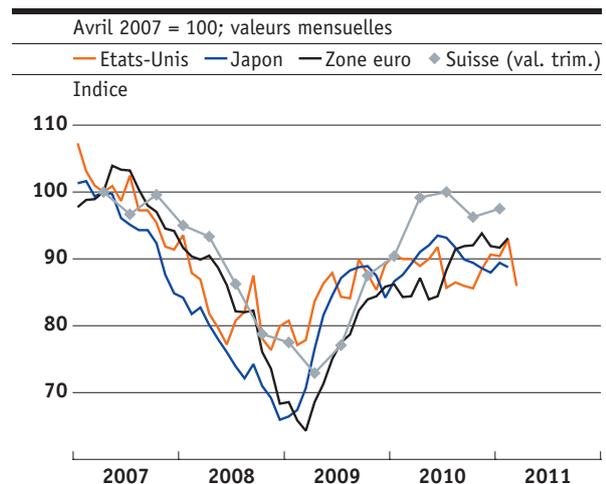
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.7
Indices des directeurs d'achats (industrie)



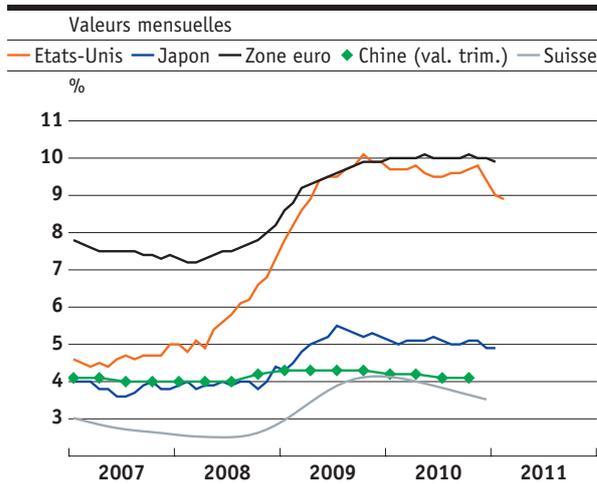
Source: Thomson Financial Datastream (© et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés).

Graphique 2.8
Climat de consommation



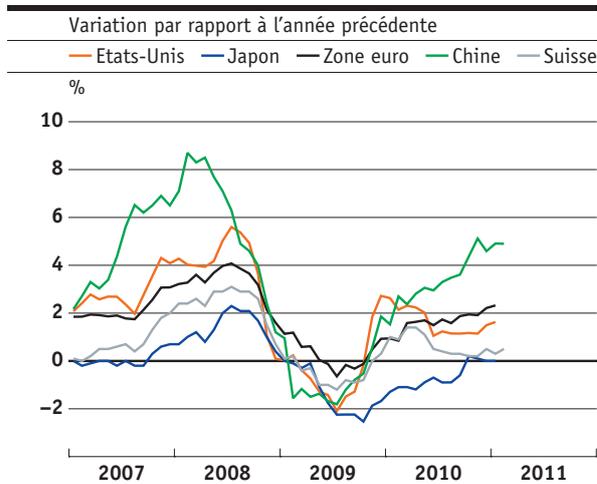
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9
Taux de chômage



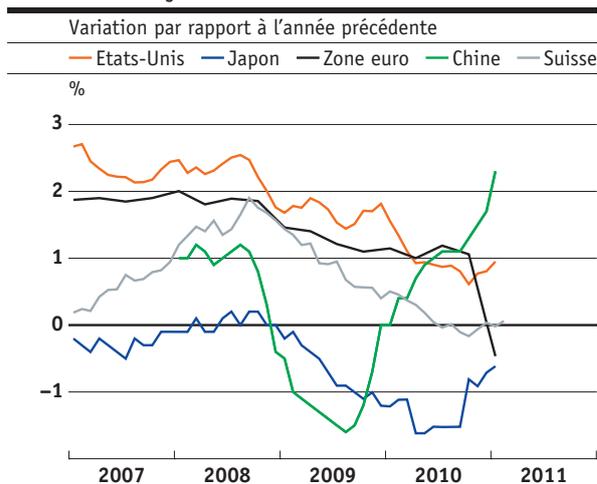
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

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.

janvier, contre 1,9% en octobre. L'inflation sous-jacente est quant à elle restée inchangée à 1,1%. Les pressions inflationnistes découlant de l'utilisation des capacités demeurent certes faibles, mais, selon des enquêtes menées auprès des producteurs, les attentes en matière de prix de vente sont orientées à la hausse.

La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu le cap de sa politique monétaire expansionniste. Elle a laissé à 1% son principal taux de refinancement et continué à acquérir des titres dans le cadre de son programme portant sur les marchés des titres. Elle prévoit de mettre à la disposition des banques des liquidités en quantité illimitée, au deuxième trimestre 2011 également. Depuis la conférence de presse que la BCE a tenue en mars, les marchés tablent sur un prochain relèvement des taux directeurs.

2.4 Japon

Au Japon, la reprise économique est instable. Au second semestre en particulier, la consommation privée a subi de fortes fluctuations en raison de subventions limitées dans le temps et accordées pour l'achat de biens écologiques. Parallèlement, les exportations et les investissements ont perdu de leur vigueur. Au quatrième trimestre, le PIB a par conséquent diminué de 1,3%, après avoir fortement augmenté au trimestre précédent.

Il n'est guère possible aujourd'hui d'évaluer les répercussions économiques du tremblement de terre. Avant le séisme, la BNS tablait sur une croissance du PIB japonais de 1,5% en 2011 et de 3% en 2012. A partir des expériences tirées de précédentes catastrophes naturelles, on peut supposer que des interruptions de la production auront, à court terme, des effets tangibles sur la croissance. En même temps, la reconstruction à venir devrait stimuler les investissements et, à plus long terme, la conjoncture nippone. Du côté des exportations, les perspectives se présentent actuellement sous un jour favorable. Il existe en outre un besoin considérable de rattrapage dans le domaine des investissements, et les entreprises disposent d'un volume important de fonds propres.

Au Japon, les prix à la consommation continuent à subir des pressions à la baisse. Au quatrième trimestre, le renchérissement dans les domaines de l'alimentation et de l'énergie, associé à un relèvement de l'impôt sur le tabac, a certes entraîné une légère augmentation des prix à la consommation en comparaison annuelle. Mais l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie, est restée dans la zone négative jusqu'au mois de janvier inclus.

A la suite du séisme, la banque centrale du Japon a pris de nouvelles mesures de politique monétaire. Elle a mis davantage de liquidités à la disposition des banques et a doublé le budget prévu pour l'acquisition d'actifs (notamment du secteur privé), le portant à 10 000 milliards de yens. 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, la conjoncture a retrouvé de la vigueur au quatrième trimestre, après un affaiblissement passager. En Chine, le PIB a crû de 9,8% en comparaison annuelle. La demande intérieure a continué à progresser vigoureusement grâce aux mesures de relance inscrites au budget 2010. Le volume des exportations a lui aussi augmenté, après s'être contracté du fait d'une réduction du remboursement de la TVA sur les exportations.

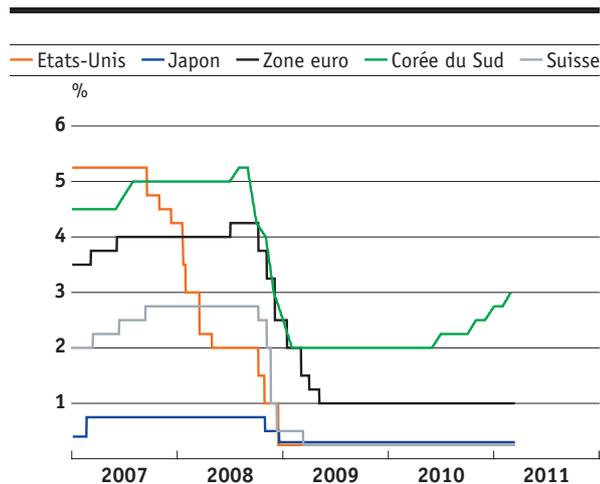
Pour 2011, les perspectives concernant la Chine se présentent sous un jour favorable. Les résultats des récentes enquêtes menées dans l'industrie et la forte croissance des crédits témoignent d'une conjoncture toujours en pleine expansion. Sur le marché de l'immobilier, le risque de surchauffe s'est quelque peu estompé depuis le durcissement, il y a une année environ, des conditions appliquées aux octrois de crédits hypothécaires. Pour 2011, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB chinois de l'ordre de 10%.

Dans les économies à vocation exportatrice que sont la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour, la croissance économique a été inférieure, au second semestre 2010, à son potentiel estimé. Depuis la fin de l'année toutefois, les signes d'un redressement de l'activité dans l'industrie et le commerce se multiplient, notamment dans le secteur de l'électronique, qui joue un rôle important pour ces pays. La demande intérieure finale est toujours soutenue par la politique monétaire expansionniste. Des effets stimulants devraient découler de l'accord-cadre que Taiwan et la Chine ont signé au milieu de 2010. La BNS prévoit pour ces quatre économies des taux de croissance supérieurs à la moyenne au premier semestre 2011. Au total, une croissance plus modérée qu'en 2010 est attendue pour 2011.

Les pressions inflationnistes se sont renforcées dans la région. En Chine, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée pour atteindre 4,9% en janvier, dépassant ainsi le plafond de 4% fixé par le gouvernement pour 2011. Cette évolution est due principalement à l'augmentation des prix de l'alimentation, mais l'inflation sous-jacente s'est elle aussi accrue.

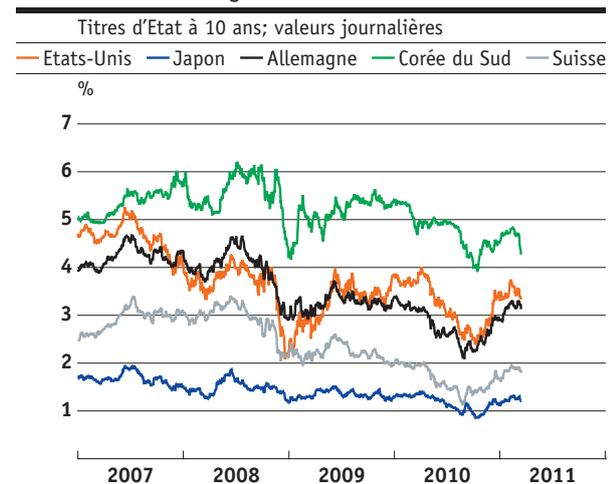
Les banques centrales des économies émergentes d'Asie ont une nouvelle fois resserré les rênes de leur politique monétaire. La banque centrale de Chine a renforcé les dispositions régissant les réserves minimales des banques et continué à relever ses taux directeurs. La banque centrale de la Corée du Sud a elle aussi augmenté ses taux directeurs pour contrer des pressions inflationnistes accrues et la hausse des prix sur le marché de l'immobilier (voir graphique 2.12).

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

Malgré la forte revalorisation du franc, la reprise en Suisse s'est récemment montrée plus dynamique que prévu. L'expansion du PIB enregistrée au quatrième trimestre a de nouveau dépassé la croissance potentielle et reposait sur une large assise. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter. Il se situe à un niveau satisfaisant dans l'industrie manufacturière et les services, voire très élevé dans la construction. Parallèlement, la demande de main-d'œuvre s'est renforcée et a conduit à une nouvelle diminution du chômage et du chômage partiel. Les attentes des entrepreneurs, toujours positives, laissent présager une évolution favorable de l'économie dans les prochains mois, malgré de sensibles effets modérateurs sur la croissance, dus à la revalorisation du franc.

La Banque nationale s'attend toujours à un tassement de la croissance courant 2011. Elle table désormais sur une augmentation du PIB d'environ 2% en termes réels pour l'ensemble de l'année. D'une part, des enquêtes indiquent un durcissement de la concurrence et des marges faibles pour nombre d'entreprises suisses tournées vers l'exportation. D'autre part, les exportations de marchandises ont nettement perdu de leur vigueur depuis le printemps 2010 en raison de la fermeté persistante du franc, et la demande étrangère de services a même reculé dans le tourisme.

3.1 Demande globale et production

Large base pour la croissance de la création de valeur

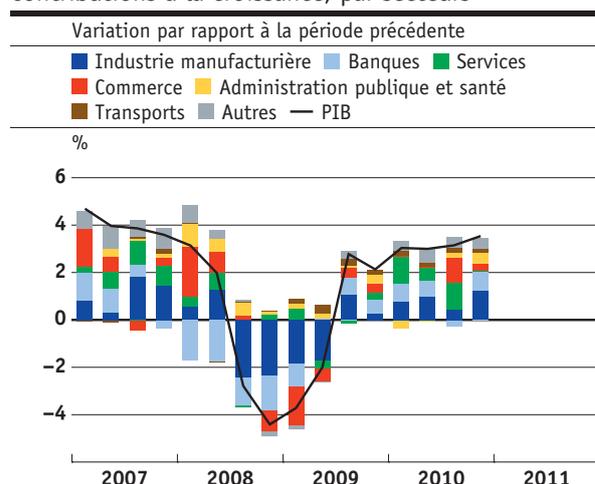
D'après les estimations provisoires du SECO, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 3,5% au quatrième trimestre, contre 3,1% au troisième trimestre. En comparaison annuelle, la variation s'élevait à 3,1% au quatrième trimestre. En ce qui concerne la production, la croissance reposait sur une large base (voir graphique 3.1). Le secteur bancaire et l'industrie manufacturière, dont la création de valeur a augmenté de respectivement 9,3% et 6,9%, y ont largement contribué. Le secteur des assurances (6%), le secteur Transports et communications (5,8%) et la construction (3,8%) ont également enregistré une progression supérieure à la moyenne. La création de valeur n'a fléchi que dans l'agriculture, dans l'hôtellerie et la restauration ainsi que dans l'éducation et la formation, mais ces secteurs ne contribuent, ensemble, que dans une faible mesure au PIB.

Demande intérieure finale robuste

L'évolution du PIB et de ses composantes montre que la croissance était principalement soutenue par la demande intérieure finale au quatrième trimestre (voir graphique 3.2 et tableau 3.1 à la page 19).

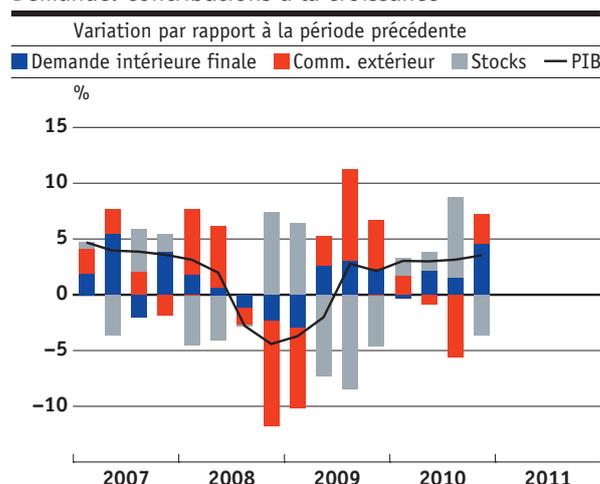
La consommation privée a perdu de sa vigueur à cette période, mais est demeurée l'un des principaux moteurs de la croissance. Il découle de la répartition entre biens et services que l'évolution a été relativement homogène. D'après la dernière enquête

Graphique 3.1
Contributions à la croissance, par secteurs



Source: SECO.

Graphique 3.2
Demande: contributions à la croissance



Source: SECO.

du SECO, les ménages restent optimistes quant à leur situation financière personnelle et aux perspectives économiques.

Les investissements en constructions ont encore augmenté et se rapprochent de leur niveau record du milieu des années 1990. D'après les enquêtes de la Société Suisse des Entrepreneurs, les tendances observées ces derniers trimestres se sont poursuivies. Le génie civil a de nouveau affiché un résultat solide, et la construction de logements, stimulée par la faiblesse des taux d'intérêt et par l'immigration, est elle aussi demeurée robuste. L'utilisation des capacités dans la construction atteint un niveau élevé sur le plan historique.

L'augmentation considérable observée au quatrième trimestre dans les investissements en biens d'équipement a fait passer la croissance sur l'ensemble de l'année 2010 à 5,7%. La progression des achats de véhicules a été particulièrement forte. Les investissements dans le traitement des données ont, eux aussi, évolué positivement. Les investissements en machines n'ont, par contre, affiché qu'une reprise médiocre.

Faible croissance des exportations

Après un net recul au trimestre précédent, les exportations totales n'ont progressé que de manière limitée au quatrième trimestre. Alors que les exportations de biens ont augmenté, celles de services ont à nouveau fléchi (voir graphique 3.4).

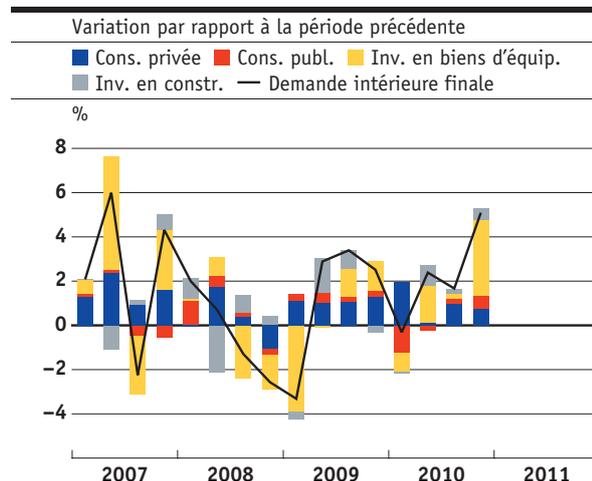
Avantagées par une journée de travail supplémentaire, les exportations de biens se sont redressées après deux trimestres faibles. Cet essor était dû pour l'essentiel aux exportations de produits chimiques et pharmaceutiques, tandis que les livraisons à l'étranger de la plupart des autres principales branches industrielles ont peu augmenté. La répartition selon les débouchés révèle une expansion toujours soutenue des exportations vers les pays émergents d'Asie. De plus, les livraisons vers l'Europe et les pays exportateurs de pétrole ont repris, tandis que les exportations vers les Etats-Unis ont stagné. Celles vers le Japon ont même reculé.

Contrairement aux exportations de biens, celles de services ont encore fléchi. Les exportations dans le secteur du tourisme ont baissé pour la première fois depuis la fin de la crise financière. Toutefois, la diminution dans les exportations de services était surtout liée au secteur 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.

Stagnation des importations

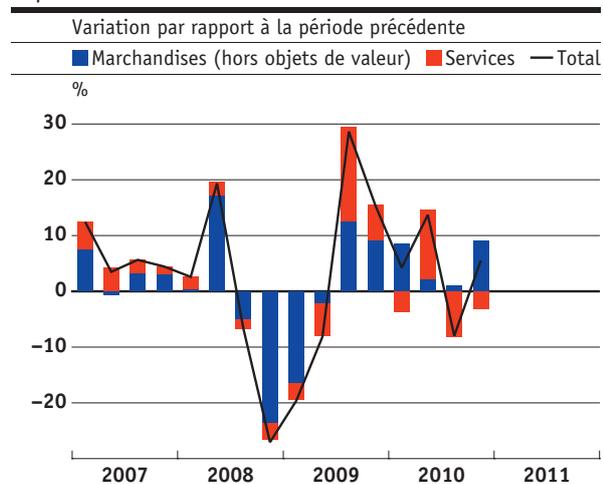
Les importations ont pratiquement stagné au quatrième trimestre, la hausse des importations de biens compensant le recul de celles de services (voir graphique 3.5).

Graphique 3.3
Demande int. finale: contributions à la croissance



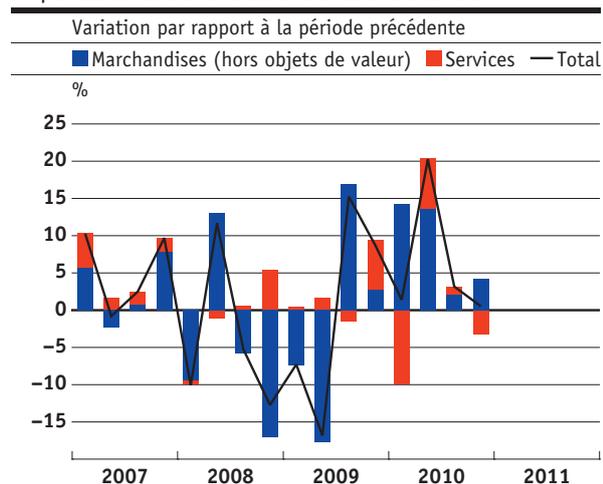
Source: SECO.

Graphique 3.4
Exportations: contributions à la croissance



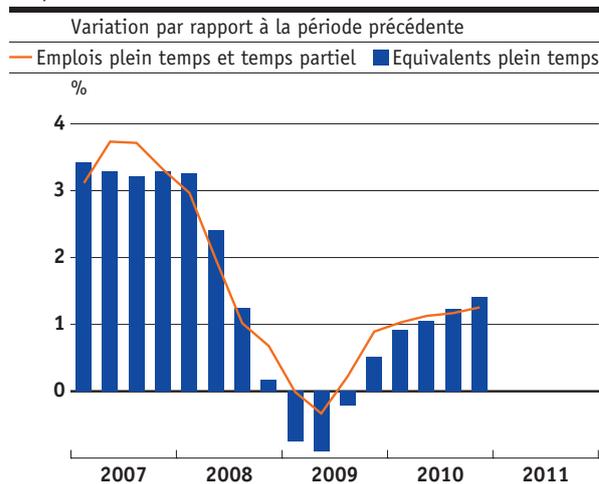
Source: SECO.

Graphique 3.5
Importations: contributions à la croissance



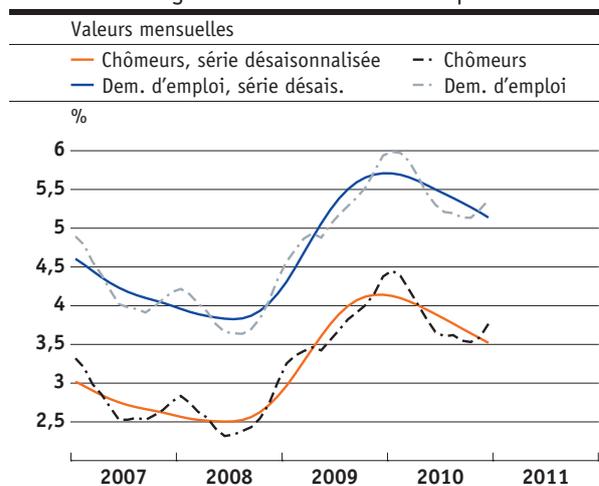
Source: SECO.

Graphique 3.6
Emploi



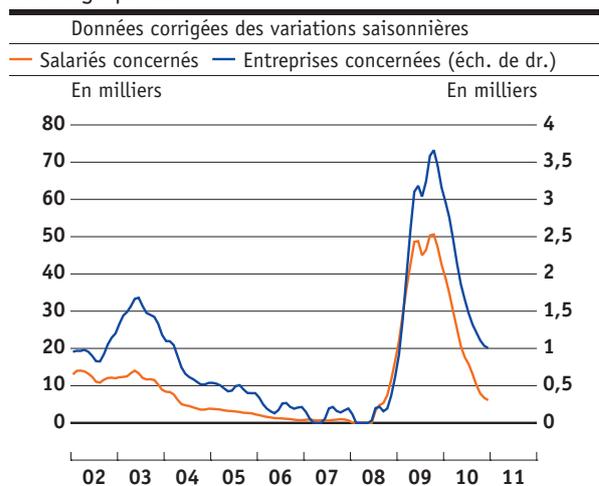
Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

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 (correction des variations saisonnières: BNS).

Pour ce qui est des marchandises, les importations de voitures particulières ont progressé de manière exceptionnellement forte et celles d'autres secteurs importants se sont également accrues pour la plupart. Seules les importations d'articles de joaillerie ont enregistré un fléchissement notable, qui résulte sans doute principalement d'une normalisation après les mouvements exceptionnels observés les trimestres précédents (importations d'ornements en or en provenance du Vietnam).

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

3.2 Marché du travail

Croissance plus forte de l'emploi

Environ 12 700 nouveaux emplois (données corrigées des variations saisonnières) ont été créés au quatrième trimestre en Suisse. Les effectifs ont augmenté de 1,3%, tandis que le volume de travail, mesuré en équivalents plein temps, a progressé de 1,4% (voir graphique 3.6). La croissance de l'emploi a certes de nouveau dépassé la moyenne à long terme, mais le rythme d'expansion demeure nettement plus lent qu'avant la crise.

La dynamique de l'emploi a évolué de manière très différente selon les secteurs. L'industrie manufacturière a enregistré la plus forte hausse des effectifs. En raison de sa part importante, le secteur des services reste toutefois le principal contributeur à la progression du total des postes, mais l'évolution de l'emploi y a perdu de sa vigueur. La croissance est demeurée robuste dans la construction.

Recul du chômage

Le chômage, corrigé des variations saisonnières, a de nouveau reculé entre novembre et février. Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a baissé de 2 800 personnes (données corrigées des variations saisonnières), le taux de chômage passant de 3,6% à 3,4% (voir graphique 3.7). La proportion de demandeurs d'emploi a fléchi de 0,2 point durant la même période, pour s'établir à 5%.

La baisse du chômage partiel est un signe particulièrement évident de la reprise de la conjoncture. Durant la récession, l'industrie manufacturière notamment avait beaucoup eu recours au chômage partiel. En décembre, quelque 6 200 personnes étaient encore au chômage partiel (données corri-

gées des variations saisonnières), ce qui correspond à un huitième du niveau record atteint pendant la récession (voir graphique 3.8).

3.3 Utilisation des capacités de production

Utilisation croissante des capacités techniques

La reprise économique s'est traduite, au quatrième trimestre également, par une utilisation accrue des capacités techniques. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière a passé de 83,6% à 84,3% et se situait ainsi légèrement au-dessus de sa moyenne à long terme (voir graphique 3.9). De plus, une part croissante des entreprises ayant participé à cette enquête déplorait un manque de main-d'œuvre.

Le degré d'utilisation des machines a également augmenté dans la construction pour s'établir à 77,6%, un niveau dépassant toutes les valeurs enregistrées depuis le lancement de cet indicateur en 1994 (voir graphique 3.10). Concrètement, d'après l'enquête susmentionnée, de nombreuses entreprises du secteur font face à des capacités insuffisantes en ce qui concerne les machines et les outils. La construction ne souffrait toutefois plus d'un manque de main-d'œuvre aussi aigu qu'auparavant, contrairement à l'industrie manufacturière.

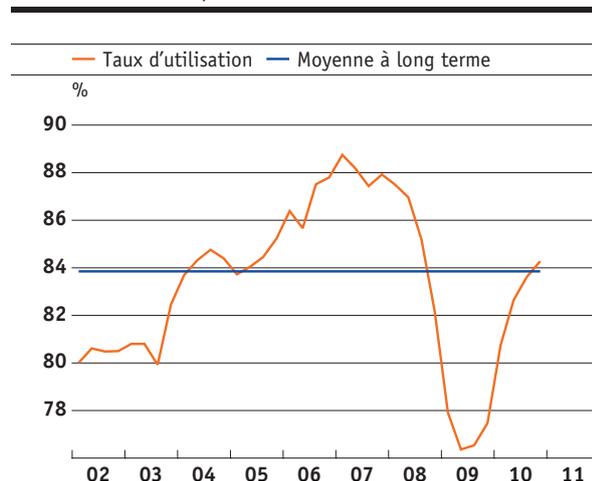
Ecart de production presque comblé

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 n'était que légèrement inférieur à ce potentiel au quatrième trimestre. Selon la méthode utilisée, l'écart de production s'est établi à -0,4% (fonction de production), à -0,3% (filtre de Hodrick et Prescott) et à -0,2% (filtre multivarié). Les trois estimations reflètent une nouvelle hausse de l'utilisation des facteurs de production (voir graphique 3.11).

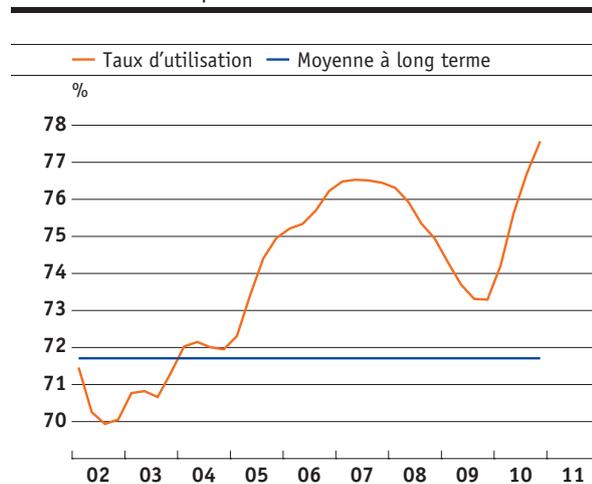
L'utilisation des capacités techniques ayant largement retrouvé un niveau normal d'après plusieurs enquêtes, l'estimation de l'écart de production établie selon la fonction de production révèle en premier lieu une légère sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre.

Graphique 3.9
Utilisation des capacités dans l'industrie



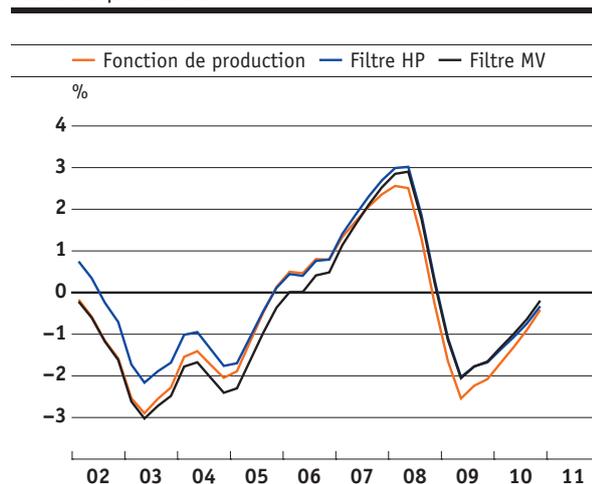
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10
Utilisation des capacités dans la construction



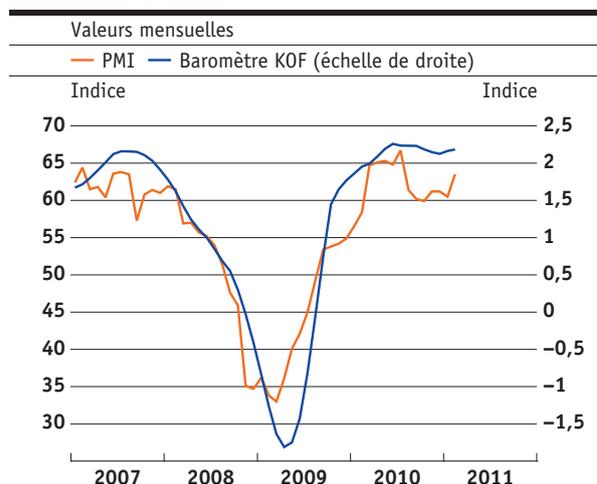
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11
Ecart de production



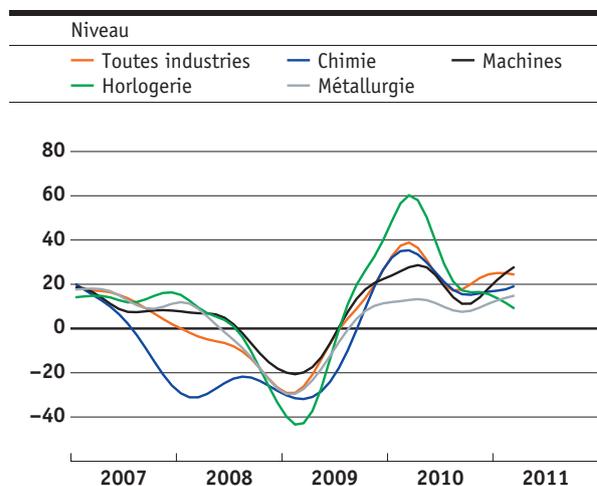
Source: BNS.

Graphique 3.12
Indicateurs avancés



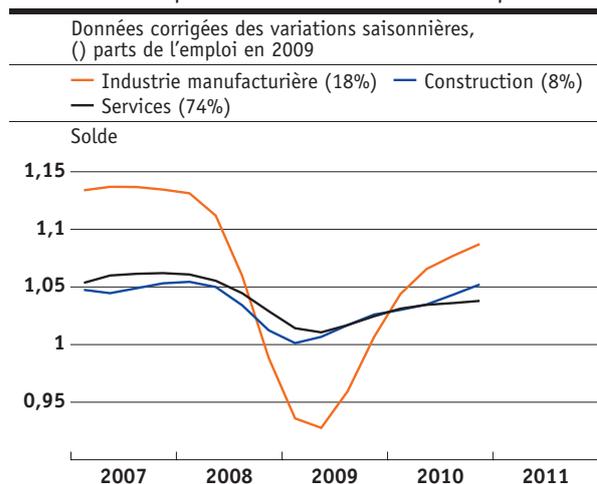
Sources: Credit Suisse et Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

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).

3.4 Perspectives économiques

La BNS suppose que la reprise de la conjoncture se poursuivra. La demande intérieure devrait continuer à stimuler la croissance: premièrement, les ménages bénéficient de revenus accrus et de l'amélioration progressive du marché du travail. Deuxièmement, le niveau élevé des commandes dans la construction traduit une solide conjoncture dans ce domaine. Enfin, troisièmement, l'utilisation croissante des capacités techniques incite vraisemblablement les entreprises à investir.

Par contre, les exportations ne devraient guère donner d'impulsions dans les prochains mois. D'une part, des enquêtes indiquent un durcissement de la concurrence et des marges faibles pour nombre d'entreprises suisses tournées vers l'exportation. D'autre part, les exportations de marchandises ont nettement perdu de leur vigueur depuis le printemps 2010 en raison de la fermeté persistante du franc, et la demande étrangère de services a même reculé dans le tourisme.

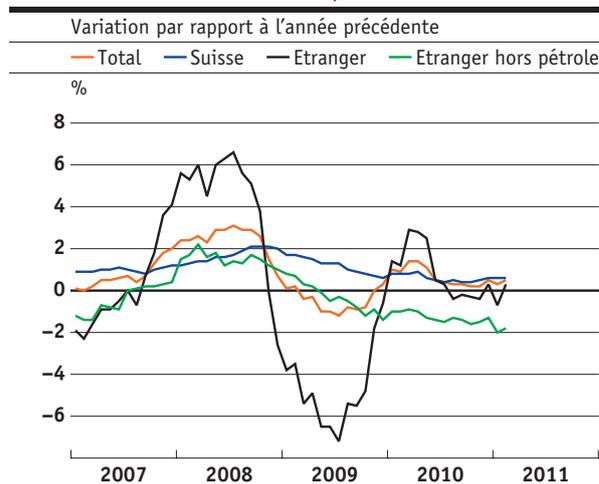
Après la forte dynamique de la reprise en 2010, la conjoncture devrait perdre un peu de sa vigueur en 2011. La BNS table pour cette année sur une croissance du PIB de 2% environ.

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

	2007	2008	2009	2010	2009				2010			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Consommation privée	2,3	1,3	1,0	1,7	1,7	1,6	1,7	2,0	3,1	0,2	1,5	1,1
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	1,7	1,6	-1,6	2,4	3,4	1,8	2,0	-9,7	-1,9	1,7	4,9
Formation de capital fixe	5,1	0,5	-4,9	4,6	-18,9	6,5	9,4	4,3	-4,2	11,6	2,1	16,9
Construction	-2,3	0,0	3,0	3,3	-3,4	15,6	8,3	-3,2	-0,7	8,8	2,3	5,0
Biens d'équipement	11,1	0,8	-10,8	5,7	-29,7	-0,8	10,5	11,2	-7,2	13,9	1,9	27,7
Demande intérieure finale	2,7	1,2	-0,3	2,0	-3,3	2,9	3,4	2,5	-0,3	2,4	1,7	5,1
Demande intérieure	1,4	0,2	0,6	0,5	7,3	-6,2	-5,9	-0,5	-2,0	3,5	12,5	3,0
Exportations totales	9,6	3,3	-8,7	9,3	-20,7	-8,6	31,4	12,3	11,9	12,7	-10,4	3,6
Marchandises ¹	8,3	2,1	-11,1	9,2	-23,8	-3,0	18,2	13,5	12,7	3,1	1,5	13,3
Services	12,8	4,8	-2,0	6,6	-9,6	-18,3	53,7	19,3	-11,2	39,0	-24,6	-9,6
Demande globale	4,4	1,4	-3,0	3,7	-3,8	-7,1	6,3	4,2	3,1	7,0	3,0	3,2
Importations totales	6,1	0,3	-5,4	6,7	-4,2	-17,7	14,9	8,9	3,7	17,1	2,5	2,4
Marchandises ¹	6,7	-1,0	-8,5	9,8	-9,3	-22,4	22,0	3,5	18,4	16,9	2,6	5,2
Services	11,2	3,9	8,1	-4,5	2,1	7,9	-6,5	30,4	-43,6	34,8	5,4	-16,5
PIB	3,6	1,9	-1,9	2,6	-3,7	-2,0	2,8	2,1	3,0	3,0	3,1	3,5

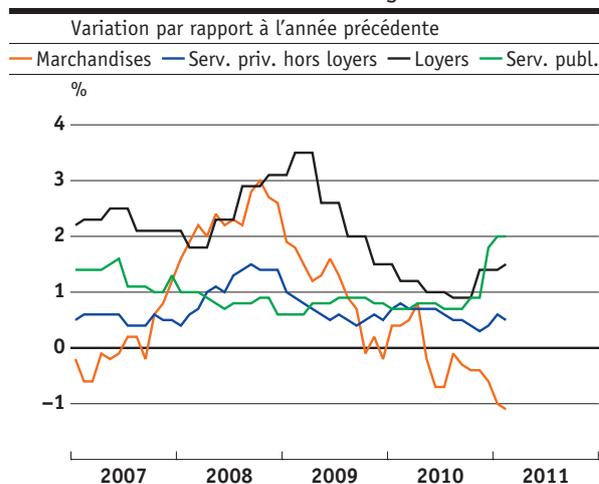
1 Marchandises: hors objets de valeur (métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).
Source: SECO.

Graphique 4.1
IPC: biens suisses et biens importés



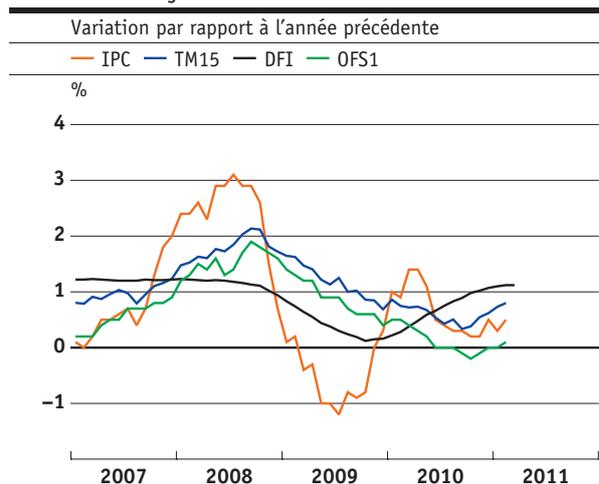
Sources: BNS et OFS.

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 Prix et anticipations inflationnistes

Le renchérissement est resté faible ces derniers mois au niveau tant de la consommation que du commerce de gros. Les prix de nombreux produits proches des matières premières et ceux de l'immobilier ont clairement augmenté. Les enquêtes indiquaient pour la plupart des anticipations inflationnistes stables.

4.1 Prix à la consommation

Légère hausse du renchérissement (IPC)

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a passé de 0,2% en novembre à 0,5% en février, principalement en raison des prix plus élevés des produits pétroliers. Les effets du franc fort, qui sont apparus avec un certain décalage et qui se reflétaient notamment dans les faibles prix des voyages à forfait, ont pourtant entraîné un nouveau fléchissement des prix des biens importés hors pétrole. Le renchérissement des marchandises suisses est également demeuré négatif. Les prix des services ont, en revanche, contribué positivement au renchérissement annuel tel qu'il ressort de l'IPC. L'inflation importante de prestations de services publics, qui tient principalement aux augmentations de prix réalisées en décembre dans les transports publics, est frappante. Bien que les loyers aient nettement progressé entre novembre et février, la variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente est presque inchangée (1,5%).

Inflation sous-jacente modeste

La BNS calcule deux taux d'inflation sous-jacente, à savoir la moyenne tronquée (TM15) et la *dynamic factor inflation* (DFI), afin d'estimer la tendance du renchérissement. 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. D'après la méthode de la moyenne tronquée, l'inflation sous-jacente a passé de 0,5% en novembre à 0,8% en février. Durant cette même période, la *dynamic factor inflation*, qui a tendance à légèrement précéder l'évolu-

tion du renchérissement, est restée pratiquement inchangée (1,1%). En l'espèce, la moyenne tronquée s'est rapprochée de la *dynamic factor inflation*.

Les taux d'inflation sous-jacente établis par l'Office fédéral de la statistique (OFS) étaient inférieurs à la moyenne tronquée et à la *dynamic factor inflation* non seulement en février, mais aussi en novembre déjà. Contrairement à la moyenne tronquée, ils excluent chaque mois les mêmes produits de l'IPC. Depuis la révision de ce dernier en 2010, la liste des marchandises exclues du calcul de l'inflation sous-jacente 1 comprend les produits frais et saisonniers, l'énergie et les carburants (auparavant: alimentation, boissons, tabac, produits saisonniers, énergie et carburants).

Distorsion temporaire du renchérissement annuel en raison d'une nouvelle fréquence de relevé de prix

La révision 2010 de l'IPC a notamment augmenté la fréquence de relevé de prix pour l'habillement et les chaussures. Eu égard à l'accroissement de cette fréquence, les prix soldés enregistrés en janvier et en juillet ne se répercutent plus sur les données recueillies pour les deux mois consécutifs, comme c'était le cas auparavant. Les taux d'inflation sous-jacente des premier et troisième trimestres 2011 pourraient donc subir une distorsion à la hausse, car les prix de l'habillement et des chaussures relevés cette année en février et en mars d'une part ainsi qu'en août et en septembre d'autre part seront comparés aux prix soldés de janvier et de juillet 2010.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 4.1

	2010	2010			2010		2011	
		2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	0,7	1,0	0,3	0,3	0,2	0,5	0,3	0,5
Biens et services du pays	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Marchandises	-0,1	-0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-1,0	-1,1
Services	0,8	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1
Services privés (hors loyers)	0,6	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,6	0,5
Loyers	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5
Services publics	0,9	0,8	0,7	1,2	0,9	1,8	2,0	2,0
Biens et services de l'étranger	0,9	1,9	-0,1	-0,1	-0,4	0,3	-0,7	0,3
Hors produits pétroliers	-1,3	-1,2	-1,4	-1,5	-1,5	-1,3	-2,0	-1,8
Produits pétroliers	13,9	21,0	8,6	8,5	6,9	11,1	6,8	12,4

Sources: BNS et OFS.

4.2 Prix à la production et à l'importation

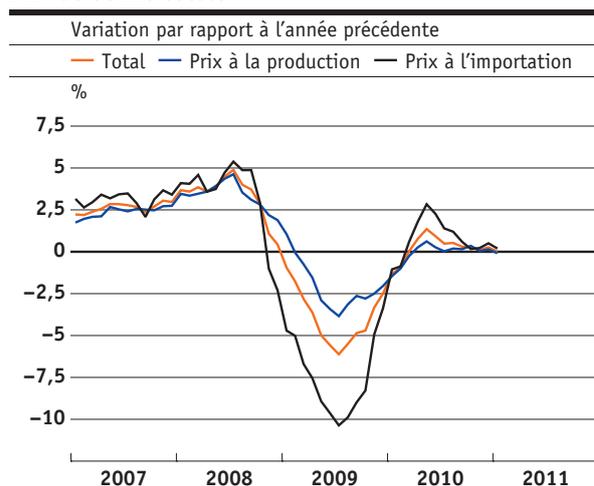
Hausse des prix des produits proches des matières premières

L'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) a légèrement progressé entre novembre et janvier, principalement en raison d'une hausse des prix de l'énergie et des matières premières. Comme cet indice avait augmenté plus fortement à la même période de l'année précédente, le taux de renchérissement annuel a enregistré une baisse minime, passant de 0,1% à 0%. Hors biens volatils dont de nombreux produits proches des matières premières, les prix de l'offre totale ont diminué faiblement entre novembre et janvier, et ils se sont aussi repliés par rapport à la même période de l'année précédente (-1,3%).

Impact modéré du franc fort

L'appréciation du franc suisse constatée depuis le mois de novembre n'a eu, jusqu'à présent, qu'un impact modéré sur l'indice des prix à l'importation pour trois raisons: premièrement, les prix de nombreux produits proches des matières premières ont augmenté sur le marché mondial. Deuxièmement, les entreprises n'adaptent les prix en francs de nombreux biens d'importation que de manière irrégulière et répercutent donc les fluctuations des cours de change avec un décalage. Troisièmement, cet indice ne relève pas le prix de tous les biens chaque mois, mais uniquement celui des biens très volatils.

Graphique 4.4
Prix de l'offre totale



Source: OFS.

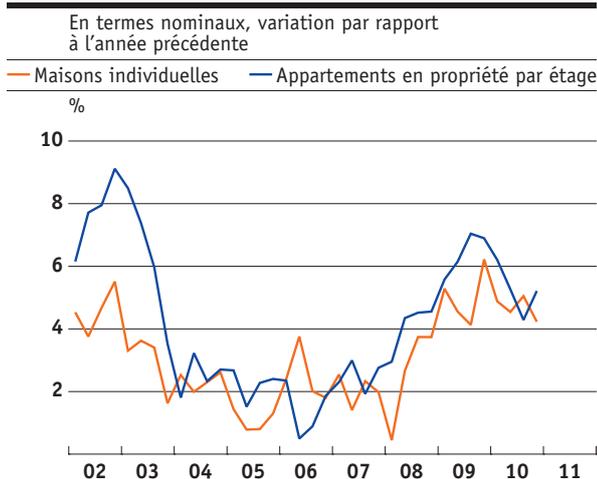
4.3 Prix de l'immobilier

Hausse des prix de la propriété du logement

Au quatrième trimestre, les prix de l'offre pour les maisons familiales et les appartements en propriété par étage étaient supérieurs de respectivement 4,2% et 5,2% aux valeurs correspondantes de l'année précédente. Des facteurs fondamentaux tels que les taux d'intérêt, la croissance démographique et l'évolution des revenus semblent expliquer, pour l'essentiel, le niveau actuel des prix de la propriété du logement. Le dynamisme toujours vigoureux des prix observé dans certaines régions et dans certains segments du marché ne peut toutefois être considéré comme durable et traduit une tendance à la surchauffe. Cette évolution a valeur d'avertissement, eu égard aux taux d'intérêt exceptionnellement bas et aux indices d'une concurrence accrue sur le marché hypothécaire. Le contexte actuel constitue encore un terrain propice aux exagérations sur le marché immobilier.

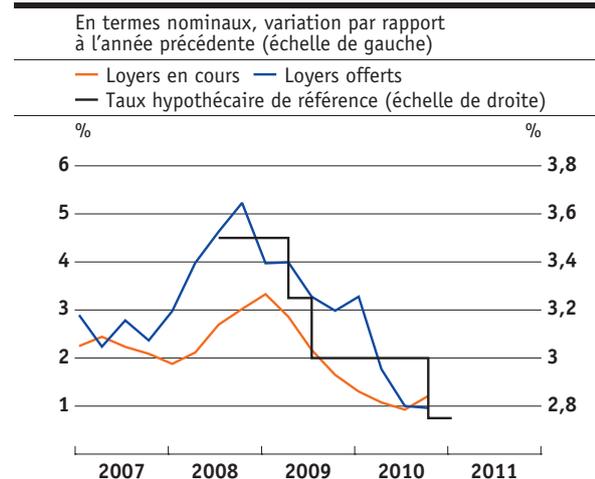
L'évolution des loyers est liée à long terme à celle des prix de la propriété du logement. Au quatrième trimestre, les loyers des appartements proposés sur le marché ne dépassaient que de 1% le niveau de l'année précédente, alors que leur taux de croissance était parfois élevé ces dernières années. L'indice suisse des prix à la consommation (IPC), dont la composante loyer est représentative des loyers payés en Suisse, affichait un renchérissement similaire des loyers. Celui-ci est conditionné, dans l'IPC, par les contrats de bail existants, dont les loyers sont déterminés à court terme principalement en fonction des variations du taux hypothécaire de référence.

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

Anticipations inflationnistes stables

Dans l'ensemble, les enquêtes réalisées auprès des ménages et des entreprises sur l'évolution future des prix indiquent des attentes inflationnistes stables. Cette estimation repose, pour l'essentiel, sur trois enquêtes: celle du SECO effectuée auprès des ménages, le rapport sur le marché financier (Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport) établi par Credit Suisse et le ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH) et l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ menée auprès des entreprises.

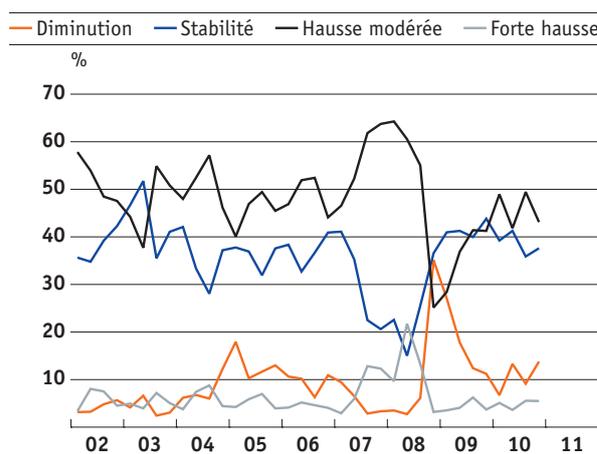
L'enquête réalisée en janvier par le SECO auprès des ménages montre que la majorité des personnes interrogées table sur des prix inchangés ou sur une hausse modérée dans les douze prochains mois (voir graphique 4.7). La part des ménages anticipant une baisse des prix a certes légèrement augmenté par rapport à l'enquête du mois d'octobre, mais elle représente moins de 15% et se situe donc à un niveau nettement inférieur à celui relevé pendant la récession.

D'après le rapport sur le marché financier établi par Credit Suisse et le ZEW, les quelque 70 analystes interrogés en février s'attendaient davantage qu'en décembre 2010 à un accroissement du renchérissement IPC dans les six prochains mois: 49% escomptaient une hausse et 46%, une stagnation. Contrairement à l'enquête du SECO auprès des ménages, le rapport de Credit Suisse et du ZEW indique que la part des personnes interrogées anticipant une baisse des prix a diminué: 5% seulement en février, contre 15% en décembre.

Attentes diverses pour les prix de vente dans le commerce de gros et dans l'industrie

Les résultats de l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ révèlent que le commerce de gros tablait, en janvier, sur des prix d'achat et de vente plus élevés pour les trois prochains mois. Ce secteur a clairement adapté à la hausse ses attentes en matière de prix par rapport aux enquêtes du second semestre 2010. D'après l'enquête de janvier, l'industrie, contrairement au commerce de gros, escomptait certes des prix d'achat en augmentation, mais prévoyait en même temps des prix de vente en légère baisse. Ses attentes n'ont guère changé au cours du dernier semestre.

Graphique 4.7
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO.

5 Evolution monétaire

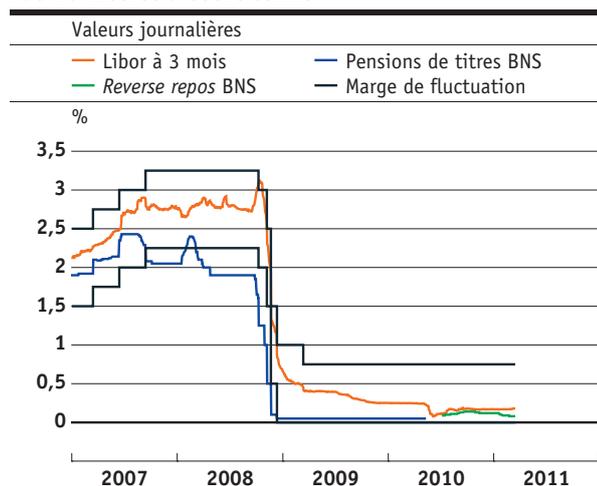
En Suisse, les conditions monétaires et financières reflètent toujours la politique monétaire expansionniste. Depuis décembre, le Libor à trois mois s'est maintenu à un niveau presque inchangé dans la zone inférieure de la marge de fluctuation. Depuis août, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté, mais ils restent bas.

Après s'être fortement appréciée entre juin et décembre 2010, la valeur du franc est demeurée largement inchangée depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Néanmoins, pendant cette période, le franc suisse a sensiblement fluctué. Au total, la valeur extérieure du franc, en données réelles et pondérées par le commerce extérieur, s'est maintenue à un niveau historiquement élevé.

Depuis l'examen de décembre, les agrégats monétaires au sens large ont poursuivi leur croissance vigoureuse. Du fait de l'augmentation des taux d'intérêt à long terme, il est possible d'escompter une certaine stabilisation de leur évolution.

Dans les crédits, l'activité était toujours soutenue au quatrième trimestre 2010. Selon l'enquête menée par la Banque nationale sur les opérations de crédit, il n'y a guère eu de changements au niveau des crédits aux entreprises. Ainsi, les banques ont signalé que les conditions d'octroi étaient stables, et la demande de crédits, inchangée. La croissance des prêts hypothécaires a certes légèrement ralenti, mais elle se maintient à un niveau relativement élevé. La situation sur les marchés hypothécaire et immobilier requiert toujours la plus grande vigilance de la part de la Banque nationale.

Graphique 5.1
Taux d'intérêt à court terme



Sources: BNS et Reuters.

5.1 Mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-décembre

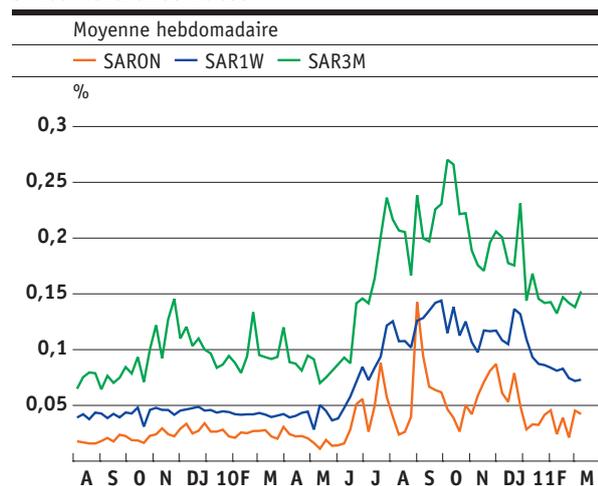
Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de décembre 2010, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi reconduit à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir ce taux dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. Depuis mi-décembre, le Libor à trois mois est resté presque inchangé à quelque 0,17%. La BNS a maintenu les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse à un niveau proche de celui de la période précédente. Entre mi-décembre et mi-mars, elle a géré les liquidités sur le marché monétaire 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 (*reverse repo*).

Pensions de titres destinées à résorber des liquidités

Entre décembre et mars, le volume moyen des pensions de titres destinées à résorber des liquidités a augmenté légèrement pour s'établir à 25 milliards de francs. La BNS a lancé quotidiennement des appels d'offres pour des pensions de titres à une semaine. Les soumissions adressées par des acteurs des marchés financiers ont atteint en moyenne 37 milliards de francs, dépassant ainsi parfois très nettement les montants attribués. Le taux d'intérêt appliqué à ces pensions de titres a été ramené de 0,12% à 0,08%.

Graphique 5.2
Swiss Reference Rates



Source: SIX Swiss Exchange SA.

Encours inchangé des Bons de la BNS

L'encours des Bons de la BNS en francs est resté approximativement inchangé à 116 milliards de francs entre décembre et mars. La BNS a procédé chaque semaine à deux émissions: une à 28 jours et une autre, en alternance, à 84, 168 ou 336 jours. Les soumissions adressées par des acteurs des marchés financiers ont porté sur des sommes comprises, selon la durée des Bons, entre 2 milliards et 22 milliards de francs. En moyenne, la BNS a attribué des montants correspondant à 64% des soumissions qu'elle avait reçues. La demande étant soutenue, les rendements marginaux des Bons de la BNS ont diminué continuellement depuis mi-janvier 2011 pour s'établir, selon la durée des opérations, entre 0,09% et 0,38%. La durée résiduelle moyenne de l'encours des Bons de la BNS a augmenté, passant de 63 jours à 74 jours.

En moyenne de la période comprise entre mi-décembre et mi-mars, les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse s'élevaient à 27 milliards de francs. Pour la période allant du 20 novembre 2010 au 19 février 2011, les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient en moyenne de 9,8 milliards de francs. Ce montant est approximativement le même que celui de la période précédente (du 20 août 2010 au 19 novembre 2010). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 22,6 milliards de francs l'exigence légale (24,5 milliards dans la période précédente). Le degré d'accomplissement de l'exigence a diminué, passant de 349% à 331%.

5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et financier

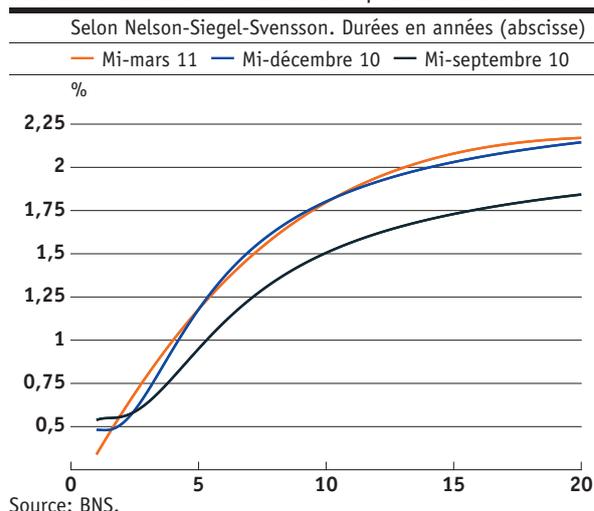
Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

Les taux d'intérêt appliqués aux opérations en blanc sur le marché monétaire n'ont guère varié entre mi-décembre et mi-mars. Le Libor à trois mois – qui était tombé à moins de 0,10% en juin 2010 – est resté approximativement constant à 0,17% (voir graphique 5.1). En revanche, les taux d'intérêt à court terme sur les opérations gagées ont légèrement diminué (voir graphique 5.2). Ainsi, la moyenne hebdomadaire du SAR (Swiss Average Rate) à trois mois a fléchi, passant de 0,20% en décembre à 0,15% en mars.

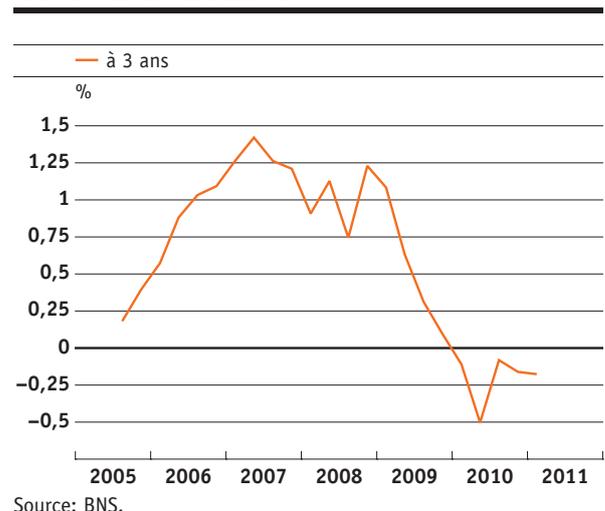
Hausse des taux d'intérêt à long terme

Contrairement aux taux à court terme, les rendements des obligations ont continué leur légère progression. Ce mouvement est en ligne avec une tendance observée sur le plan international, mais est plus modeste en Suisse qu'à l'étranger. Le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération suisse s'établissait à plus de 1,8% mi-mars, soit à un niveau nettement plus élevé qu'au début de l'année (1,6%). Par rapport à son niveau le plus bas, qui remonte au mois d'août 2010 (1,1%), il a augmenté d'environ 70 points de base en l'espace de sept mois. Les rendements des emprunts d'entreprises suisses de premier ordre ont eux aussi progressé. Aussi les écarts de rendements entre les emprunts d'Etat et ceux d'entreprises n'ont-ils

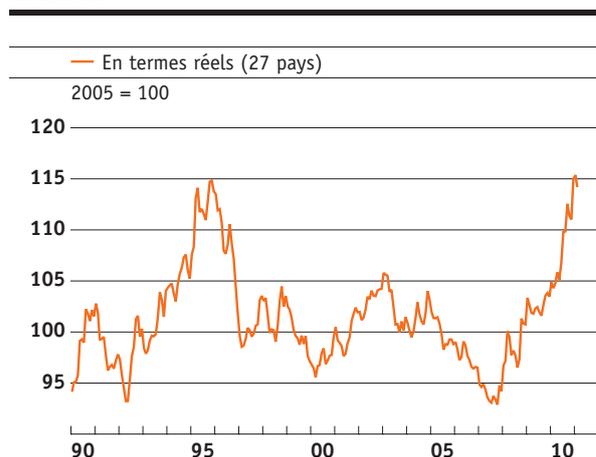
Graphique 5.3
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 5.4
Taux d'intérêt réel estimé

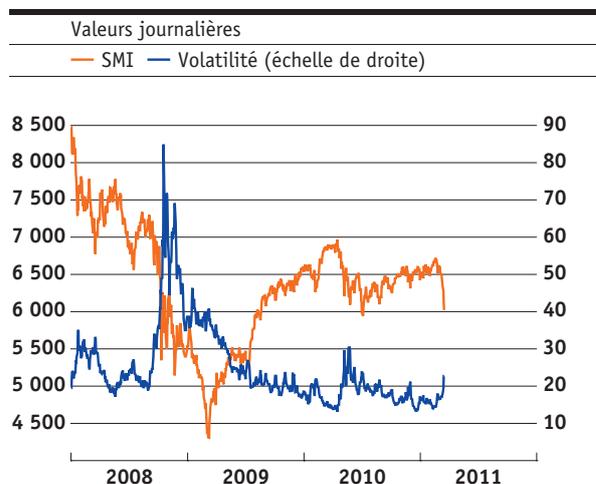


Graphique 5.7
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



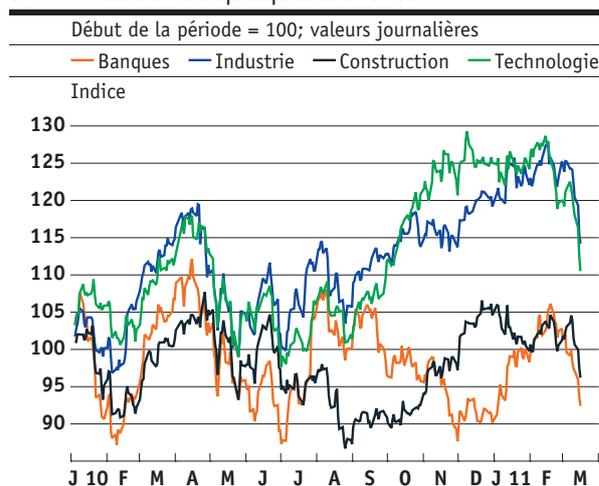
Source: BRI.

Graphique 5.8
Cours des actions



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 5.9
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

Le franc suisse à un niveau historiquement élevé

La valeur extérieure du franc, en données réelles et pondérées par le commerce extérieur, montre que le franc a atteint un niveau historique comparable à celui observé en 1995 (voir graphique 5.7). Cette valeur correspond aux cours de change nominaux corrigés des écarts dans l'évolution du niveau des prix dans les pays entrant dans le calcul. Sa récente hausse indique que l'évolution des cours de change érode la compétitivité des exportateurs suisses.

5.4 Marché des actions

Hausse des cours des actions jusqu'à mi-février

Jusqu'à mi-février, les cours des actions suisses entrant dans le SMI et le SPI ont continué de progresser, même si, comme les mois précédents, des hausses un peu plus fortes ont été observées à l'étranger. Toutefois, les gains de cours se sont rapidement dissipés, notamment du fait des troubles en Afrique du Nord et au Proche-Orient et du grave tremblement de terre au Japon (voir graphique 5.8).

Entre l'évaluation de décembre et mi-février, des informations économiques favorables ont donné de l'élan en particulier aux valeurs bancaires. Les valeurs des entreprises de l'industrie et de la technologie ont également enregistré des gains, alors que celles des entreprises de la construction ont baissé (voir graphique 5.9). Ainsi, les tendances observées entre mi-septembre et mi-décembre se sont inversées. Dans cette période, les cours des actions bancaires avaient subi les plus forts reculs, alors que les actions des entreprises de la construction avaient obtenu les gains les plus importants.

En outre, les cours des actions ont bénéficié jusqu'à mi-février d'une diminution des incertitudes sur les marchés. La volatilité anticipée par les marchés peut être mesurée à l'aide des options portant sur des indices d'actions et négociées à des bourses à terme. Selon l'indice de volatilité du SMI, la volatilité attendue pour les trente jours consécutifs était en moyenne de 16 dans les deux premiers mois de 2011, contre 26 en 2009 et 18 en 2010 (voir graphique 5.8).

5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

Multiplicateur monétaire à un bas niveau

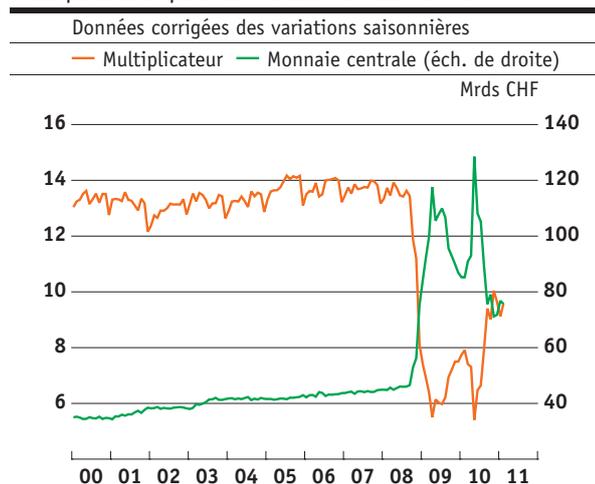
Le multiplicateur monétaire – le rapport entre l'agrégat M3 et la monnaie centrale M0 – est toujours nettement inférieur à son niveau d'avant la crise (voir graphique 5.10). Dans la seconde moitié de 2010, il a toutefois quitté ses niveaux les plus bas, la BNS ayant résorbé des liquidités et M3 ayant continué à croître.

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. Après l'éclatement de la crise financière, la monnaie centrale – les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS et les billets de banque en circulation – s'est accrue rapidement et très fortement, les banques ayant par précaution détenu davantage de liquidités. Le multiplicateur monétaire a par conséquent fléchi massivement. Depuis plus de deux ans, il s'inscrit à un très bas niveau tout en fluctuant considérablement. Avant la crise financière, le multiplicateur était resté relativement stable.

Agrégats monétaires en expansion

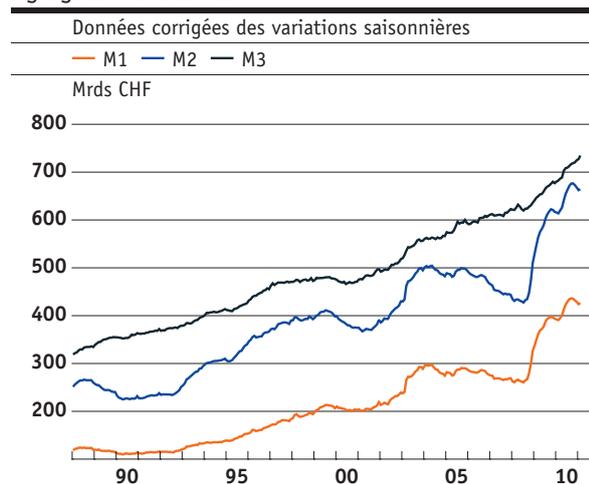
Les masses monétaires M1, M2 et M3 se sont accrues vigoureusement depuis l'automne 2008, malgré le fléchissement du multiplicateur monétaire (voir graphique 5.11). En février 2011, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 9,2% son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Dans la même période, l'agrégat M2 (M1 et dépôts d'épargne) a augmenté de 8,3%. M3 (M2 et dépôts à terme), qui est généralement moins volatil que les autres agrégats, a progressé de 7,7% (voir tableau 5.1).

Graphique 5.10
Multiplicateur pour la masse monétaire M3



Source: BNS.

Graphique 5.11
Agrégats monétaires



Source: BNS.

	2010	2010				2010	2011	
		1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	Décembre	Janvier	Février
Masse monétaire M1	10,6	12,5	10,6	10,3	9,1	9,0	8,3	9,2
Masse monétaire M2	10,2	12,9	10,2	9,6	8,4	8,3	7,7	8,3
Masse monétaire M3	6,4	5,8	6,8	6,5	6,4	7,0	6,8	7,7
Crédits bancaires, total^{1,3}	3,8	3,8	4,2	3,5	3,8	4,1	3,5	-
Créances hypothécaires ^{1,3}	5,0	5,2	5,1	4,9	4,7	4,6	4,5	-
Ménages ^{2,3}	4,9	5,3	4,9	4,7	4,7	4,6	4,4	-
Entreprises privées ^{2,3}	5,2	5,7	5,3	5,1	4,6	4,8	5,0	-
Autres crédits ^{1,3}	-1,1	-1,9	0,7	-2,8	-0,5	1,9	-1,1	-
gagés ^{1,3}	3,6	2,7	4,2	3,1	4,4	7,4	5,8	-
non gagés ^{1,3}	-3,9	-4,4	-1,4	-6,4	-3,5	-1,5	-5,2	-

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.

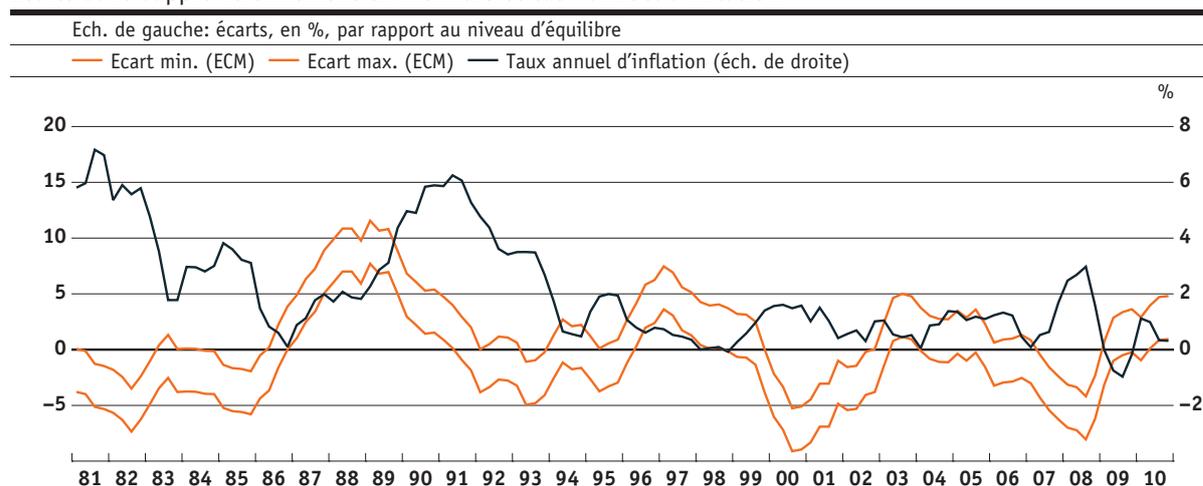
L'indicateur constitué par l'écart dans l'approvisionnement en monnaie (*money gap*, voir graphique 5.12) fluctue dans la zone positive, ce qui laisse présager des pressions inflationnistes accrues à moyen terme. Exprimé en pourcentage, cet écart est mesuré entre le niveau observé de M3 et le niveau d'équilibre de cet agrégat, niveau qui est déterminé à partir du volume des transactions au sein de l'éco-

nomie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie¹. Le graphique 5.12 représente l'écart ainsi calculé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type pour tenir compte des incertitudes statistiques.

1 Voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, page 33.

Graphique 5.12

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



Source: BNS.

Croissance robuste des crédits bancaires

La croissance des crédits bancaires – mesurée par rapport à la période correspondante de l'année précédente – s'est accélérée au quatrième trimestre 2010. La légère accélération a découlé en particulier des prêts non hypothécaires («autres crédits»), qui ont certes continué à diminuer, mais dont le repli a été moins fort qu'au trimestre précédent. Généralement, les autres crédits évoluent dans le sillage de la conjoncture. Le graphique 5.13 montre toutefois que leur recul a été beaucoup moins sensible lors de la récente contraction de l'activité économique que lors de la récession du début de la dernière décennie. Les deux composantes des autres crédits, soit les prêts gagés et les prêts non gagés, ont contribué au ralentissement du repli au quatrième trimestre.

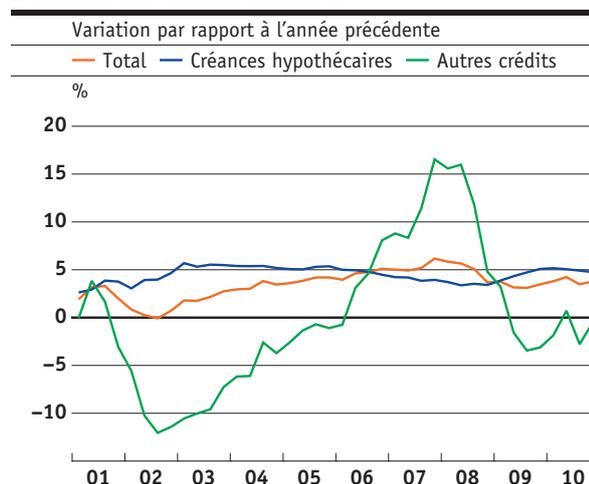
Etant donné le bas niveau des taux d'intérêt, les créances hypothécaires ont continué leur robuste expansion. Leur taux de croissance s'est nettement accéléré dans le sillage des baisses du Libor à trois mois en automne 2008, puis s'est stabilisé à un niveau élevé. Au quatrième trimestre 2010, il s'établissait à 4,7%, soit à un niveau très légèrement inférieur à celui du trimestre précédent. Dans l'enquête de la BNS sur les opérations de crédit, quelques banques ont annoncé un léger durcissement des conditions d'octroi de prêts hypothécaires aux ménages. Elles représentaient dans leur ensemble une part de marché de 15%. Tous les autres établissements ont indiqué n'avoir pas changé leurs conditions d'octroi. Selon la même enquête, la demande de prêts hypothécaires émanant des ménages est restée pratiquement la même depuis le trimestre précédent.

Le graphique 5.14 illustre les répercussions des baisses de taux d'intérêt de l'automne 2008 sur la durée résiduelle des créances hypothécaires. Dans une phase de taux d'intérêt bas, les hypothèques à long terme et à taux d'intérêt fixe sont préférées, comme on peut s'y attendre, à celles qui sont assorties d'un taux d'intérêt variable. En octobre 2008, les hypothèques dénonçables, qui sont constituées principalement de prêts à taux variable, formaient encore 30% de l'ensemble des créances hypothécaires. Cette part a ensuite fléchi, passant à 13% en décembre 2010. Dans le même laps de temps, la part des hypothèques dont la durée résiduelle est supérieure à un an a passé de 51% à 63%.

Hausse du rapport entre les crédits bancaires et le PIB

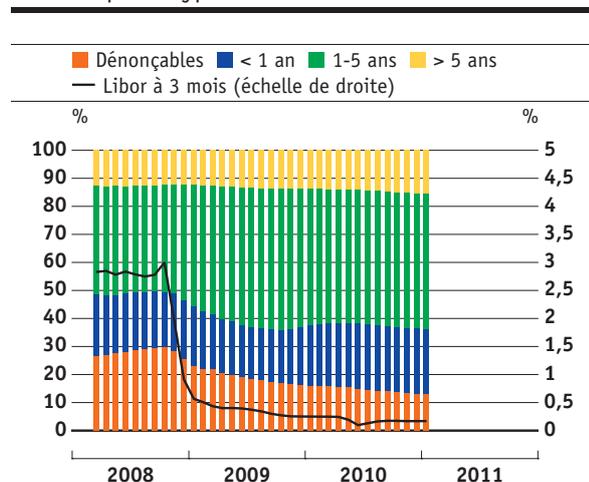
La forte croissance des crédits bancaires a influé également sur le rapport entre les crédits et le produit intérieur brut (voir graphique 5.15). Ce rapport a sensiblement augmenté depuis l'éclatement de la crise financière. Après une nette hausse dans les années 1980, il était resté assez stable jusqu'au milieu de 2008. La progression qu'il a marquée au cours des dernières années indique que les crédits bancaires ont soutenu la demande globale dans cette phase.

Graphique 5.13
Evolution des crédits bancaires



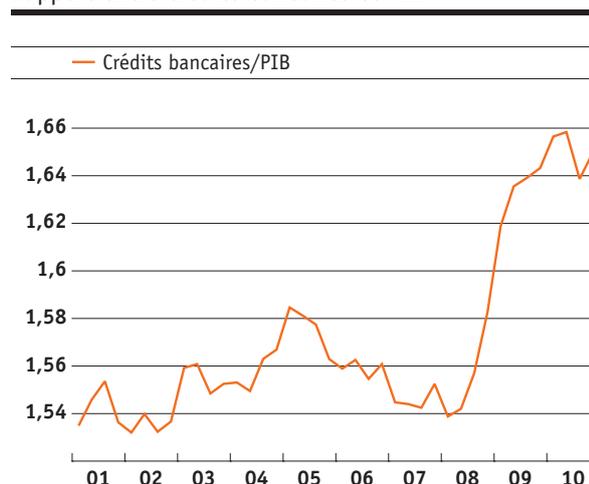
Source: BNS.

Graphique 5.14
Part des prêts hypothécaires selon la durée résiduelle



Source: BNS.

Graphique 5.15
Rapport entre crédits bancaires et PIB



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 mars 2011

Premier 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 de janvier et de février 2011 sont résumés ci-après. Au cours de ces entrevues, 243 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	Délégués
Genève	Marco Föllmi
Mittelland	Anne Kleinewefers Lehner
Suisse du Nord-Ouest	Thomas Kübler
Suisse orientale	Jean-Pierre Jetzer
Partie italophone de la Suisse	Mauro Picchi
Vaud-Valais	Aline Chabloz
Suisse centrale	Walter Näf
Zurich	Markus Zimmerli

Résumé

Au premier trimestre 2011, la conjoncture a continué d'évoluer favorablement. Comme aux trimestres précédents, la tendance à la hausse a été la plus perceptible dans l'industrie manufacturière; son rythme a toutefois été un peu moins soutenu. Dans les services aussi, la croissance s'est poursuivie, mais a connu un léger ralentissement. Dans la construction, la marche des affaires s'est stabilisée à un niveau élevé. La demande de main-d'œuvre ne s'est que faiblement accrue dans l'ensemble.

Les interlocuteurs restent confiants quant à l'avenir proche. Les attentes pour les prochains mois laissent entrevoir une croissance continue des chiffres d'affaires dans l'industrie, les services et – dans une moindre mesure – dans la construction. L'industrie manufacturière notamment prévoit une hausse des investissements. Dans les trois secteurs, l'utilisation des capacités de production de l'économie suisse est normale, voire bonne.

Malgré l'évolution positive de la marche des affaires, certaines inquiétudes persistent au sujet de la durabilité de la reprise économique mondiale. Tandis que les incertitudes liées à l'état des finances publiques au niveau international ont diminué, les bouleversements en Afrique du Nord ont donné naissance à une nouvelle situation en termes de risques, difficile à évaluer pour l'instant. De l'avis d'une partie des interlocuteurs, la poursuite de la politique monétaire fortement expansionniste menée à l'échelle mondiale comporte en outre des risques d'inflation et fait craindre un relèvement abrupt des taux d'intérêt.

Comme au quatrième trimestre 2010, les réactions face à l'appréciation du franc sont très contrastées. Dans l'ensemble, les conséquences de celle-ci sur l'économie sont cependant restées quasiment inchangées (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

Au premier trimestre 2011, la situation économique de l'industrie manufacturière s'est améliorée, tant en comparaison annuelle que par rapport au trimestre précédent. La croissance n'a toutefois pas été aussi vigoureuse qu'au quatrième trimestre 2010. Par rapport à la même période de l'année précédente, les chiffres d'affaires réels ont connu une progression sensible; seules quelques entreprises ont vu leurs chiffres d'affaires rester inférieurs au niveau atteint un an auparavant. L'industrie horlogère, l'industrie de la transformation des métaux, l'industrie des machines et celle des machines-outils ont enregistré, en un an, une progression supérieure à la moyenne. Une évolution favorable a également été observée dans l'industrie des matières plastiques, l'industrie chimique et pharmaceutique, la branche des équipements électriques et celle des meubles.

La demande intérieure a encore été très soutenue. Celle en provenance de l'étranger a elle aussi conservé sa vigueur. La demande des pays émergents d'Asie est demeurée plus forte que la moyenne. Les impulsions données par les Etats-Unis se sont renforcées et celles émanant d'Amérique du Sud sont restées vives. La demande en provenance d'Allemagne et – dans une moindre mesure – de France et d'Italie, a gardé son dynamisme. Plusieurs branches industrielles ont continué à bénéficier, directement ou indirectement, de la demande de l'industrie automobile européenne.

Construction

Dans le secteur de la construction, la marche des affaires a poursuivi sa progression dynamique, à une allure légèrement plus modérée. Dans le bâtiment et le génie civil, l'utilisation des capacités de production a été qualifiée de bonne et les ressources sont par conséquent limitées. Le niveau actuel des chiffres d'affaires est supérieur aux valeurs enregistrées un an auparavant et au trimestre précédent, mais on observe une légère perte de vigueur. Les impulsions continuent à venir essentiellement de l'immobilier résidentiel et du second œuvre. Pour l'instant, rien d'indique que cette tendance de base positive devrait prendre fin.

Certains interlocuteurs se sont de nouveau déclarés soucieux des risques croissants que le main-

tien de la politique de taux bas, qui s'accompagne d'une forte demande de prêts hypothécaires, fait peser sur le marché immobilier. Dans certaines régions, l'évolution des prix des terrains et de l'immobilier est jugée «irréaliste», voire «déraisonnable».

Services

Les chiffres d'affaires du secteur des services ont connu une évolution positive, atteignant un niveau supérieur à celui observé il y a un an et au trimestre précédent. Les appréciations sont restées quasiment inchangées par rapport au quatrième trimestre 2010. L'essor le plus important a été enregistré chez les voyagistes, dans les agences de placement de personnel, les assurances, les banques, le secteur des technologies de l'information et la restauration, où les chiffres d'affaires sont en très nette augmentation par rapport au trimestre précédent. Une croissance toujours vigoureuse des chiffres d'affaires a également été observée dans les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et de conseil ainsi que dans le commerce de gros. Dans le commerce de détail, en revanche, la marche des affaires a été très fluctuante. La faiblesse de l'euro a continué de se traduire par un renforcement du tourisme d'achat dans les pays voisins, notamment dans les régions frontalières. Au total, la dynamique de la marche des affaires dans le commerce de détail s'est quelque peu affaiblie; cela étant, le recul des chiffres d'affaires a été plus souvent imputable à de fortes baisses des prix qu'à un tassement de la demande.

2 Utilisation des capacités de production

Globalement, le taux d'utilisation des capacités de production a été jugé légèrement inférieur à celui du quatrième trimestre. Tant dans l'industrie que dans la construction et les services, il a dépassé le niveau habituel de façon moins marquée qu'au trimestre précédent.

L'utilisation des capacités a été satisfaisante pour l'ensemble de l'industrie manufacturière. 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 plutôt élevé dans la fabrication de matières plastiques, l'industrie horlogère, la chimie et dans les entreprises de transformation du bois. Une sous-utilisation des capacités a été signalée par quelques entreprises du secteur pharmaceutique et de l'industrie textile.

Dans le secteur de la construction, le taux d'utilisation des capacités de production a conservé un niveau élevé, bien que nettement inférieur à celui du trimestre précédent. Aucune entreprise n'a présenté de taux d'utilisation des capacités insuffisant. Tandis qu'au trimestre dernier, les interlocuteurs escomptaient une utilisation des capacités plutôt en baisse, ils tablent à présent sur une légère reprise au cours des prochains mois.

Comme au trimestre précédent, le taux d'utilisation des capacités dans les services a été qualifié de normal. Il a atteint de loin son plus haut niveau dans les bureaux d'ingénieurs, d'architectes et de conseil. La branche du voyage et les fabricants de logiciels ont fait état d'un taux d'utilisation plutôt élevé. Dans l'ensemble, il a été normal pour le commerce. Une sous-utilisation des capacités a été observée dans l'hôtellerie et dans les banques; ces dernières ont déploré une marche des affaires décevante concernant la gestion de fortune.

3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, la poursuite du redressement de la marche des affaires a de nouveau eu un impact positif sur la demande de main-d'œuvre. D'une façon générale, les entreprises industrielles ont jugé le niveau de leurs effectifs relativement faible, mais plus proche des besoins. Néanmoins, les entreprises ont de nouveau fait preuve d'une certaine prudence en matière de recrutement. Un manque de main-d'œuvre a été constaté dans l'industrie horlogère, l'industrie chimique et dans les branches électrique et électronique. Par ailleurs, les ressources en personnel ont été à peine suffisantes dans l'industrie de transformation du bois. Quelques rares entreprises du secteur du textile et de celui de la fabrication et de l'usinage des métaux ont signalé des effectifs plutôt excédentaires.

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 déclaré avoir eu davantage de difficultés à pourvoir les postes vacants. La raréfaction de la main-d'œuvre disponible s'est parfois traduite par un goulet d'étranglement.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs a été considéré comme adéquat dans l'ensemble, voire légèrement insuffisant. Des besoins de recrutement ont surtout été signalés dans les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études, les agences de placement de personnel et les entreprises du secteur des technologies de l'information. L'hôtellerie a enregistré un léger sureffectif.

Globalement, le recrutement de nouveaux collaborateurs a de nouveau été jugé plus ardu que d'ordinaire. Par rapport à l'appréciation faite au trimestre précédent, l'embauche de personnel a été moins aisée et a exigé des moyens plus importants dans tous les secteurs. Ce phénomène a été particulièrement marqué dans l'industrie chimique, la branche électrique, les agences de placement de personnel ainsi que dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs. D'une manière générale, trouver de la main-d'œuvre très qualifiée reste une tâche plutôt délicate. Bien que la libre-circulation des personnes ait eu des effets globalement positifs, le marché semble asséché pour certaines catégories professionnelles. Le commerce de détail, quant à lui, n'a pas connu de problèmes de recrutement notables.

Dans la plupart des branches économiques, les coûts du travail par employé ont été légèrement orientés à la hausse. Cela s'explique essentiellement par les augmentations de salaires accordées pour l'année 2011. Par rapport aux données du trimestre précédent, la pression sur les salaires s'est accrue, en particulier dans une partie de l'industrie manufacturière ainsi que dans le secteur des services. L'industrie des machines, l'industrie horlogère et l'industrie pharmaceutique, notamment, ont été confrontées à une élévation des coûts du travail par employé. Dans la construction aussi, la pression sur les salaires s'est maintenue. En ce qui concerne les services, ce sont surtout les assurances, le commerce de détail, les entreprises du secteur des technologies de l'information et les agences de placement de personnel qui ont enregistré un renchérissement des coûts du travail.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

Comme aux trimestres précédents, les marges bénéficiaires dans l'industrie manufacturière ont été jugées beaucoup plus faibles que d'ordinaire. En soi, l'accroissement des volumes de production et des chiffres d'affaires a continué d'améliorer les marges, car les frais fixes sont mieux absorbés, mais cet effet n'est pas parvenu à compenser la pression générale exercée sur celles-ci. Les marges devraient rester sous pression: d'une part, les entreprises prévoient une nouvelle hausse des prix d'achat; d'autre part, les prix de vente en francs ne devraient guère pouvoir être augmentés dans la même mesure, en raison d'une vive concurrence et de l'effet des cours de change.

Dans le secteur de la construction, les marges bénéficiaires ont été qualifiées de pratiquement normales. L'appréciation de la situation est meilleure qu'au trimestre précédent. Les entreprises continuent de tabler sur des prix d'achat (matières premières) en hausse. Elles ont estimé que leur marge de manœuvre en termes de relèvement des prix de vente était un peu plus faible qu'au trimestre précédent. La concurrence avec les fournisseurs étrangers s'est de nouveau intensifiée en Suisse.

Dans l'ensemble, les interlocuteurs du secteur des services ont considéré leurs marges bénéficiaires comme quasi normales. Cette appréciation s'est même légèrement améliorée en comparaison trimestrielle. Comme aux trimestres précédents, le résultat global a été influencé négativement par les marges nettement insatisfaisantes dans le secteur des banques. Les causes en sont, outre le faible niveau des taux d'intérêt, la persistance d'une concurrence intense dans le domaine des prêts hypothécaires ainsi que l'évolution des cours de change, qui a pesé sur les recettes issues de la gestion de fortune. Sont aussi considérées comme insuffisantes les marges bénéficiaires dans les agences de placement de personnel, les fiduciaires, les bureaux de conseil, les entreprises de transport et l'hôtellerie. Pour leur part, les agences de voyage, les entreprises du secteur des technologies de l'information et les sociétés de gestion immobilière ont affiché des marges plutôt confortables.

5 Répercussions de la revalorisation du franc

Comme aux deux trimestres précédents, les entreprises ont également été interrogées sur la situation en matière de cours de change lors de l'enquête de janvier et de février 2011. Concernant l'impact de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires, 47% d'entre elles ont signalé des retombées négatives dans l'ensemble. La situation n'a donc pas évolué depuis le quatrième trimestre 2010. 37% n'ont remarqué aucun effet et 16% ont évoqué des répercussions positives.

L'impact est cependant très variable d'un secteur de production à l'autre. De nouveau, l'industrie manufacturière a été la plus touchée par l'appréciation du franc. Les effets négatifs se sont essentiellement traduits par une forte réduction des marges bénéficiaires et – dans une moindre mesure – par une baisse des quantités vendues. Les effets positifs se sont avant tout manifestés par des prix à l'importation plus faibles et, en partie, par une réduction des coûts d'investissement.

Pour la majorité des entreprises du secteur de la construction et des services, la revalorisation du franc n'a pas eu d'impact. Ses effets ont toutefois été particulièrement perceptibles dans le tourisme.

6 Perspectives

D'une manière générale, les perspectives concernant la marche des affaires, l'emploi et les investissements restent favorables. La plupart des entreprises font preuve d'un optimisme prudent.

Dans leur grande majorité, les entreprises 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. De la main-d'œuvre supplémentaire devrait être recrutée, mais à une cadence toutefois un peu moins soutenue qu'au quatrième trimestre 2010. Dans une perspective à long terme, les interlocuteurs se sont certes encore montrés réservés quant à la durabilité de l'essor actuel, mais la confiance s'est légèrement accrue.

Dans le secteur de la construction, les entreprises sont demeurées majoritairement confiantes. Aucun «décrochage» ne semble être en vue. Les entreprises estiment que les chiffres d'affaires et l'utilisation des capacités vont continuer de progres-

ser modérément; les avis positifs à cet égard sont même en légère hausse par rapport au trimestre précédent. Elles envisagent aussi d'augmenter légèrement l'emploi. En ce qui concerne l'immobilier résidentiel, les entreprises s'attendent à ce que le taux d'utilisation des capacités se stabilise au niveau élevé enregistré actuellement.

Dans le secteur des services, les attentes restent favorables en ce qui concerne l'évolution des affaires au cours des six prochains mois. L'appréciation des perspectives relatives aux chiffres d'affaires, au taux d'utilisation des capacités de production ou à l'emploi est plutôt meilleure qu'au trimestre précédent. Les représentants du secteur des technologies de l'information, des agences de voyage ainsi que plusieurs entreprises de restauration sont particulièrement optimistes s'agissant de leurs chiffres d'affaires. La confiance est également manifeste dans les banques, les entreprises du secteur immobilier et le commerce de gros. Les hôtels situés dans les régions touristiques se sont en revanche montrés réservés.

Les risques à l'échelle internationale qui avaient été cités le plus souvent les trimestres précédents – incertitudes concernant la durabilité de la reprise de l'économie mondiale et menaces liées à l'endettement des banques et des Etats européens – se sont quelque peu affaiblis. Ce sont désormais les risques liés aux bouleversements en Afrique du Nord qui passent au premier plan. Certaines branches sont confrontées au fort renchérissement des matières premières.

Les incertitudes quant à l'évolution économique future ont diminué dans l'ensemble. Les interlocuteurs sont surtout préoccupés par l'érosion des marges, les difficultés liées à la pénurie de personnel, une nouvelle revalorisation éventuelle du franc et l'envolée des prix des matières premières. Comme aux trimestres précédents, quelques interlocuteurs ont fait part de leur inquiétude quant à la persistance de faibles taux d'intérêt et à de possibles risques d'inflation.

Les plans d'investissement sont toujours orientés à la hausse, notamment dans l'industrie et – dans une moindre mesure – dans les services. Dans l'industrie, les attentes à cet égard se sont raffermies par rapport au quatrième trimestre 2010, tant pour les investissements en biens d'équipement que pour les investissements en constructions. Dans la construction, les interlocuteurs ont l'intention de maintenir les investissements au niveau actuel.

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

Premier trimestre 2011

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au premier trimestre, qui a été menée en janvier et en février 2011, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont interrogé de manière systématique et pour la troisième fois les entreprises au sujet des cours de change, afin de quantifier l'impact de la revalorisation du franc. Au total, 243 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

Depuis mi-2007, le franc suisse fait l'objet de pressions à la revalorisation. Comme le montre le graphique 1, l'appréciation du franc influe de manière très contrastée sur les différents secteurs économiques. Au total, 47% des entreprises ont indiqué que son impact avait été négatif (23% fortement négatif et 24% modérément négatif). Cette évolution correspond au résultat obtenu au dernier trimestre 2010, selon lequel les entreprises affectées représentaient 45% de l'échantillon global.

D'autre part, 37% des entreprises n'ont pas constaté d'impact important de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires. Comme l'illustre le graphique 2, il s'agit surtout d'entreprises qui soit ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change, soit ont vu l'impact de ces variations se neutraliser en raison des stratégies de couverture adoptées ou du fait de la compensation des effets négatifs et positifs. 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 16% restants ont déclaré que la revalorisation avait eu un impact positif sur la marche de leurs affaires.

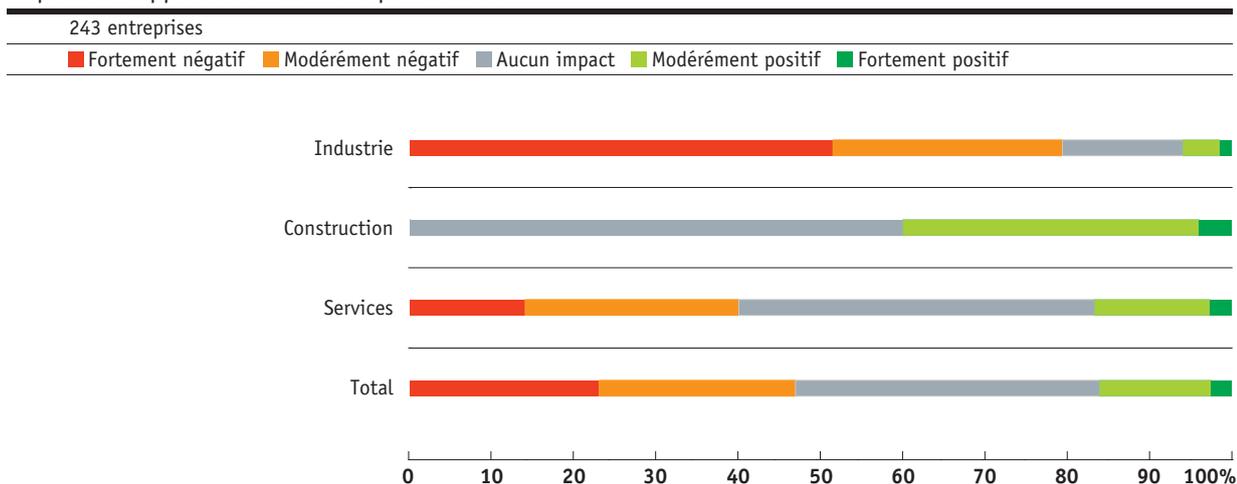
Les entreprises affectées sont le plus souvent issues de l'industrie manufacturière. Du quatrième trimestre 2010 au 1^{er} trimestre 2011, l'ampleur de l'impact négatif dans ce secteur s'est stabilisée: 28% des entreprises signalaient un impact modérément négatif et 51% un impact fortement négatif.

Dans les services, la majorité des entreprises (60%) est restée épargnée. Cependant, la proportion d'entreprises confrontées à des effets fortement négatifs a augmenté par rapport au quatrième trimestre 2010 (14% contre 7% au trimestre précédent). Dans la construction, les résultats des enquêtes précédentes se sont confirmés: jusqu'ici, la revalorisation du franc n'a guère eu de retombées négatives. Dans ce secteur, 40% des entreprises interrogées ont même fait état d'un impact plutôt positif sur la marche de leurs affaires. Il convient toutefois de souligner que certaines entreprises industrielles voisines de la construction ont signalé un impact négatif résultant du durcissement de la concurrence étrangère. Ces sociétés font cependant partie de l'industrie manufacturière et n'influencent donc pas les résultats du secteur de la construction.

2 Conséquences négatives: dans quel secteur et à quel degré?

Un peu moins de la moitié des entreprises interrogées (114) 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. Une grande majorité des entreprises affectées se sont trouvées confrontées à une réduction des marges bénéficiaires sur leurs principaux marchés d'exportation. Dans la plupart des cas, ce phénomène est dû à une baisse des prix exprimés en francs suisses. 37% des entre-

Graphique 1
Impact de l'appréciation du franc par secteurs



Source: BNS.

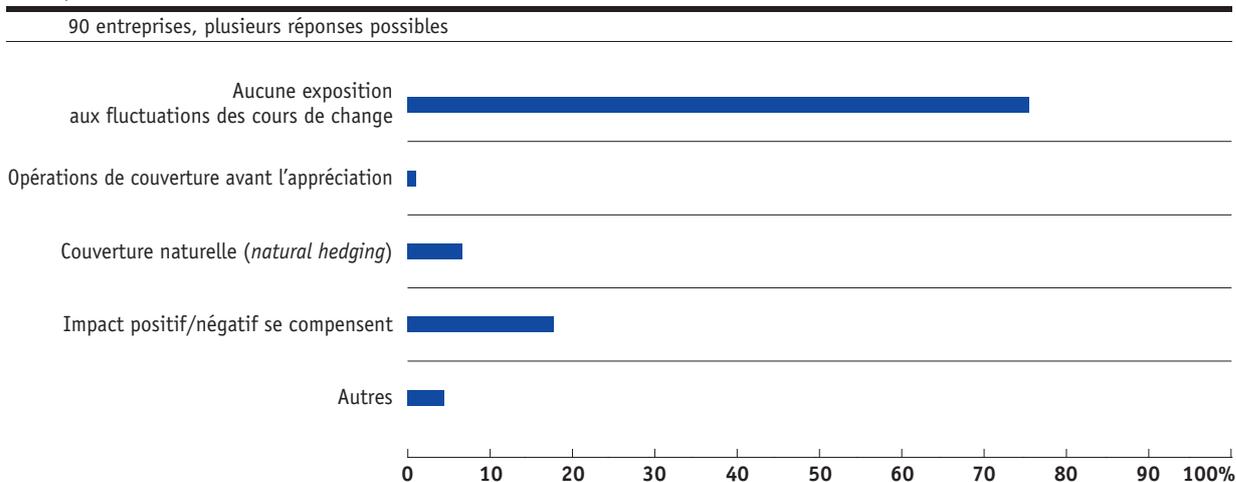
prises ont par ailleurs enregistré un recul des quantités vendues. Outre l'impact direct sur les exportations, les entreprises ont également signalé un impact indirect (voir le tiers inférieur du graphique 4). Dans 11% des cas, les effets négatifs se sont traduits par une baisse des prix de vente chez les fournisseurs d'entreprises à vocation exportatrice. Pour les sociétés soumises à la pression de la concurrence due à des importations moins chères, l'impact négatif a revêtu la forme d'une baisse des prix, des marges et des quantités vendues. Les interlocuteurs ont été nettement plus nombreux à signaler qu'un nombre croissant de clients à l'étranger essaie de payer en euros.

La métallurgie, les biens d'équipement (fabricants de matériel électronique, d'instruments de pré-

cision et une grande partie de l'industrie des machines) ainsi que l'industrie des denrées alimentaires et l'industrie textile ont été les plus touchés par la revalorisation du franc. Par rapport à l'enquête menée au trimestre précédent, les résultats dans l'hôtellerie se sont nettement dégradés. Huit des vingt hôtels interrogés ont mentionné un impact modérément négatif et quatre un impact fortement négatif de ce raffermissement. Les huit hôteliers restants pour leur part déclaré ne pas en avoir ressenti les effets. Les représentants du tourisme ont été davantage préoccupés par les cours de change qu'au trimestre précédent. Ils craignent par ailleurs que les effets négatifs s'accroissent à partir de la mi-2011.

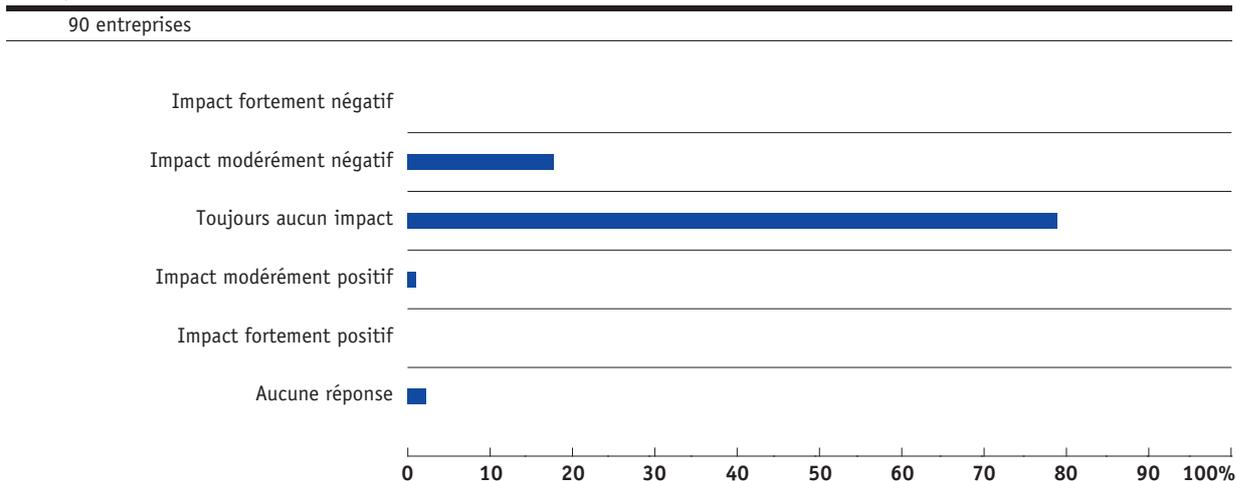
Quant au commerce de détail, il présente une image très contrastée. Dans les régions frontalières

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.

surtout, il a été confronté à des évolutions défavorables en ce qui concerne le tourisme d'achat à l'étranger. Le recul des chiffres d'affaires constaté dans certains cas s'explique toutefois en partie par des baisses de prix massives. Mais le commerce de détail a également 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 et des assurances ont fait état d'effets négatifs. En règle générale, les représentants de la restauration et de l'hébergement, de la branche des transports et de la logistique, des technologies de l'information, des fiduciaires, des bureaux d'architectes et des

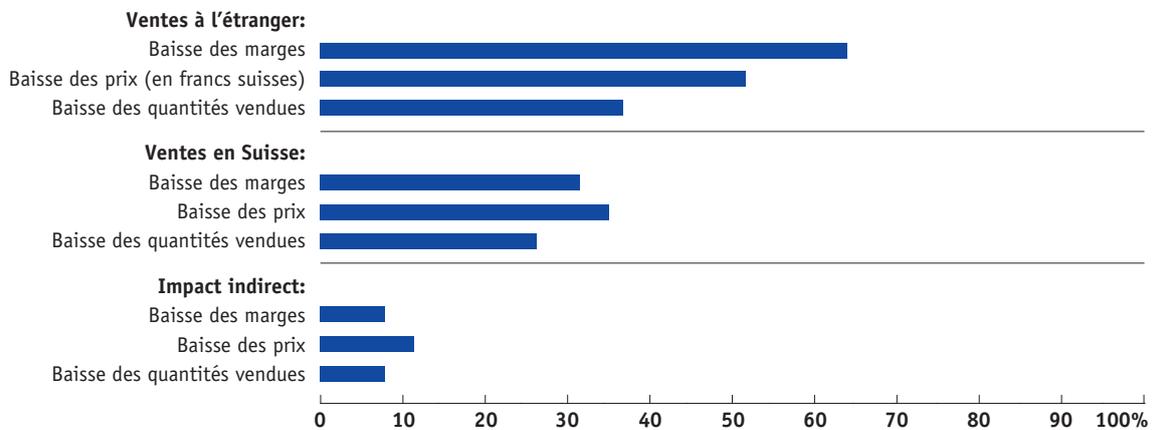
agences de placement de personnel ont déclaré n'avoir perçu aucun effet ou avoir observé un effet positif.

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 des mesures prises par la grande majorité des entreprises. Des hausses de prix à effet compensatoire n'ont pu être appliquées que dans un nombre limité de cas. Les

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

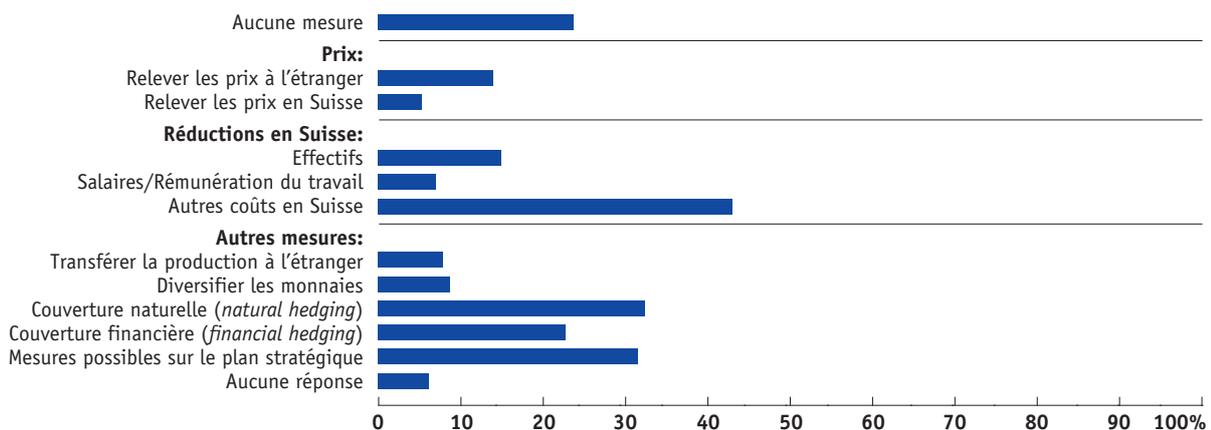
114 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

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

114 entreprises, plusieurs réponses possibles



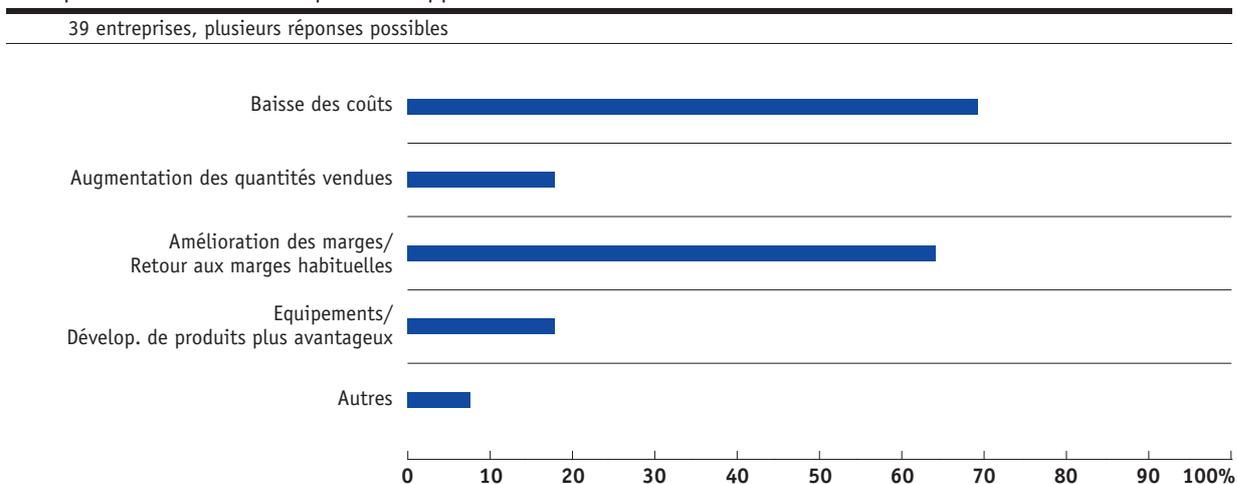
Source: BNS.

mesures visant à abaisser les coûts de production ont été beaucoup plus souvent 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'économie portent sur les autres coûts de production. Le recours à des stratégies de couverture est très répandu. Un peu plus de 30% des entreprises affectées (contre 25% lors de l'enquête du trimestre précédent) ont en outre indiqué qu'elles réfléchissaient à des orientations stratégiques fondamentales concernant leur avenir.

4 Impact positif: dans quel secteur et à quel degré?

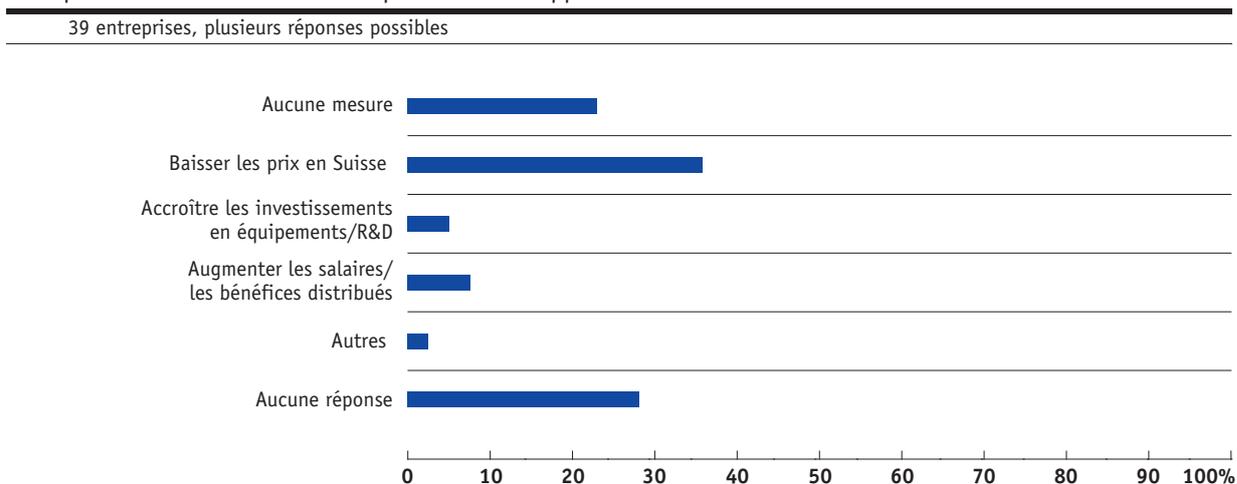
Parmi les entreprises interrogées, 39 (soit 16%) ont bénéficié d'un impact faiblement, voire fortement positif découlant de la revalorisation du franc. Comme le montre le graphique 6, ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production et/ou une augmentation des marges bénéficiaires. Une partie des entreprises a en outre mentionné des conditions plus avantageuses pour les investissements ainsi que pour la recherche et le développement. D'après le graphique 7, l'amélioration de ces conditions devrait en premier lieu entraîner une augmentation

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



Source: BNS.

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



Source: BNS.

des bénéfiques et des liquidités des entreprises. Néanmoins, seulement 36% des entreprises ont réagi à cet impact positif en baissant leurs prix de vente.

5 Les attentes pour l'avenir proche demeurent positives

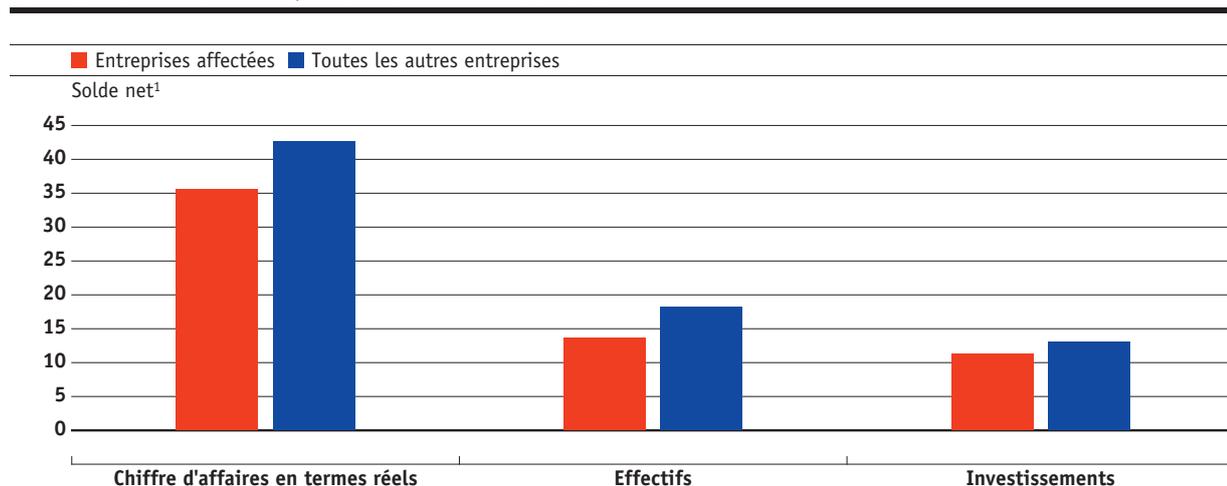
Dans le cadre de l'enquête, les entreprises ont été interrogées sur leurs attentes en ce qui concerne l'évolution de leur chiffre d'affaires en termes réels, de leurs effectifs et de leurs investissements pour les six à douze prochains mois. Leurs réponses sont réparties selon une échelle allant de «très 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 pouvoir accepter les valeurs situées entre +100 et -100. Une valeur positive de cet indice reflète, au total, des attentes positives, une valeur négative, des attentes négatives dans l'ensemble.

L'analyse effectuée 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 positive modérée 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'entreprise à l'autre.

Par rapport au trimestre précédent, les valeurs de l'indice concernant les chiffres d'affaires en termes réels se sont améliorées, en particulier pour les entreprises qui n'ont pas été affectées par la revalorisation du franc.

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 sous www.snb.ch.

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'attendait la BNS, les risques restent importants à l'échelle mondiale. Cependant, la prévision d'inflation conditionnelle montre que la politique expansionniste ne pourra pas être maintenue pendant les trois prochaines années sans remettre en cause 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. Une fois encore, l'évolution des cours de change, en particulier la hausse sensible du franc dans les derniers jours de l'exercice a, de loin, eu 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 laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif restant de maintenir 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 maintenir 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 BNS décide de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle laisse inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, son objectif étant de maintenir 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. Elle précise toutefois qu'au vu des risques élevés d'un affaiblissement de l'activité, elle prendrait toutes les mesures nécessaires pour contrer ces risques s'ils devaient se concrétiser et induire un nouveau danger de déflation dû à la revalorisation du franc.

La BNS présente son nouveau processus de mise en œuvre de la politique monétaire. Ce processus repose sur la résorption progressive des liquidités excédentaires au moyen de pensions de titres et d'émissions de Bons de la BNS.

Mai 2010

Le 10 mai, la BNS, la Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne réactivent l'accord de swap conclu dans le but d'approvisionner les marchés en dollars des Etats-Unis. Les banques centrales tiennent ainsi compte des nouvelles tensions apparues sur les marchés monétaires en dollars des Etats-Unis.

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 (2,4%).

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

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

Langues

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

Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en
allemand:

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

français:

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

anglais:

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

Internet

www.snb.ch