

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2011 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	SNB Policy Paper Marché obligataire en francs suisses: traversée sereine de la crise financière
52	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 septembre 2011

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et informations disponibles jusqu'au 15 septembre 2011.

Table des matières

7	1	Décision de politique monétaire du 15 septembre 2011
8		Stratégie de politique monétaire de la BNS
9	2	Conditions-cadres de l'économie mondiale
9	2.1	Marchés financiers et des matières premières
10	2.2	Etats-Unis
11	2.3	Zone euro
12	2.4	Japon
13	2.5	Economies émergentes d'Asie
14	3	Evolution économique en Suisse
14	3.1	Demande globale et production
17	3.2	Marché du travail
18	3.3	Utilisation des capacités de production
19	3.4	Perspectives économiques
20	4	Prix et anticipations inflationnistes
20	4.1	Prix à la consommation
22	4.2	Prix à la production et à l'importation
22	4.3	Prix de l'immobilier
23	4.4	Anticipations inflationnistes
24	5	Evolution monétaire
24	5.1	Mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-juin
25	5.2	Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux
27	5.3	Cours de change
28	5.4	Marché des actions
29	5.5	Agrégats monétaires et crédits bancaires

Avant-propos

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

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

Les chapitres 2 à 5 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en septembre 2011. Le chapitre 1 («Décision de politique monétaire du 15 septembre 2011») est repris du communiqué de presse qui a été publié à la suite de l'examen de la situation du 15 septembre 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 Décision de politique monétaire du 15 septembre 2011

La Banque nationale suisse (BNS) fera prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro, fixé le 6 septembre dernier, avec toute la détermination requise. Elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle continue de viser un Libor à trois mois proche de zéro et maintiendra le total des avoirs à vue à la BNS largement au-dessus de 200 milliards de francs.

Par ces mesures, la Banque nationale entend contrer la grave menace pesant sur l'économie suisse et le risque de développements déflationnistes, associés à une surévaluation extrême du franc. Même à 1,20 franc pour un euro, la monnaie helvétique reste à un niveau élevé. Elle devrait continuer à s'affaiblir sur la durée. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, la Banque nationale prendra des mesures supplémentaires.

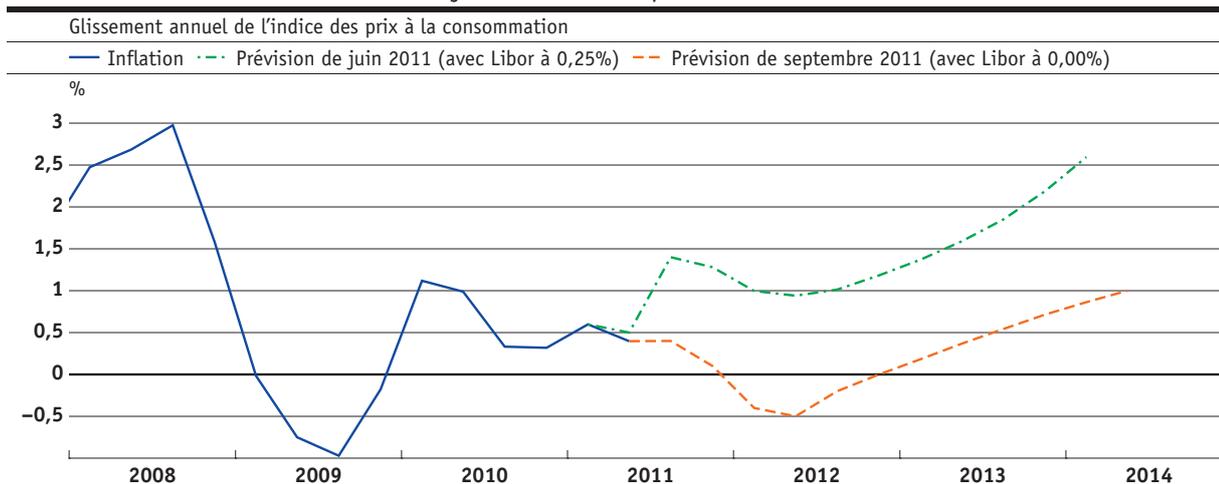
La croissance de l'économie mondiale a fortement ralenti au deuxième trimestre. Les perspectives économiques des pays industrialisés, en particulier, se sont nettement assombries. En Suisse, le développement de la conjoncture est entravé à la fois par la force du franc et par le fléchissement de la demande étrangère. La Banque nationale prévoit

que la croissance du PIB s'interrompra au second semestre. C'est seulement en raison de l'évolution favorable au premier semestre qu'elle table sur une progression du PIB comprise entre 1,5% et 2% en 2011. Sans les effets stabilisateurs du cours plancher, le risque de récession serait considérable.

Les incertitudes qui pèsent sur l'évolution future de l'économie mondiale demeurent extrêmement élevées, et les risques pour le système financier international se sont considérablement accrus. La détérioration des perspectives de croissance et les problèmes budgétaires des pays industrialisés grèvent la confiance sur les marchés financiers à l'échelle mondiale.

Compte tenu de la très forte appréciation du franc et de la dégradation des perspectives pour l'économie mondiale, la Banque nationale a nettement corrigé vers le bas sa prévision d'inflation conditionnelle. Cette dernière montre un taux d'inflation de 0,4% pour 2011, de -0,3% pour 2012 et de 0,5% pour 2013. La prévision d'inflation repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois de 0% et d'un nouvel affaiblissement du franc. Il n'existe en Suisse aucun risque d'inflation dans un avenir proche. Par contre, des risques à la baisse pourraient survenir au niveau de la stabilité des prix si le franc devait cesser de s'affaiblir.

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



Source: BNS.

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

**Prévisions d'inflation conditionnelles de juin 2011, avec Libor à 0,25%,
et de septembre 2011, avec Libor à 0,00%**

	2011				2012				2013				2014				2011	2012	2013	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.				
Prévision de juin 2011, Libor à 0,25%		0,5	1,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,2	2,6					0,9	1,0	1,7
Prévision de septembre 2011, Libor à 0,00%			0,4	0,1	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0				0,4	-0,3	0,5

Source: BNS.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice 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. 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. Pas ailleurs, la BNS fait actuellement prévaloir un cours plancher pour l'euro.

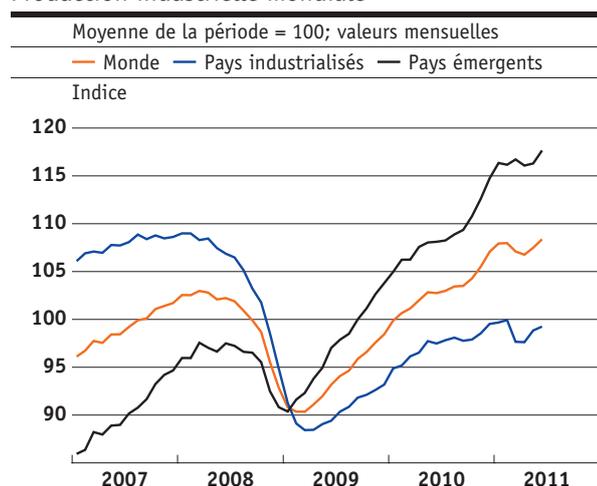
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale a davantage perdu de sa vigueur qu'escompté. L'impact tardif de la hausse marquée des prix de l'énergie au premier trimestre a bridé la demande au niveau international. En outre, la catastrophe qui s'est produite au Japon a entraîné des interruptions de production. Aux Etats-Unis et dans la zone euro, le PIB a affiché un taux de croissance décevant au deuxième trimestre, tandis qu'au Japon, il s'est encore contracté.

Ces derniers mois, les prix de l'énergie se sont stabilisés, et les problèmes de livraison qui ont découlé du tremblement de terre au Japon ont diminué. Ces deux facteurs devraient quelque peu soutenir la croissance de l'économie mondiale au second semestre. Dans les pays industrialisés, la reprise devrait toutefois rester faible. L'augmentation des primes de risque sur les emprunts d'Etat européens et l'effondrement des marchés boursiers internationaux grèvent le moral des entreprises et des consommateurs. En outre, dans les pays industrialisés, les mesures prises en vue de consolider les finances publiques freinent la reprise conjoncturelle. Dans les économies émergentes, le rythme de l'expansion économique devrait, en revanche, demeurer soutenu.

La Banque nationale a nettement révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'économie mondiale. Les incertitudes qui pèsent sur l'évolution future de l'économie mondiale demeurent extrêmement élevées, et les risques d'une dégradation de l'activité restent prédominants.

Graphique 2.1
Production industrielle mondiale



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

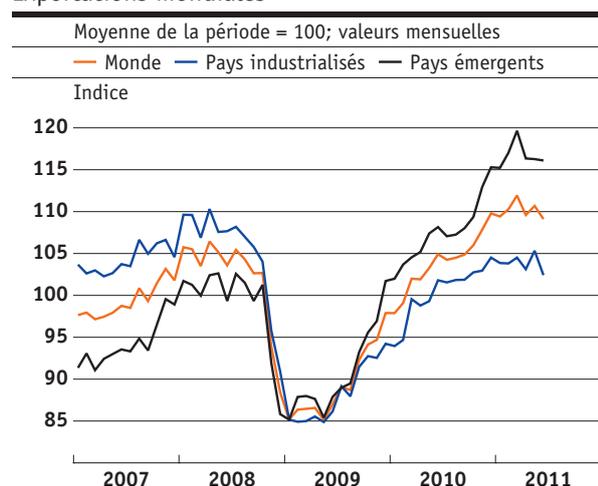
2.1 Marchés financiers et des matières premières

L'évolution des marchés financiers internationaux a été marquée par les inquiétudes des investisseurs au sujet de la viabilité des finances publiques en Europe et aux Etats-Unis et le niveau décevant des indicateurs économiques. Ni le compromis finalement adopté pour le budget américain, ni la perspective d'un nouveau plan d'aide à la Grèce, ni même les mesures de restrictions budgétaires supplémentaires décidées en Italie, en Espagne et en France n'ont réussi à calmer les incertitudes.

Les primes de risque pour les emprunts de faible qualité ont augmenté. Les marchés internationaux des actions ont en outre continué de perdre beaucoup de terrain, et l'incertitude sur le marché mesurée à l'aide de l'indice de volatilité a très fortement augmenté (voir graphique 2.3). Les tensions se sont à nouveau nettement renforcées sur le marché interbancaire européen. Sur le marché des changes, le yen en particulier s'est encore raffermi, tandis que les cours de l'euro et du dollar des Etats-Unis, pondérés par le commerce extérieur, sont restés stables (voir graphique 2.4). Les craintes d'un ralentissement conjoncturel ont conduit à de légères baisses des prix des matières premières (voir graphique 2.5).

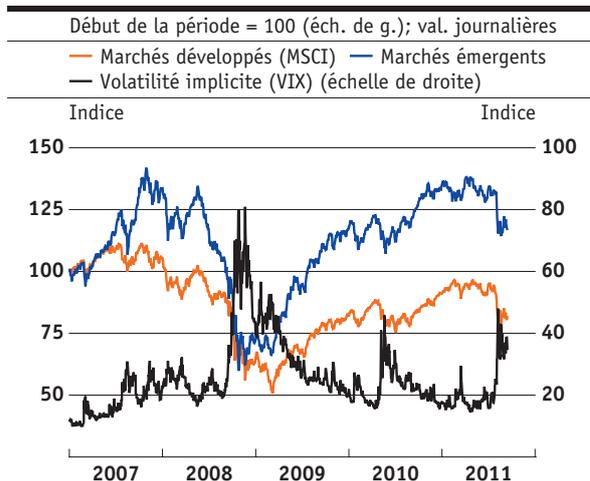
Les prévisions de la BNS reposent sur l'hypothèse d'un prix de 115 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,42 dollar pour un euro.

Graphique 2.2
Exportations mondiales



Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3
Marchés des actions



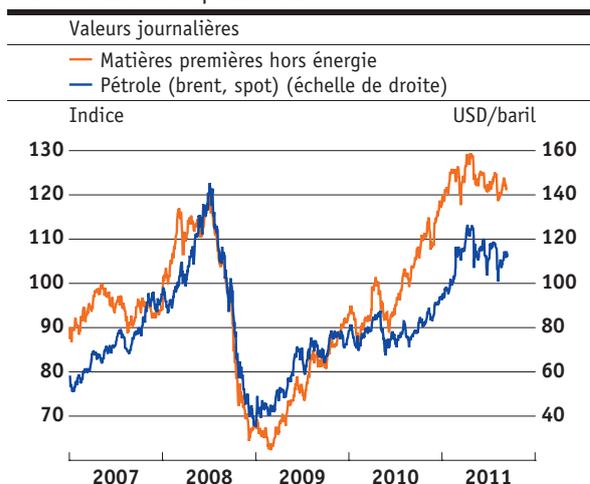
Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

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.

2.2 Etats-Unis

Durant les six premiers mois de l'année, la reprise économique s'est, contre toute attente, sensiblement essoufflée aux Etats-Unis. Après avoir pratiquement marqué le pas au premier trimestre, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de seulement 1% au deuxième trimestre, soit une hausse bien inférieure au potentiel de croissance. Le faible accroissement des revenus, les problèmes de livraison qui ont découlé du tremblement de terre au Japon, la hausse des prix des matières premières ainsi que les mesures d'austérité budgétaire ont pesé sur la demande intérieure. En outre, selon les données révisées relatives au PIB, la reprise conjoncturelle a, depuis 2009, progressé à un rythme nettement plus lent qu'escompté jusqu'ici. Le PIB reste inférieur à son niveau d'avant la crise.

Malgré la stabilisation des prix des matières premières et la résolution des problèmes de livraison ces derniers mois, les perspectives conjoncturelles se sont dégradées aux Etats-Unis. La baisse des cours des actions ainsi que les difficultés rencontrées pour trouver un accord sur le budget fédéral ont entamé la confiance des acteurs économiques. La situation sur le marché immobilier est toujours très tendue. En outre, la faible progression de l'emploi pèse sur la propension des ménages à consommer. Les mesures de consolidation budgétaire à venir devraient elles aussi freiner la croissance. Dans ce contexte, la BNS a nettement revu à la baisse sa prévision de croissance aux Etats-Unis. Pour 2011, elle s'attend à une progression du PIB de 1,6% et, pour 2012, de 1,9%.

Le renchérissement mesuré aux prix à la consommation demeure important. Le renchérissement annuel s'est accru en août, s'inscrivant à 3,8%. Les prix de l'énergie ont diminué. Par contre, l'inflation sous-jacente a continué d'augmenter pour atteindre 2%. Compte tenu du taux de chômage toujours élevé, la croissance des salaires et l'inflation sous-jacente devraient toutefois rester faibles à moyen terme.

La banque centrale américaine continue de soutenir son économie au moyen d'une politique monétaire expansionniste. Elle a ainsi maintenu à 0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur et a réinvesti le produit des titres arrivés à échéance. Comme prévu, elle a clos en juin le second et vaste programme de titres (QE2), dans le cadre duquel elle a acquis des obligations du Trésor américain pour un montant de 600 milliards de dollars. La banque centrale américaine a par ailleurs fait savoir que, compte tenu des perspectives économiques, elle ne relèverait pas le taux directeur – actuellement très bas – avant la mi-2013 au plus tôt.

2.3 Zone euro

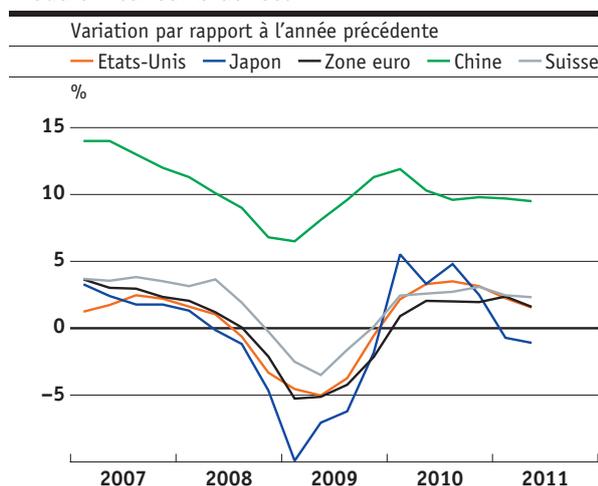
Après une croissance robuste au premier trimestre, l'activité économique a sensiblement ralenti dans la zone euro. Au deuxième trimestre, le PIB a encore progressé de 0,6% bien que, dans les pays constituant le «noyau dur» de la zone euro, l'essor ait nettement perdu de sa vigueur. En Allemagne, par exemple, la performance économique n'a crû que très faiblement, tandis qu'elle a stagné en France. Sous l'angle de la demande, la croissance du PIB a ralenti sur un large front. Les incertitudes croissantes dues à la crise latente des emprunts d'Etat ainsi que les effets temporaires, en France, de la suppression de la prime à la casse ont pesé sur la demande intérieure.

Les perspectives conjoncturelles de la zone euro se sont nettement dégradées. Les enquêtes relatives aux entrées de commandes et aux attentes en matière d'exportations indiquent un ralentissement de l'activité dans l'industrie. De plus, les mesures d'austérité annoncées par plusieurs Etats membres freinent la demande. Le moral des ménages et des entreprises s'est sensiblement assombri en août (voir graphiques 2.7 et 2.8). La BNS a révisé à la baisse sa prévision de croissance pour la zone euro et s'attend désormais, pour 2011 et 2012, à une progression du PIB de respectivement 1,6% et 1,1%.

Le renchérissement décroît progressivement dans la zone euro. Mesuré aux prix à la consommation, il a fléchi pour s'établir à 2,5% en août. Egalement en recul, l'inflation sous-jacente s'est inscrite à 1,2%. Les réductions de prix dans les secteurs de l'habillement et des chaussures ont modéré l'inflation. Les résultats d'enquêtes menées auprès des ménages et des entreprises indiquent en outre que les anticipations d'inflation ont évolué à la baisse.

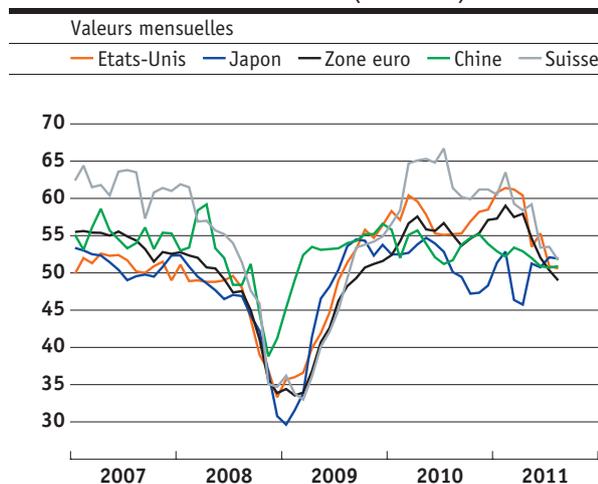
En juillet, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé de 25 points de base son taux principal de refinancement, après l'avoir augmenté en avril pour la première fois depuis la fin de la récession. En août, cependant, la situation sur les marchés des emprunts d'Etat s'est nettement durcie. La BCE a réagi en réactivant son programme d'acquisition de titres. Depuis, les marchés s'attendent à une baisse des taux d'intérêt ces prochains mois.

Graphique 2.6
Produit intérieur brut réel



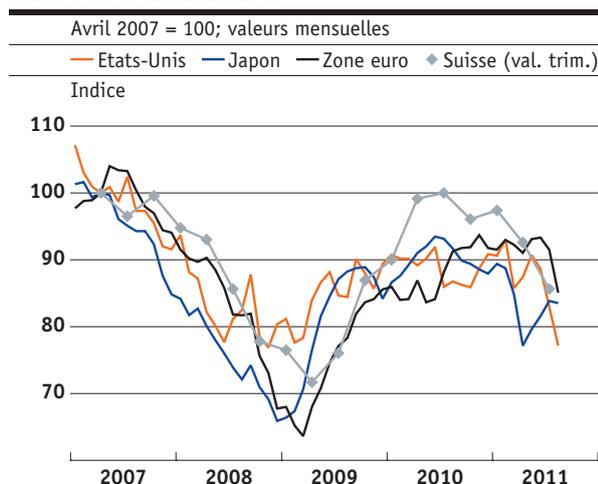
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.7
Indices des directeurs d'achats (industrie)



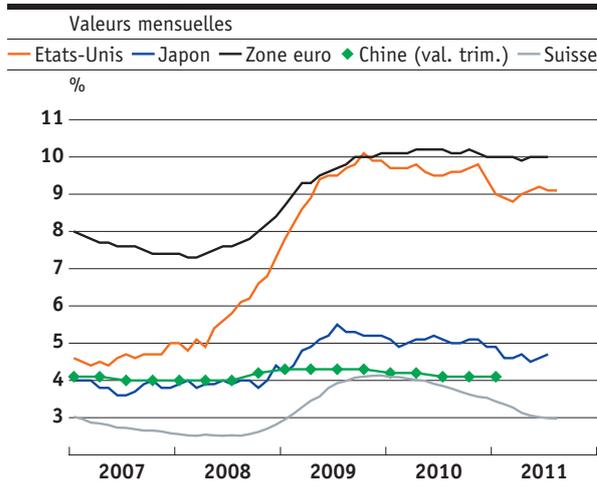
Source: Thomson Financial Datastream (© et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés).

Graphique 2.8
Climat de consommation



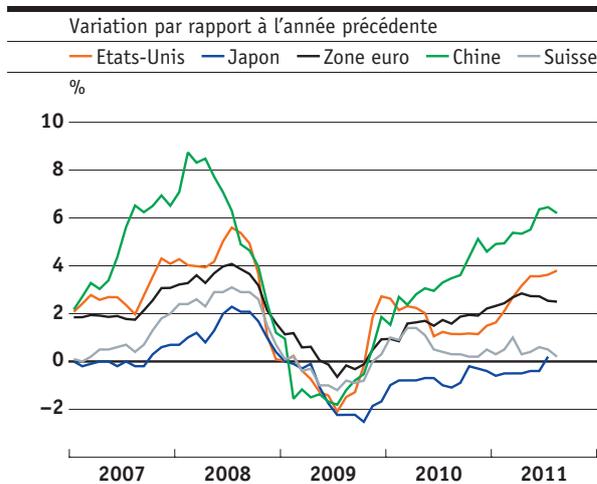
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9
Taux de chômage



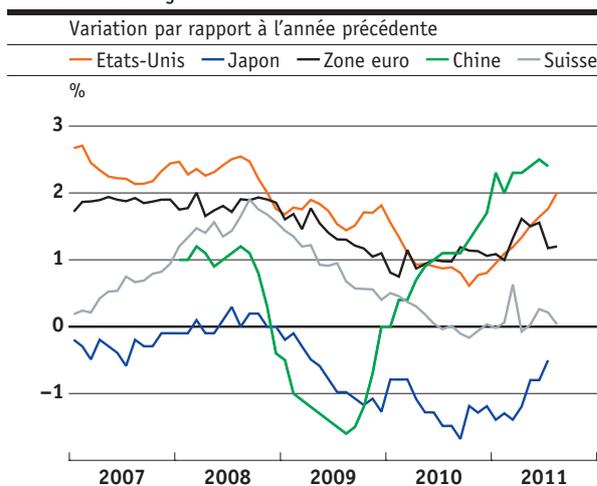
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.10
Prix à la consommation



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

Graphique 2.11
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et Thomson Financial Datastream.

2.4 Japon

Au Japon, la récession qui a suivi le tremblement de terre du mois de mars a interrompu la reprise progressive observée depuis début 2009. Le repli du PIB au premier semestre reflète des problèmes de capacités consécutifs à la destruction d'installations de production et à la pénurie d'énergie, mais aussi une diminution de la demande induite par les craintes des acteurs économiques. Mesuré au recul du PIB, le séisme qui a secoué le Japon au début de l'année est l'une des catastrophes naturelles les plus coûteuses depuis la Seconde Guerre mondiale.

La conjoncture devrait se redresser durant le second semestre et permettre de compenser la contraction du PIB. Le processus de rattrapage a d'ailleurs déjà commencé au deuxième trimestre et repose sur une large assise. Ainsi, la production industrielle et les exportations de biens ont quasiment comblé leur retard. Parallèlement, on observe du côté des consommateurs une hausse de la demande d'appareils ménagers à faible consommation d'énergie. Fin juillet, le gouvernement japonais a adopté une seconde enveloppe budgétaire de 2 000 milliards de yens (l'équivalent de 0,4% du PIB) en vue de soutenir les régions sinistrées. Un autre budget supplémentaire est prévu pour la reconstruction. Les perspectives de croissance à moyen terme restent toutefois modérées, du fait de la délocalisation progressive de la production à l'étranger, qui pèse sur le potentiel de croissance. La BNS table sur un recul de 0,4% du PIB japonais en 2011, mais s'attend à une forte croissance de rattrapage pour 2012 (2,6%).

Au Japon, les prix à la consommation continuent de baisser. A la suite de la récente adaptation du panier-type des consommateurs, les taux d'inflation pour les mois écoulés ont, en outre, nettement été révisés à la baisse. Etant donné que les capacités de production sont loin d'atteindre leur taux d'utilisation normal, du fait de la lenteur de la reprise, la pression sur les prix reste très modérée. De plus, la fermeté du yen freine la hausse des prix à l'importation.

En août, le ministère des finances japonais est intervenu sur le marché des changes pour combattre l'appréciation du yen. Via un fonds spécial de quelque 80 milliards de francs suisses, il est également prévu d'accorder des facilités de crédit aux entreprises japonaises pour leur permettre d'investir à l'étranger. En outre, la Banque du Japon a augmenté de l'équivalent d'environ 85 milliards de francs le budget destiné à l'acquisition d'actifs. Elle a laissé inchangé à 0%–0,1% son taux de l'argent au jour le jour.

2.5 Economies émergentes d'Asie

L'essor conjoncturel a perdu de sa vigueur dans les économies émergentes d'Asie, à la suite du tremblement de terre au Japon et de la baisse de la demande en provenance des grandes nations industrialisées. Dans les nouveaux pays industrialisés (NPI) – à savoir la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour –, la forte croissance enregistrée pendant les trois premiers mois de l'année s'est essoufflée au deuxième trimestre. Le ralentissement est principalement imputable à l'industrie d'exportation. En Chine, la croissance économique s'est également quelque peu affaiblie. La demande intérieure chinoise s'est toutefois révélée résistante malgré les mesures macroéconomiques de resserrement monétaire.

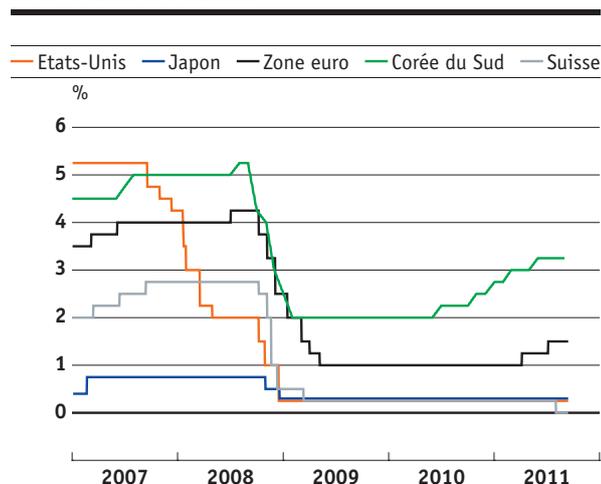
Dans la région, l'économie devrait retrouver de son dynamisme durant la seconde moitié de l'année. La consommation privée continuera d'être soutenue par l'accroissement des revenus des ménages et les incitations de l'Etat. La BNS a légèrement revu à la baisse sa prévision de croissance pour la Chine, mais elle table toujours sur une solide progression du PIB de l'ordre de 9% pour 2011 et pour 2012. Dans les NPI, la production et les expor-

tations ont regagné en dynamisme depuis le début du second semestre. En 2011, la BNS prévoit pour ces quatre économies une poursuite de la croissance du PIB relativement similaire à la moyenne des dix dernières années (environ 4,3%). En raison du tassement attendu de la demande extérieure, la prévision pour 2012 est, par contre, légèrement moins bonne.

L'inflation reste élevée dans la région. En Chine, les prix à la consommation ont augmenté de 6,2% entre août 2010 et août 2011. Cette hausse, qui est partiellement due aux prix des denrées alimentaires, devrait cependant avoir atteint son point culminant. On n'observe pour l'instant aucun signe d'une pression accrue sur les salaires. En Corée du Sud, l'inflation est supérieure à la marge de fluctuation visée par la banque centrale.

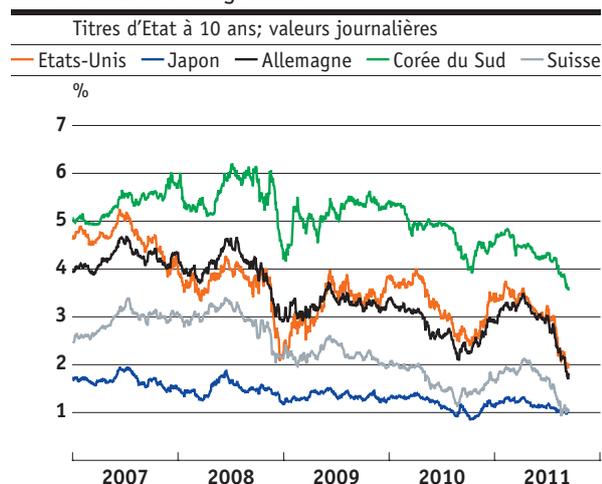
La banque centrale de Chine a une nouvelle fois renforcé les dispositions régissant les réserves minimales des banques. Elle a par ailleurs permis une légère appréciation du yuan, en valeur pondérée par le commerce extérieur. Dans les diverses économies d'Asie, les autorités monétaires continuent d'observer très attentivement la progression rapide des prix de l'immobilier.

Graphique 2.12
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.13
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

3 Evolution économique en Suisse

Dans le sillage du ralentissement de la conjoncture au niveau mondial, la croissance économique s'est également essoufflée en Suisse au deuxième trimestre 2011. Selon une première estimation, le PIB a progressé de 1,4% en termes réels (taux annualisé), après avoir crû d'environ 2,5% les quatre trimestres précédents. Les exportations de marchandises n'ont que légèrement augmenté, alors que les exportations de services ont nettement reculé. La demande intérieure finale a stagné.

Le taux d'utilisation des capacités de production reste pour l'instant élevé. Dans l'industrie manufacturière, il se situe toujours un peu au-dessus de sa moyenne à long terme. Il a même atteint un nouveau pic dans la construction. La reprise s'est aussi poursuivie sur le marché du travail au deuxième trimestre. Au troisième trimestre toutefois, elle s'est interrompue: au mois d'août, le chômage n'a que légèrement diminué.

L'impact de la récente appréciation du franc ne se reflète pas encore dans les chiffres relatifs à la production et à l'utilisation des capacités techniques au premier semestre. Le ralentissement de la conjoncture internationale et la revalorisation extrême et rapide du franc ces derniers mois ont cependant conduit à une situation difficile pour l'économie suisse. Plusieurs enquêtes révèlent que de nombreuses entreprises soumises aux pressions de la concurrence internationale pâtissent désormais d'une très forte réduction de leurs marges. Les incertitudes entourant le développement futur de la conjoncture pèsent tant sur la demande de main-d'œuvre que sur les décisions d'investissements.

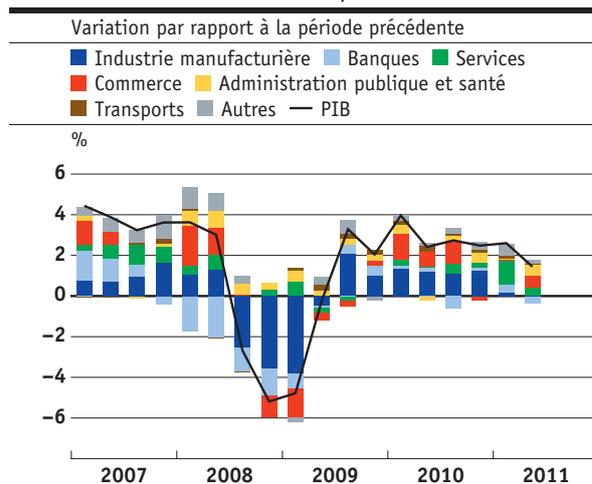
Le marché intérieur ne devrait pas non plus pouvoir se soustraire complètement à un affaiblissement de la demande sur le marché du travail. La Banque nationale s'attend à ce que la croissance s'interrompe au second semestre. Néanmoins, en raison de l'évolution favorable dans la première moitié de l'année, elle table sur une progression du PIB comprise entre 1,5% et 2% en 2011.

3.1 Demande globale et production

Croissance de 2,7% en 2010 selon l'OFS

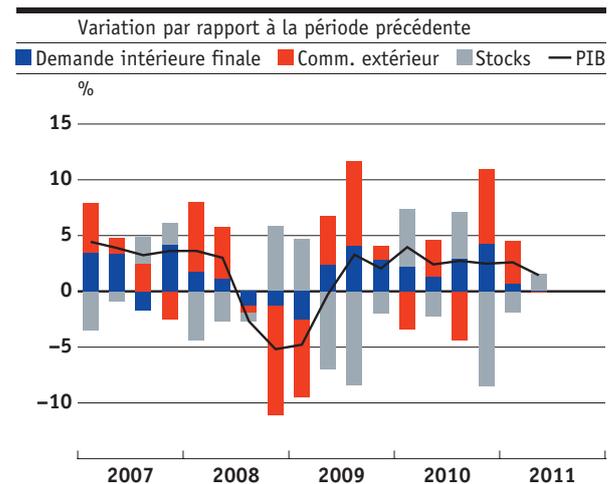
Une première estimation des comptes nationaux (CN) 2010 publiée par l'Office fédéral de la statistique (OFS) confirme la reprise rapide de l'économie suisse l'an passé, reprise qui apparaissait déjà dans les chiffres trimestriels que le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) avait initialement établis. La croissance du PIB de 2,7% estimée par l'OFS n'est que très faiblement supérieure au chiffre initial du SECO (2,6%). En ce qui concerne les diverses composantes, on observe toutefois d'importants écarts. Ainsi, après avoir fortement baissé en 2009, la création de valeur dans l'industrie manufacturière s'est ressaisie plus rapidement qu'escompté. Le commerce et la construction ont également enregistré une plus forte progression en 2010. Le secteur bancaire a par contre connu une croissance moins forte que prévu après l'effondrement dû à la crise financière. En ce qui concerne la demande, il convient surtout de noter l'augmentation des investissements en biens d'équipement depuis la fin de 2009.

Graphique 3.1
Contributions à la croissance, par secteurs



Source: SECO.

Graphique 3.2
Demande: contributions à la croissance



Source: SECO.

Signes d'un ralentissement de la création de valeur

D'après les estimations provisoires du SECO, la croissance du PIB a ralenti au deuxième trimestre pour s'inscrire à 1,4%, soit le taux de croissance trimestriel le plus faible depuis la fin de la récession. La variation par rapport au trimestre correspondant de 2010 s'est établie à 2,3%. La création de valeur a faibli surtout dans le secteur financier (banques et assurances), alors qu'elle a stagné dans l'industrie manufacturière. En revanche, l'administration publique et le commerce ont de nouveau davantage contribué à la croissance qu'aux trimestres précédents (voir graphique 3.1).

Perte de dynamisme dans le commerce extérieur

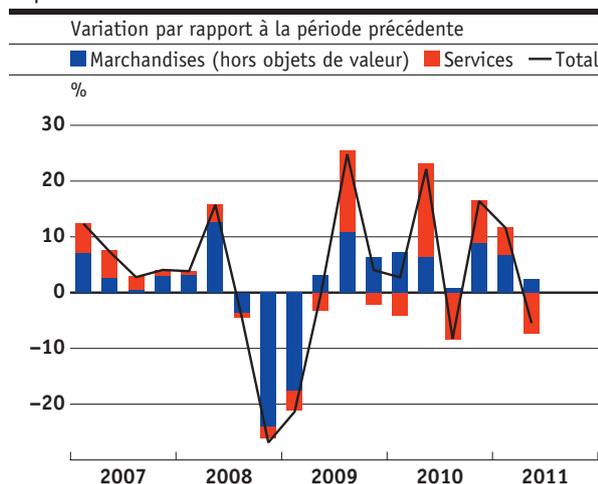
Le commerce extérieur a perdu de sa vigueur au deuxième trimestre (voir graphique 3.2). Les exportations globales ont fléchi dans le sillage du ralentissement de la croissance à l'échelle mondiale et du nouveau raffermissement du franc (voir graphique 3.3). Les importations s'étant également contractées (voir graphique 3.4), la contribution du commerce extérieur à la croissance a été légèrement négative (-0,1 point de pourcentage).

La progression des exportations de marchandises s'est sensiblement ralentie, les exportations de machines et d'instruments de précision étant particulièrement touchées. Mais de nombreuses autres branches industrielles ont également enregistré une perte de dynamisme dans leurs exportations. Seule l'horlogerie a une fois encore connu une forte expansion grâce à la demande en provenance d'Asie. Dans l'ensemble, toutefois, les exportations vers les économies émergentes d'Asie ont perdu de leur vigueur, tout comme celles à destination des Etats-Unis. Quant aux livraisons vers l'Europe, elles ont même reculé.

Les exportations de services ont sensiblement diminué au deuxième trimestre. Cette évolution s'explique non seulement par les pertes enregistrées par les banques dans leurs opérations transfrontières en raison des fluctuations de change, mais aussi par le recul des recettes nettes issues du commerce de transit. Dans le secteur du tourisme, en revanche, les exportations se sont maintenues à leur niveau du trimestre précédent, le nombre plus élevé d'hôtes asiatiques ayant compensé la baisse de fréquentation des touristes européens.

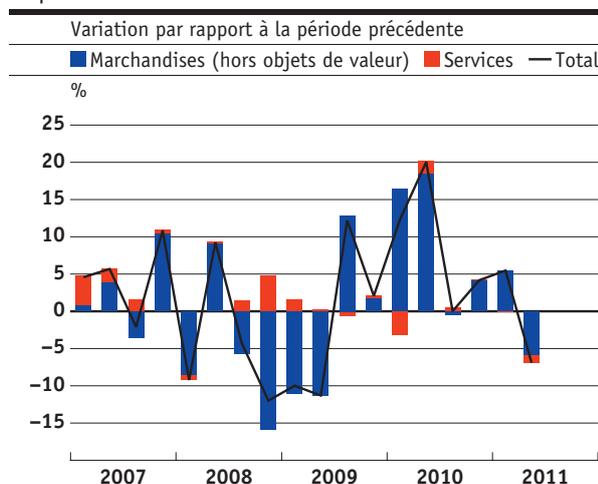
Du côté des importations, les dépenses de consommation faites à l'étranger par des résidents suisses ont légèrement augmenté en raison de la forte hausse du pouvoir d'achat. Les autres importations ont, par contre, considérablement reculé.

Graphique 3.3
Exportations: contributions à la croissance



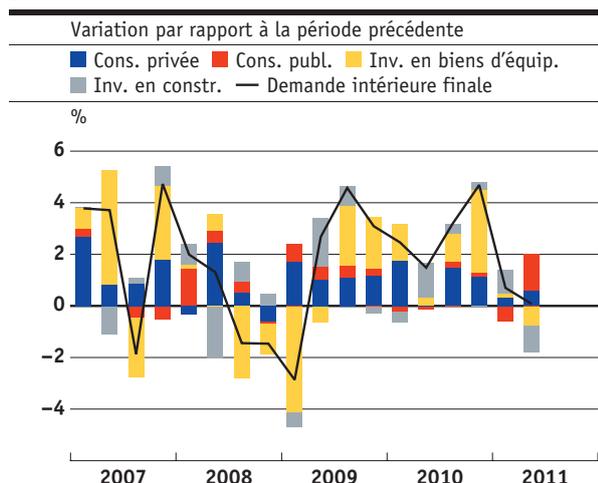
Source: SECO.

Graphique 3.4
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 3.5
Demande int. finale: contributions à la croissance



Source: SECO.

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

	2007	2008	2009	2010	2009		2010				2011	
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Consommation privée	2,3	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8	2,7	0,0	2,3	1,7	0,5	0,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,3	2,7	3,3	0,8	3,6	2,3	-1,5	-1,2	2,0	1,2	-4,7	11,5
Formation de capital fixe	5,1	0,5	-4,9	7,5	13,9	7,3	4,0	7,2	6,4	15,0	4,4	-7,6
Construction	-2,3	0,0	3,0	3,5	7,6	-2,7	-4,2	13,6	3,8	3,2	8,8	-9,7
Biens d'équipement	11,1	0,8	-10,8	10,9	19,8	16,6	11,3	2,3	8,5	25,4	1,2	-5,8
Demande intérieure finale	2,7	1,3	0,1	2,9	4,6	3,1	2,5	1,5	3,2	4,7	0,7	0,1
Demande intérieure	1,4	0,5	0,6	1,5	-3,9	0,9	6,6	-2,5	12,2	-5,0	-1,7	1,7
Exportations totales	9,6	3,1	-8,6	8,4	26,0	1,6	9,4	18,7	-11,3	15,5	14,1	-5,1
Marchandises ¹	8,3	2,1	-11,1	9,4	16,0	9,5	10,8	9,2	1,3	12,9	10,0	3,5
Services	12,8	4,3	-1,7	5,4	45,3	-6,4	-12,6	54,7	-25,4	24,4	15,3	-22,6
Demande globale	4,4	1,5	-3,0	4,0	6,2	1,2	7,6	5,2	2,5	2,3	4,0	-1,0
Importations totales	6,1	0,3	-5,5	7,3	13,1	-0,8	17,1	11,9	2,0	2,0	7,5	-6,6
Marchandises ¹	6,7	-1,0	-8,5	10,8	16,6	2,1	20,9	23,1	-0,6	5,1	6,7	-7,3
Services	11,2	4,1	7,4	-1,9	-2,8	1,8	-14,5	8,6	2,5	0,5	0,6	-5,3
PIB	3,6	2,1	-1,9	2,7	3,3	2,0	4,0	2,4	2,7	2,5	2,6	1,4

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

Source: SECO.

Demande intérieure finale faible

La demande intérieure finale a stagné au deuxième trimestre (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). La demande intérieure a certes enregistré une hausse relativement forte de 1,7%, mais cette évolution s'expliquait surtout par un relèvement marqué des stocks.

Les investissements en biens d'équipement ont diminué de 5,8% au deuxième trimestre. L'évolution des divers segments a toutefois été très contrastée. Ainsi, malgré un recul tendanciel des prix à l'importation, les investissements en véhicules et en équipements de communication ont sensiblement fléchi. A l'inverse, les investissements en machines et en produits métallurgiques, qui représentent un tiers environ des investissements en biens d'équipement, se sont accrus. Par ailleurs, la tendance positive observée ces derniers trimestres en ce qui concerne les logiciels s'est poursuivie. Dans l'ensemble, les entreprises continuent de bénéficier de conditions de financement avantageuses. Cependant, étant donné la détérioration des perspectives de débouchés, la propension des agents économiques à investir reste modérée.

Les investissements en constructions ont reculé de 9,7% au deuxième trimestre, après avoir enregistré une forte croissance au premier trimestre

en raison de températures particulièrement clémentes. Ils s'inscrivent toujours à un niveau élevé par rapport à leur moyenne historique. La construction de logements, stimulée par la faiblesse des taux d'intérêt et par l'immigration, est toujours robuste, à l'instar du génie civil qui est soutenu par la forte demande dans le domaine des projets d'infrastructures.

La consommation privée n'a que légèrement progressé au deuxième trimestre (+0,9%). Les dépenses de consommation ont été stimulées par la croissance toujours vigoureuse de la population. Parmi les différentes composantes, la demande de services notamment a augmenté, alors que les dépenses pour les denrées alimentaires ont fléchi dans une mesure considérable. La pratique de plus en plus fréquente du tourisme d'achat pourrait expliquer en partie ce recul. Les biens importés par les particuliers n'étant pas intégralement recensés, il est probable que les dépenses de consommation à l'étranger telles qu'elles ressortent des chiffres officiels soient inférieures aux dépenses effectives. Si l'on tient compte de la dégradation du climat de consommation, il faut plutôt s'attendre, malgré ces effets spéciaux, à une croissance modérée de la consommation.

3.2 Marché du travail

Hausse continue de l'emploi

L'emploi a vraisemblablement continué de progresser au deuxième trimestre en Suisse. La croissance de l'emploi à plein temps s'est inscrite à 1,5% (voir graphique 3.6). A la suite d'une modification dans la statistique de l'emploi, on ne dispose actuellement pas de données fiables sur l'évolution de l'emploi à temps partiel et des équivalents plein temps. Selon des estimations de la BNS, l'augmentation du volume des équivalents plein temps devrait s'être poursuivie au deuxième trimestre.

L'emploi à plein temps a progressé dans la plupart des branches des services, à l'exception des secteurs de l'hébergement, de l'architecture, de l'ingénierie et des services financiers, où il a reculé. Il a continué de croître dans l'industrie manufacturière, mais a légèrement fléchi dans la construction.

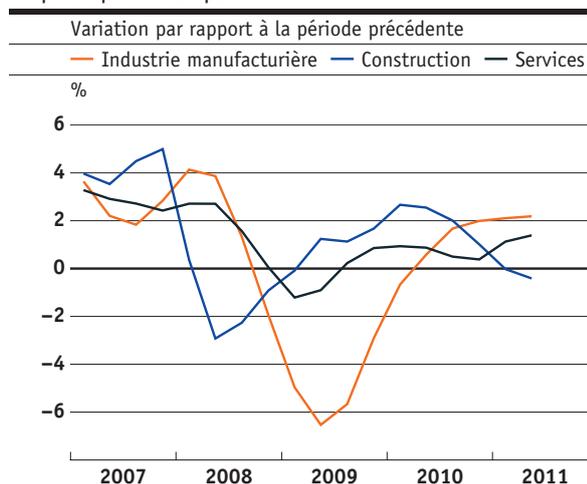
Stagnation du chômage

Le chômage, corrigé des variations saisonnières, n'a enregistré qu'un recul négligeable entre mai et août. Le taux de chômage est resté inchangé à 3% (voir graphique 3.7). Durant la même période, la proportion de demandeurs d'emploi a passé de 4,5% à 4,4%.

Les données relatives au chômage, qui sont disponibles plus rapidement que celles sur l'emploi, indiquent déjà un fléchissement de la demande de main-d'œuvre.

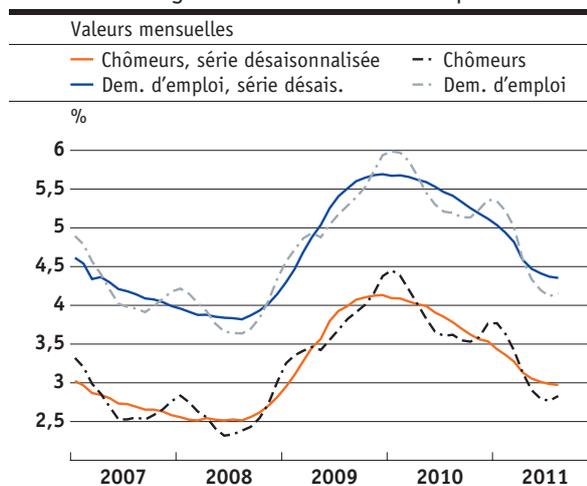
Le chômage partiel a de nouveau diminué légèrement au premier semestre (voir graphique 3.8). En juin, il concernait encore 3 400 personnes, contre 92 300 personnes lors du pic enregistré pendant la récession.

Graphique 3.6
Emplois plein temps



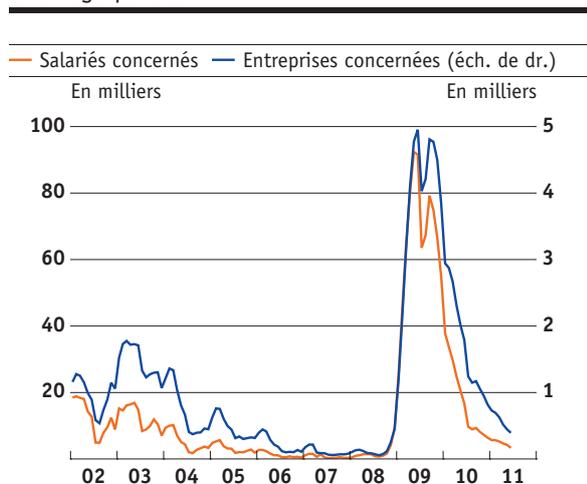
Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

Graphique 3.7
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



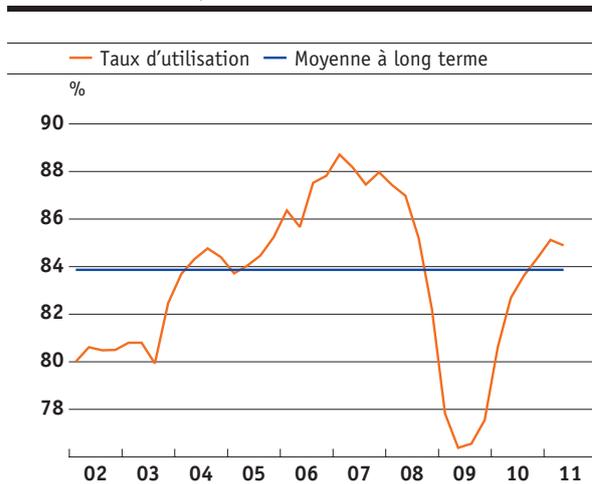
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).
Source: SECO.

Graphique 3.8
Chômage partiel



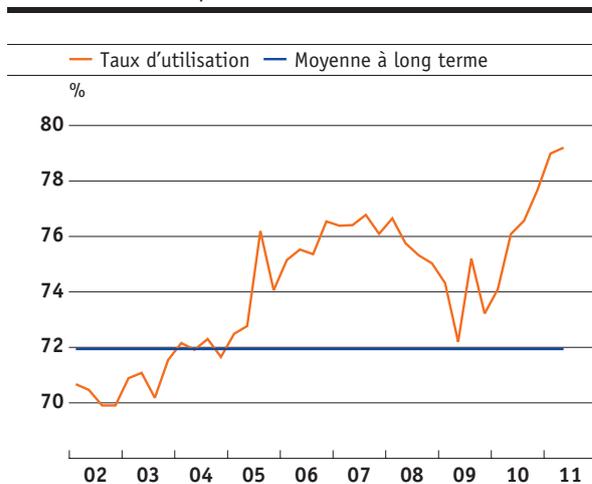
Source: SECO.

Graphique 3.9
Utilisation des capacités dans l'industrie



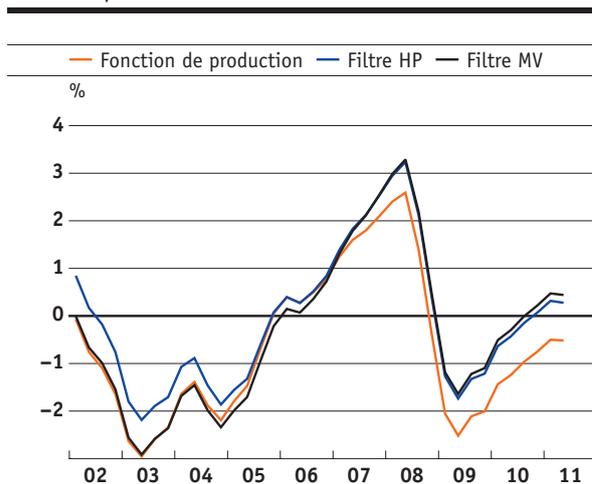
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10
Utilisation des capacités dans la construction



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11
Ecart de production



Source: BNS.

3.3 Utilisation des capacités de production

Stagnation de l'utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques a stagné dans l'industrie manufacturière au deuxième trimestre. En s'inscrivant à 84,9%, il était toujours légèrement supérieur à sa moyenne à long terme, selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (voir graphique 3.9). La part d'entreprises qui déplorent un manque de main-d'œuvre et de capacités techniques se situe également à un niveau moyen.

L'utilisation des capacités de production est toujours exceptionnellement haute dans la construction: le taux d'utilisation des machines a atteint 79,2% au deuxième trimestre, établissant ainsi un nouveau record (voir graphique 3.10). De nombreuses entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ doivent donc faire face à des capacités insuffisantes en ce qui concerne les machines et les outils, mais aussi à une pénurie de main-d'œuvre.

Toujours d'après ce centre, les entreprises de services continuent de présenter une utilisation moyenne des capacités de production. La grande majorité des sociétés interrogées estiment que l'emploi est actuellement satisfaisant.

Ecart de production presque comblé

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

Selon les estimations du potentiel de production effectuées avec différentes méthodes, le PIB se situait à peu près au niveau de ce potentiel au deuxième trimestre (voir graphique 3.11). Suivant la méthode utilisée, l'écart de production s'est établi à -0,5% (fonction de production), à 0,3% (filtre de Hodrick et Prescott) ou à 0,4% (filtre multivarié).

Les écarts entre les diverses estimations reflètent les différences entre les approches adoptées pour calculer le potentiel de production. La méthode de la fonction de production se fonde sur la situation sur le marché du travail ainsi que sur le stock de capital de l'économie. Etant donné que le potentiel de travail a connu une évolution robuste ces dernières années (entre autres en raison de l'immigration), le potentiel de production estimé selon cette méthode est plus élevé que le potentiel calculé à l'aide de filtres statistiques. Par conséquent, l'écart de production établi avec la méthode de la fonction de production est plus grand.

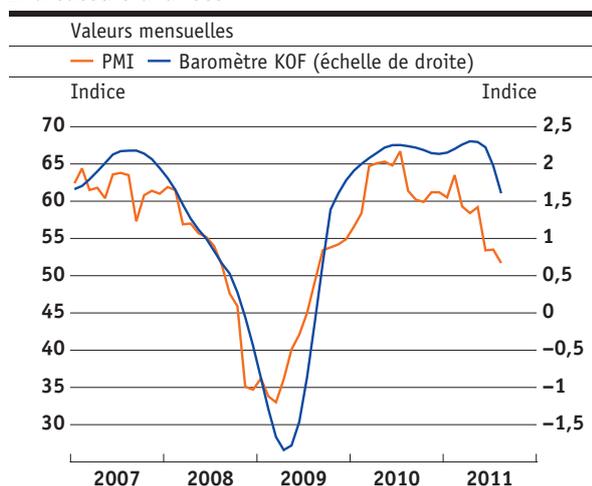
3.4 Perspectives économiques

Les perspectives économiques de la Suisse se sont assombries. Etant donné le nouveau raffermissement du franc au cours des derniers mois, les marges de nombreuses entreprises helvétiques ont continué à se dégrader considérablement, comme le révèlent plusieurs enquêtes. Alors que les effets négatifs du franc fort sur la situation bénéficiaire des entreprises pouvaient, il y a quelques mois encore, être atténués par un niveau élevé de commandes, le dynamisme économique relativement faible des principaux partenaires commerciaux de la Suisse devrait aggraver la situation ces prochains mois.

Les indicateurs avancés ont sensiblement fléchi au cours des derniers mois, et les exportations de marchandises présentent des signes manifestes de ralentissement. La dynamique positive s'est également essoufflée sur le marché du travail; plusieurs indicateurs laissent présager un fléchissement de la demande de main-d'œuvre.

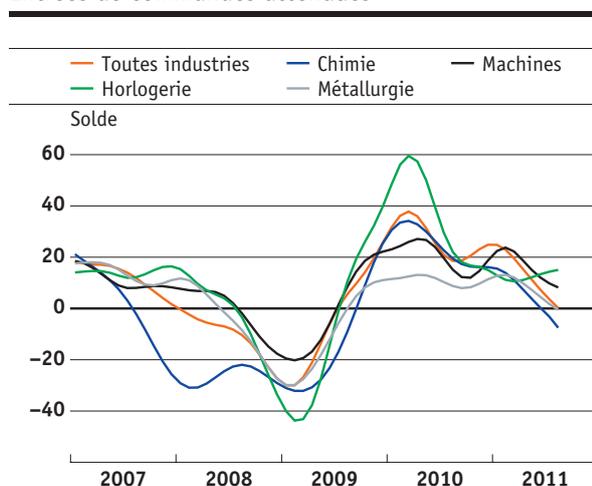
Même si certains facteurs de l'économie suisse tels que le bas niveau des intérêts ou l'évolution robuste des revenus réels continuent d'avoir des effets positifs, le recul de la demande étrangère et la détérioration de la situation bénéficiaire de nombreuses entreprises risquent de peser en particulier sur les investissements. Une telle baisse des investissements pourrait à son tour se répercuter négativement sur l'évolution de l'emploi et sur les dépenses de consommation des ménages. La BNS s'attend à ce que la croissance du PIB s'interrompe au second semestre. Néanmoins, en raison de l'évolution favorable dans la première moitié de l'année, elle table sur une progression du PIB comprise entre 1,5% et 2% en 2011.

Graphique 3.12
Indicateurs avancés



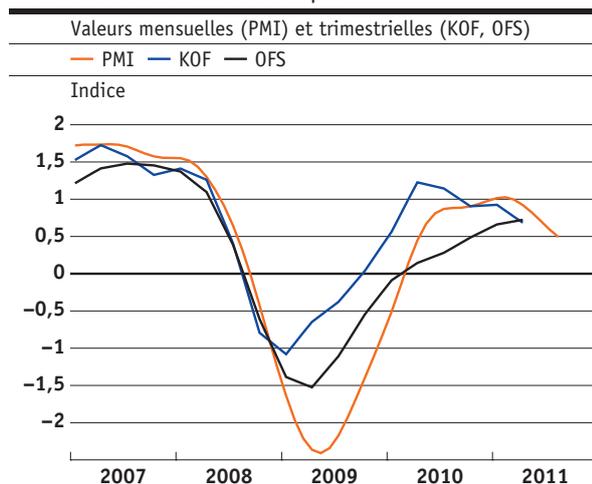
Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et Credit Suisse.

Graphique 3.13
Entrées de commandes attendues



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.14
Indicateurs avancés de l'emploi



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, Credit Suisse et OFS.

4 Prix et anticipations inflationnistes

Au cours des derniers mois, l'appréciation du franc a fortement pesé sur l'évolution des prix en Suisse. Ainsi, les prix à l'importation et, dans une moindre mesure, les prix à la production ont fléchi pour s'inscrire à un niveau inférieur à celui de l'année précédente. Les prix à la consommation, qui ont eux aussi subi des pressions, n'excèdent que légèrement leur niveau de 2010. Selon des enquêtes menées auprès des entreprises et des ménages, les anticipations inflationnistes sont nettement orientées à la baisse. Les prix de l'immobilier ont par contre continué d'augmenter à un rythme plus soutenu que ne le justifieraient les fondamentaux.

4.1 Prix à la consommation

Ralentissement du renchérissement (IPC)

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a fléchi depuis la dernière appréciation de la situation économique et monétaire (voir graphique 4.1). Il s'est inscrit à 0,2% en août, contre 0,4% en mai. Ce recul résulte principalement de la baisse des prix des biens et des services importés. La récente appréciation marquée du franc devrait se répercuter progressivement sur les prix à la consommation et, par conséquent, exercer une pression à la baisse sur l'IPC dans les mois à venir également. Selon toute probabilité, le renchérissement des services d'origine suisse ne compensera qu'une partie de cette baisse.

Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Tableau 4.1

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

Sources: BNS et OFS.

Les relations entre les taux de renchérissement des diverses composantes de l'IPC sont, pour l'essentiel, restées stables au cours des derniers trimestres. Alors que le taux de renchérissement annuel des biens suisses est légèrement positif, celui des biens importés est devenu clairement négatif. Cet écart, qui se dessinait déjà les trimestres précédents, s'est encore accentué sous l'effet de la revalorisation du franc (voir graphique 4.1). En ce qui concerne les biens suisses, les prix des marchandises sont orientés à la baisse et affichent donc des taux de renchérissement annuels négatifs. En revanche, les prix des services tendent à augmenter. Cette tendance est elle aussi restée plus ou moins inchangée au cours de ces derniers trimestres (graphique 4.2).

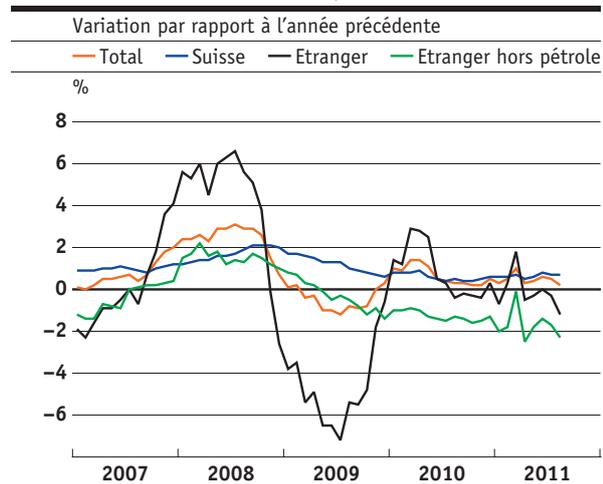
Léger recul de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente 1 de l'OFS (OFS1) ainsi que la moyenne tronquée (TM15) et la *dynamic factor inflation* (DFI) – toutes deux calculées par la BNS – peuvent être utilisées pour évaluer la tendance de l'IPC. Dans l'OFS1, on exclut chaque mois les mêmes biens volatiles de l'IPC, tandis que pour la TM15, on élimine chaque mois les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes fluctuations annuelles à la hausse (15% des biens) et à la baisse (15% des biens également). Ces deux taux d'inflation sous-jacente sont donc calculés sur la base d'un panier-type réduit. Quant à la DFI, elle utilise un modèle factoriel dynamique estimé empiriquement, qui tient compte de données sur les prix ainsi que d'autres données économiques réelles et nominales. Il ressort du graphique 4.3 que les taux d'inflation sous-jacente ont fléchi ces derniers mois, après avoir enregistré une légère tendance à la hausse précédemment.

Révision de la *dynamic factor inflation*

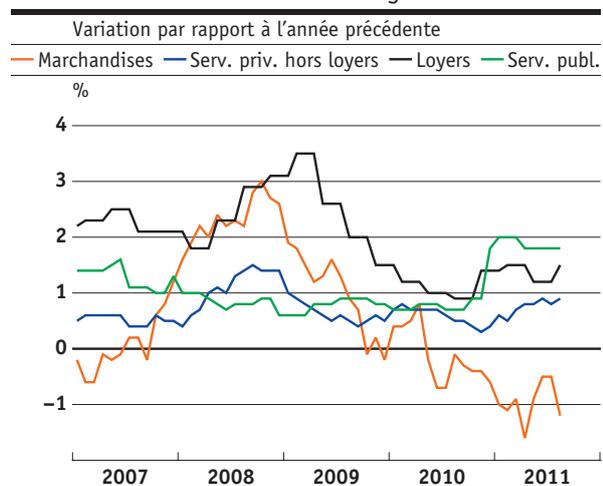
La BNS a récemment révisé la base de données de la DFI. La nouvelle série DFI a pour la première fois été publiée en juillet 2011 dans le Bulletin mensuel de statistiques économiques. La DFI révisée fournit une information plus avancée sur le renchérissement mesuré à l'IPC et offre des propriétés statistiques améliorées (voir Bulletin mensuel de statistiques économiques du mois de juillet 2011, page IV).

Graphique 4.1
IPC: biens suisses et biens importés



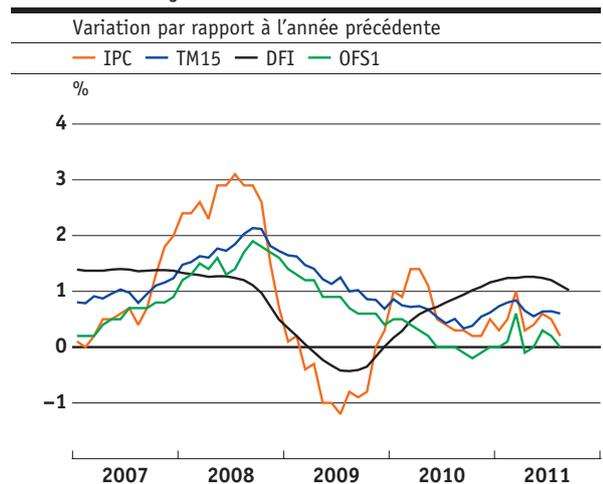
Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3
Inflation sous-jacente



Sources: BNS et OFS.

4.2 Prix à la production et à l'importation

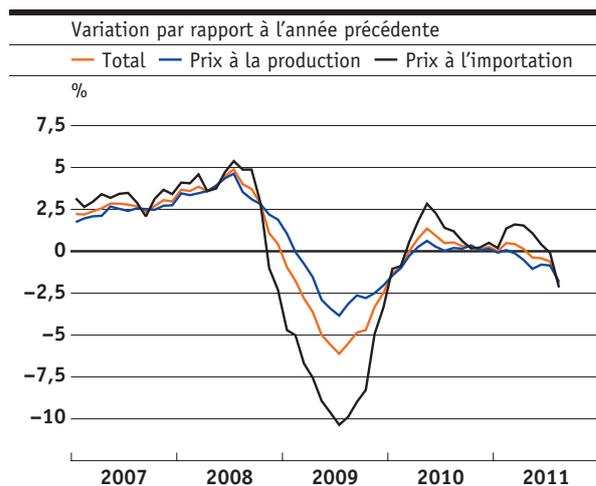
Baisse marquée des prix à l'importation

Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont nettement diminué entre mai et août. De nombreux prix ont été réduits à la suite de la revalorisation du franc, les prix des biens importés – ceux des produits énergétiques en tête – ayant enregistré les baisses les plus importantes.

Le taux de renchérissement annuel des prix à l'importation est devenu négatif en juillet et s'est établi à $-2,2\%$ en août (voir graphique 4.4). Auparavant, le taux de renchérissement des biens importés avait évolué à un niveau légèrement positif, en raison surtout de prix de l'énergie nettement plus élevés en comparaison annuelle. Les prix des biens de consommation et d'équipement avaient déjà tendance à diminuer depuis quelque temps.

Le taux de renchérissement annuel des prix à la production est négatif depuis le mois de mars. Il était de $-1,8\%$ en août. Ici aussi, ce sont avant tout les prix de l'énergie qui dépassent leur niveau de l'année précédente, malgré leur récente baisse. Parallèlement, les prix à la production de la plupart des autres biens ont reculé. Cette évolution reflète la revalorisation du franc, qui met sous pression non seulement les prix des produits destinés à l'exportation, mais aussi ceux des biens produits pour le marché domestique.

Graphique 4.4
Prix de l'offre totale



Source: OFS.

4.3 Prix de l'immobilier

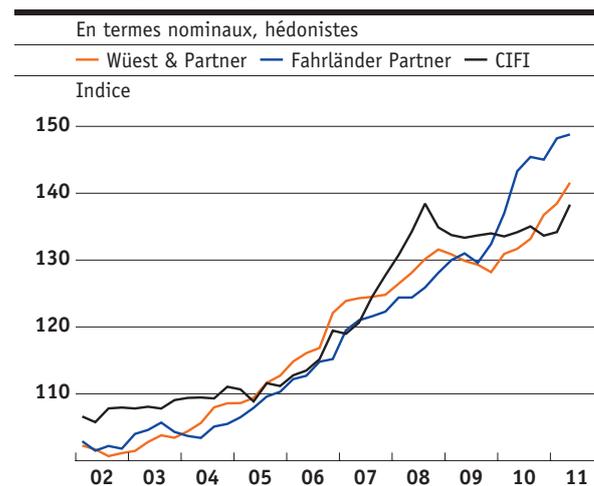
Fort renchérissement de la propriété du logement et faible hausse des loyers

La forte hausse des prix de la propriété du logement s'est poursuivie. Pour ce qui est de l'offre, les prix des maisons familiales et des appartements en propriété proposés sur Internet et dans les journaux au deuxième trimestre étaient supérieurs de quelque 5% à leur niveau de l'année précédente. Pour ce qui est de l'évolution des prix effectivement payés, plusieurs indices permettent de la mesurer, à l'aide de méthodes en partie différentes. Tous ces indices montrent que les prix payés pour les objets immobiliers ont eux aussi nettement augmenté d'une année à l'autre au deuxième trimestre (graphique 4.5).

L'évolution de la démographie, du revenu par habitant et des taux d'intérêt n'expliquent que partiellement la forte hausse des prix de la propriété du logement. Si cette tendance devait se poursuivre, les risques de dérive augmenteraient.

Le recul des taux d'intérêt a en outre eu pour effet que les loyers se sont moins fortement accrus que les prix de la propriété du logement. Au deuxième trimestre, les loyers des appartements proposés sur le marché n'ont augmenté que de 2,3% et la composante loyer de l'IPC de 1,3% en comparaison annuelle (voir graphique 4.6).

Graphique 4.5
Prix de transaction - maisons familiales



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

4.4 Anticipations inflationnistes

Baisse des anticipations inflationnistes

Dans un contexte de raffermissement du franc et de dégradation des perspectives économiques mondiales, les résultats des enquêtes sur l'évolution attendue des prix à la consommation indiquent une baisse marquée des anticipations inflationnistes.

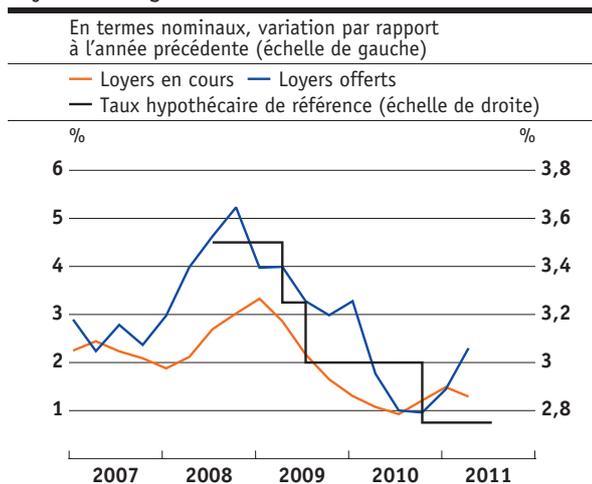
L'enquête trimestrielle menée en juillet par le SECO montre que les anticipations inflationnistes des ménages ont reculé par rapport au mois d'avril (voir graphique 4.7). La part des personnes interrogées qui tablent sur une hausse moyenne ou forte des prix dans les douze prochains mois a diminué par rapport au mois d'avril et représente moins de 50%. En revanche, la part des personnes escomptant une stagnation ou une baisse des prix a augmenté.

Le rapport sur le marché financier établi mensuellement par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Financial Market Report) d'après les réponses de 40 experts du marché financier relève depuis avril 2011 une correction continue à la baisse des anticipations inflationnistes. En août, les personnes interrogées n'étaient plus que 14% à tabler sur un accroissement du taux de renchérissement mesuré à l'IPC dans les six prochains mois, contre 77% en avril et 41% en juin, alors que 49% s'attendaient à une stagnation et 37%, à une baisse du taux de renchérissement.

Diminution des prix de vente attendue par les producteurs

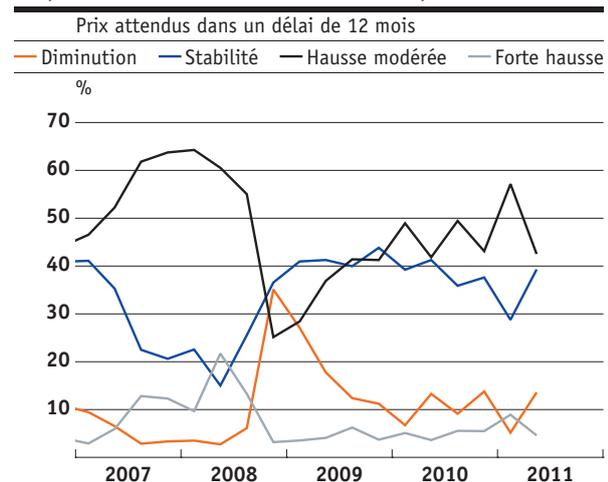
Tous les trimestres, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ réalise auprès d'entreprises industrielles et du commerce de gros une enquête sur l'évolution escomptée des prix d'achat et de vente pour les trois prochains mois. Les résultats de l'enquête menée en juillet indiquent une diminution de la marge de manœuvre pour des hausses de prix depuis le mois d'avril. Alors qu'en avril les entreprises interrogées tablaient encore majoritairement sur une hausse des prix d'achat et de vente, elles s'attendaient en juillet à des prix d'achat inchangés et à un recul des prix de vente.

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



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

Graphique 4.7
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO.

5 Evolution monétaire

En fixant un cours plancher pour l'euro, la BNS s'est opposée au net durcissement des conditions monétaires et financières qui a résulté de la très forte appréciation du franc. Elle a annoncé l'introduction du cours plancher le 6 septembre 2011, après avoir accru en août les liquidités en trois étapes, les faisant passer de 30 milliards à près de 200 milliards de francs au total. A cette fin, elle n'a plus renouvelé les opérations visant à résorber des liquidités, à savoir les pensions de titres (*reverse repos*) et les Bons de la BNS parvenant à échéance. Elle a en outre racheté une partie de l'encours des Bons de la BNS et conclu des swaps de change et des pensions de titres à des taux d'intérêt négatifs. Ces mesures ont entraîné une baisse des taux d'intérêt à court terme, et plusieurs d'entre eux sont ainsi passés au-dessous de zéro.

Les taux d'intérêt à long terme sont quant à eux tombés à leurs plus bas niveaux historiques au milieu du mois d'août. La courbe des rendements s'est aplatie, reflétant la détérioration des perspectives économiques. L'inflation attendue ayant fléchi, les taux d'intérêt réels ont légèrement augmenté. Toutefois, ces derniers demeurent bas et contribuent au soutien de la consommation et des investissements.

Bien qu'il ait perdu environ 15% de sa valeur jusqu'à fin août par rapport à ses niveaux records vis-à-vis de l'euro et du dollar des Etats-Unis, le franc s'est de nouveau fortement apprécié dans les premiers jours de septembre. Même au cours plancher de 1,20 franc pour un euro, la monnaie suisse reste à un niveau élevé et devrait continuer à s'affaiblir.

Selon l'enquête menée par la Banque nationale sur les opérations de crédit, quelques banques ont signalé avoir légèrement durci leurs critères d'octroi de prêts hypothécaires aux ménages, en raison des risques se formant sur le marché de l'immobilier. Etant donné le bas niveau des taux d'intérêt, la croissance des prêts hypothécaires s'est toutefois révélée relativement forte, ces derniers mois, par rapport à l'activité économique. Le risque d'évolutions indésirables sur les marchés hypothécaire et de l'immobilier en Suisse reste inchangé.

5.1 Mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-juin

Mesures contre la fermeté du franc

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

En août et en septembre, la BNS a pris plusieurs mesures pour lutter contre la fermeté du franc. Le 3 août, elle a fixé à 0%–0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et fait part de son intention d'amener ce taux à un niveau aussi proche que possible de zéro. En outre, la BNS a annoncé qu'elle allait accroître les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS et les porter ainsi de 30 milliards à 80 milliards de francs en suspendant ses émissions de Bons de la BNS, en rachetant de tels Bons et en ne renouvelant plus, à leur échéance, les pensions de titres visant à résorber des liquidités. Quelques jours après, elle a fixé son objectif en termes d'avoirs à vue à 120 milliards de francs (le 10 août), puis à 200 milliards (le 17 août). La BNS a également signalé qu'elle allait utiliser un instrument supplémentaire, les swaps de change. Ces mesures contre le franc fort s'étant révélées insuffisantes, elle a annoncé, le 6 septembre, la fixation d'un cours plancher de 1,20 franc pour un euro et précisé qu'elle allait faire prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle s'est déclarée prête à acheter des devises en quantité illimitée.

Niveaux records des avoirs à vue à la BNS

Au début de la période examinée, les avoirs à vue des banques s'établissaient en moyenne à environ 27 milliards de francs. A la suite des mesures que la BNS a adoptées en août pour accroître les liquidités, ils ont augmenté de manière ininterrompue, atteignant à partir du 15 août de nouveaux sommets historiques. Leur moyenne pour la semaine se terminant le 16 septembre s'élevait à 206 milliards de francs. La même semaine, le total des avoirs à vue en francs à la BNS atteignait en moyenne 247 milliards de francs.

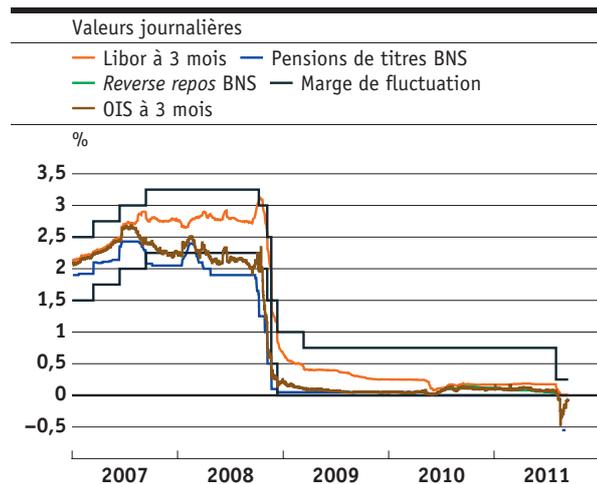
Après la suspension des opérations d'*open market* visant à résorber des liquidités, des pensions de titres et des Bons de la BNS sont arrivés à échéance et n'ont pas été renouvelés. Pour accélérer l'expansion des avoirs en comptes de virement, la BNS a également racheté des Bons qu'elle avait émis et qui étaient encore en circulation.

A partir du 8 août, la BNS a conclu des swaps de change. Il s'agit d'instruments de politique monétaire permettant de créer temporairement des liquidités en francs. Lors d'une telle opération, la BNS achète au comptant des monnaies étrangères qu'elle revend simultanément à terme. En outre, dès le 24 août, la BNS a mis à la disposition des opérateurs sur le marché des pensions de titres visant à injecter des liquidités pour une durée d'une semaine. Ces mesures ont conduit à des taux d'intérêt négatifs sur le marché.

Réserves excédentaires des banques en hausse

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 10 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 mai 2011 au 19 août 2011. Par rapport à la période précédente (du 20 février au 19 mai), leur niveau est resté approximativement inchangé. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 32,1 milliards de francs l'exigence légale (20,2 milliards à la période précédente). Le degré moyen d'accomplissement de l'exigence a ainsi augmenté, passant de 306% à 419%.

Graphique 5.1
Taux d'intérêt à court terme



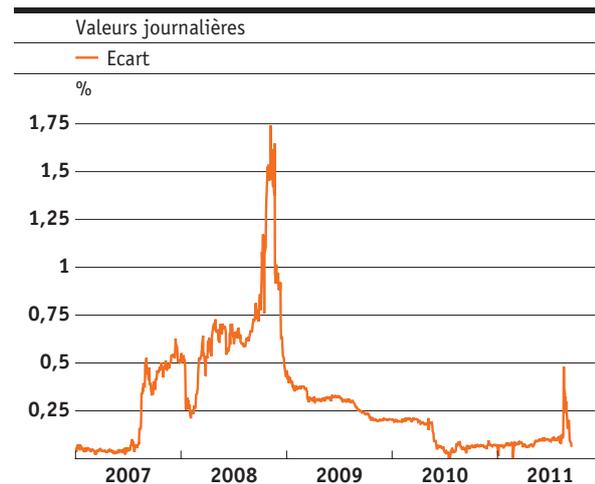
Sources: Bloomberg, BNS et Reuters.

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

Au cours des six semaines qui ont suivi l'examen de la situation économique et monétaire de juin, le Libor pour les dépôts à trois mois en francs est resté autour de 0,18%. Il a ensuite fléchi sensiblement après l'annonce, en août, des mesures adoptées par la BNS pour lutter contre la fermeté du franc. Le 5 septembre, il était à 0,00%, un niveau historique (voir graphique 5.1).

L'écart entre le Libor à trois mois et l'OIS à trois mois – une mesure des tensions et des risques sur le marché monétaire – s'est accru dans la seconde moitié d'août pour atteindre temporairement des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la crise financière de 2007/2008 (voir graphique 5.2). Pour l'essentiel, sa récente augmentation est due aux liquidités exceptionnellement élevées, qui ont amené l'OIS au-dessous de zéro. A l'époque de la crise financière de 2007/2008, l'écart s'était creusé du fait que le Libor à trois mois avait marqué une hausse à la suite des risques accrus de crédit et de liquidité.

Graphique 5.2
Ecart entre Libor à 3 mois et OIS à 3 mois



Sources: Bloomberg et Reuters.

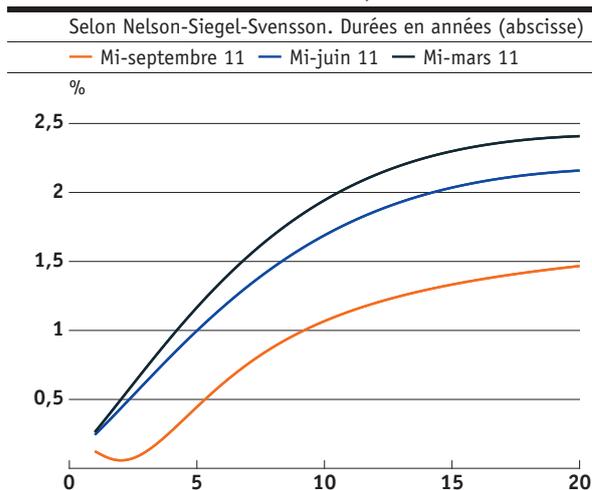
Taux d'intérêt à long terme à leur plus bas niveau

Les taux d'intérêt à moyen et long terme, qui avaient nettement augmenté après une baisse au cours de l'été 2010, ont de nouveau diminué, dès avril 2011, pour s'établir à leurs plus bas niveaux historiques. Ainsi, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération a fléchi, passant de 1,7% à 1% entre mi-juin et mi-septembre. Les rendements des obligations d'entreprises de premier ordre ont pour l'essentiel suivi la même évolution, alors que les primes de risque sur les emprunts d'entreprises de moins bonne qualité ont augmenté, depuis fin juillet, dans le sillage de l'assombrissement des perspectives conjoncturelles. La baisse des taux d'intérêt à long terme peut être attribuée à deux facteurs, à savoir la forte demande de placements en francs de la part des investisseurs recherchant des valeurs refuges et l'attente par les marchés d'une longue phase de taux d'intérêt à court terme à de bas niveaux.

Déplacement vers le bas de la courbe des rendements

Entre juin et septembre, la courbe des rendements s'est déplacée vers le bas, les taux d'intérêt à court et long terme ayant fléchi (voir graphique 5.3). En outre, sa pente était moins raide en septembre qu'en juin. L'écart entre le rendement des obligations à dix ans de la Confédération et le Libor à trois mois était de 1 point en septembre, contre 1,5 point mi-juin et 1,3 point en moyenne depuis le milieu des années 1990.

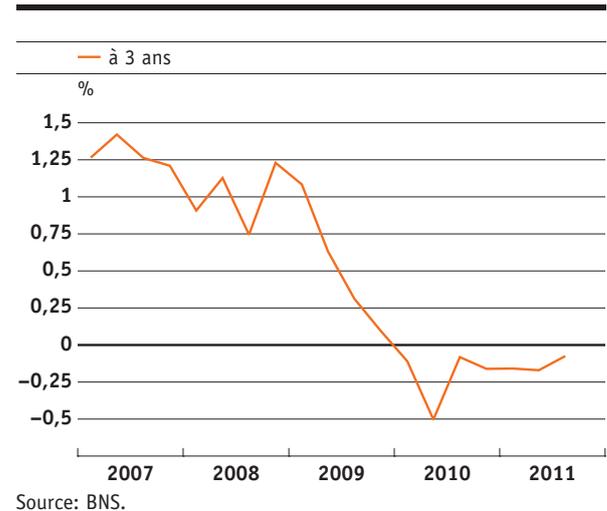
Graphique 5.3
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Taux d'intérêt réels toujours bas

Entre juin et septembre, les taux d'intérêt réels estimés ont légèrement augmenté, l'inflation attendue estimée ayant fléchi davantage que les taux d'intérêt nominaux. Le taux d'intérêt réel estimé à trois ans s'établissait à -0,1% en septembre, contre -0,2% en juin (voir graphique 5.4). L'inflation attendue qui entre dans le calcul des taux réels repose sur des prévisions tirées de divers modèles utilisés par la BNS.

Graphique 5.4
Taux d'intérêt réel estimé



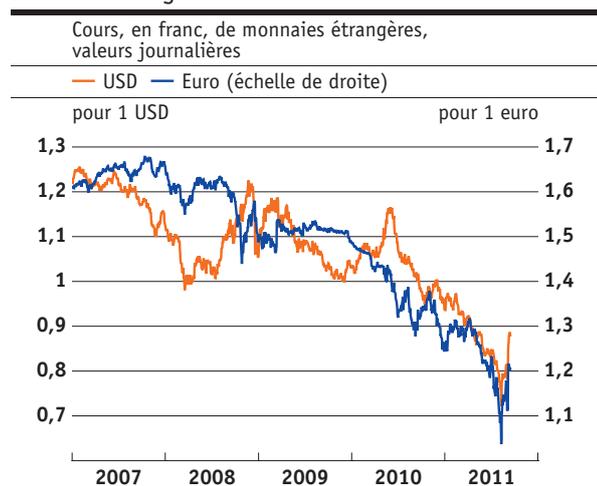
5.3 Cours de change

Nouvelle revalorisation du franc jusqu'en août

Après l'examen de la situation économique et monétaire de juin, l'euro et le dollar des Etats-Unis ont encore faibli face au franc, tombant à des niveaux jamais observés jusque-là (voir graphique 5.5). Le 10 août, l'euro et le dollar s'établissaient à un peu plus de 1,00 franc pour l'euro et de 0,70 franc pour le dollar. Plusieurs facteurs ont pesé sur le dollar, en particulier le conflit entre les partis politiques à propos des économies à faire dans le budget fédéral des Etats-Unis et l'assombrissement des perspectives conjoncturelles. Comme lors de précédentes phases, la monnaie européenne a été affaiblie du fait des inquiétudes des investisseurs au sujet du problème de la dette auquel se heurtent plusieurs pays membres de la zone euro.

Après le 10 août, la tendance s'est inversée sur le marché des changes, grâce aux mesures alors adoptées contre la fermeté du franc, mais elle a rapidement perdu de sa vigueur. Ce n'est qu'après l'annonce, le 6 septembre, de la fixation d'un cours plancher pour l'euro que le franc s'est replié nettement. Dans la matinée du 6 septembre, avant l'introduction du cours plancher, l'euro valait encore 1,10 franc. Après l'annonce du cours plancher, il s'est rapidement revalorisé, passant au-dessus du cours plancher. Le franc a faibli par rapport aux autres monnaies également. Mi-septembre, l'euro s'échangeait à 1,20 franc, et le dollar, à 0,88 franc (les cours de mi-juin étaient de respectivement 1,20 et 0,85 franc).

Graphique 5.5
Cours de change

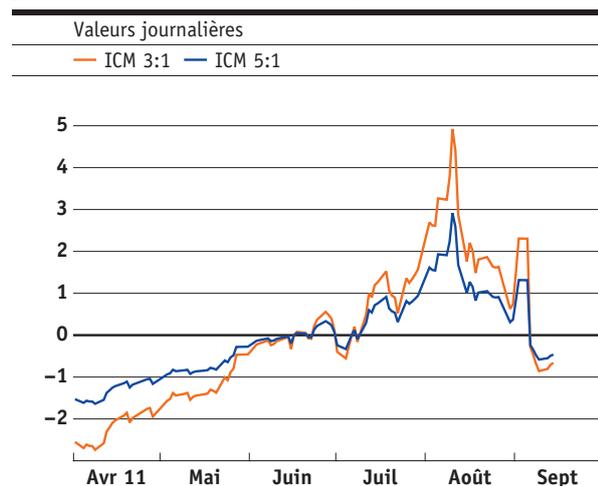


Conditions monétaires marquées par les fluctuations des cours de change

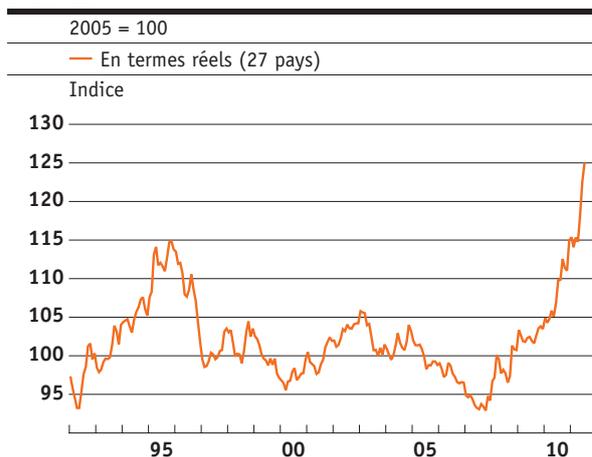
Ces derniers mois, les fortes fluctuations du cours du franc ont sensiblement influé sur les conditions monétaires. L'indice des conditions monétaires (ICM) intègre les variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par le commerce extérieur (voir graphique 5.6). Pour tenir compte des incertitudes liées aux influences relatives des variations des taux d'intérêt et du cours du franc, l'ICM est calculé selon deux pondérations (3 pour 1 et 5 pour 1). Cet indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire.

Jusque dans la première moitié du mois d'août, l'ICM a augmenté du fait de la revalorisation du franc. Il indiquait ainsi un durcissement des conditions monétaires, bien que le Libor à trois mois ait diminué en août. Les mesures adoptées contre la fermeté du franc, en particulier l'annonce de la fixation d'un cours plancher pour l'euro, ont ensuite amené une nette correction. Mi-septembre, l'ICM était légèrement inférieur à zéro. Ainsi, les conditions monétaires étaient alors plus expansionnistes qu'au moment de l'examen de la situation économique et monétaire de mi-juin.

Graphique 5.6
Indice nominal des conditions monétaires

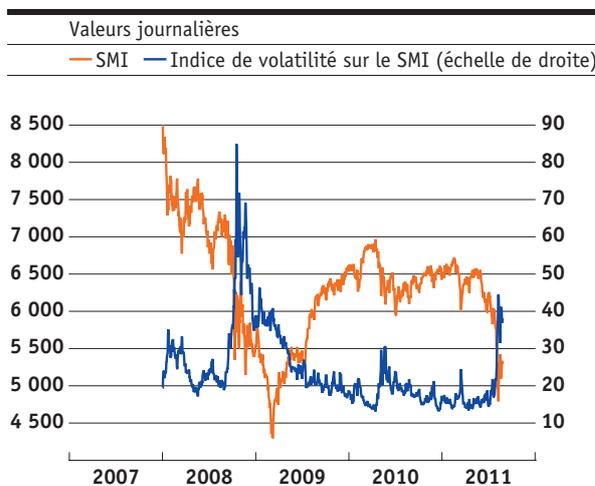


Graphique 5.7
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



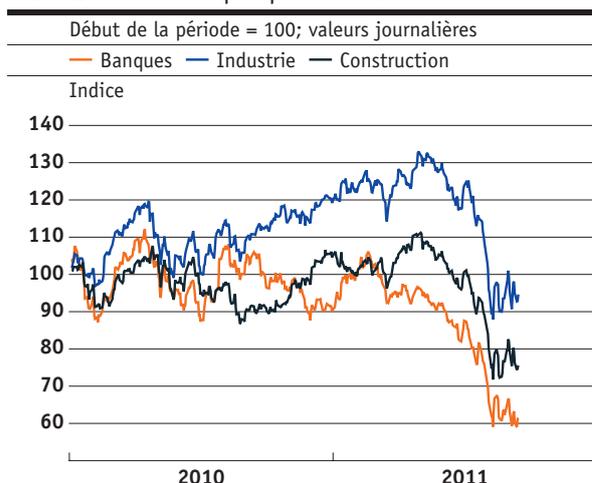
Source: BRI.

Graphique 5.8
Cours des actions et volatilité



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 5.9
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

Valeur extérieure du franc à un niveau très élevé en termes réels

En données réelles et pondérées par le commerce extérieur, la valeur extérieure du franc a atteint, en août, un nouveau record, bien supérieur à celui de 1995 (voir graphique 5.7). En termes réels, le franc était ainsi extrêmement surévalué. Cette hausse indique que la revalorisation du franc en termes nominaux n'a été compensée que très faiblement par le renchérissement qui, en Suisse, est un peu moins élevé qu'à l'étranger. Grâce à la correction des cours qui est intervenue en septembre, la valeur extérieure du franc en termes réels devrait retrouver un niveau très proche de celui de juin. Le franc reste toutefois à un niveau élevé. Les cours de change continuent à peser fortement sur la compétitivité-prix des entreprises exportatrices suisses.

5.4 Marché des actions

Chute des cours des actions en août

Les cours des actions entrant dans le Swiss Market Index (SMI) ont sensiblement fléchi depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-juin. Dans la première moitié d'août, ils sont tombés à leurs plus bas niveaux depuis mars 2009. Mi-septembre, le SMI était inférieur d'environ 16% à son niveau du début de l'année (voir graphique 5.8).

Une fois encore, la baisse des cours des actions a coïncidé avec une augmentation de l'incertitude sur les marchés. L'indice de volatilité du SMI montre que la volatilité attendue pour les trente prochains jours s'est accrue très rapidement entre mi-juin et mi-septembre pour atteindre des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis l'aggravation de la crise financière en automne 2008.

Dans un environnement caractérisé par l'assombrissement des perspectives économiques, les cours des actions suisses ont suivi une évolution très proche de celle de la plupart des autres pays industrialisés. Les très vives variations du franc sur les marchés des changes ont toutefois joué un rôle particulier. Les fluctuations des cours des actions suisses reflètent des effets d'évaluation dus au franc fort, mais aussi les craintes au sujet des répercussions de la fermeté du franc sur la compétitivité des entreprises suisses et la croissance économique en Suisse. Les valeurs des entreprises de la finance, de l'industrie et de la construction ont toutes subi de sensibles pertes de cours (voir graphique 5.9).

5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

Vive expansion de la monnaie centrale

La monnaie centrale, qui est constituée des billets en circulation et des avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, s'est fortement accrue, en août, du fait de l'expansion des liquidités sur le marché monétaire en francs. Elle avait déjà considérablement augmenté en réaction à l'aggravation de la crise financière, en automne 2008, et avait ensuite évolué à un niveau élevé, avec parfois de sensibles fluctuations (voir graphique 5.10).

Croissance vigoureuse des agrégats monétaires au sens large

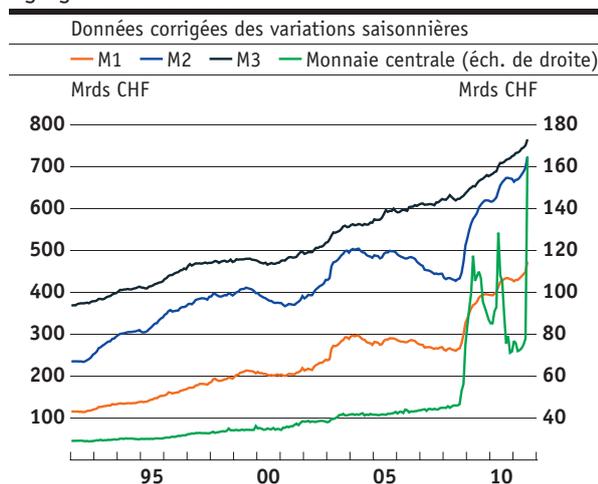
Les autres agrégats monétaires, soit M1, M2 et M3, sont plus déterminants que la monnaie centrale pour ce qui a trait aux répercussions de la politique monétaire sur la conjoncture et les prix. Depuis l'automne 2008, ces agrégats ont eux aussi progressé fortement (voir graphique 5.11). En août, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 9,7% son niveau du mois correspondant de 2010. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) a augmenté de 8,4%, et M3 (M2 et dépôts à terme) s'est accru de 7,6% (voir tableau 5.1). Actuellement, l'expansion de M3 est due principalement à l'évolution soutenue des crédits.

Croissance plus forte des crédits

La progression des crédits bancaires s'est légèrement accélérée, bien que, selon les résultats d'une enquête trimestrielle menée par la BNS, les banques aient légèrement durci, au deuxième trimestre, leurs critères d'octroi et les conditions appliquées aux prêts hypothécaires aux ménages.

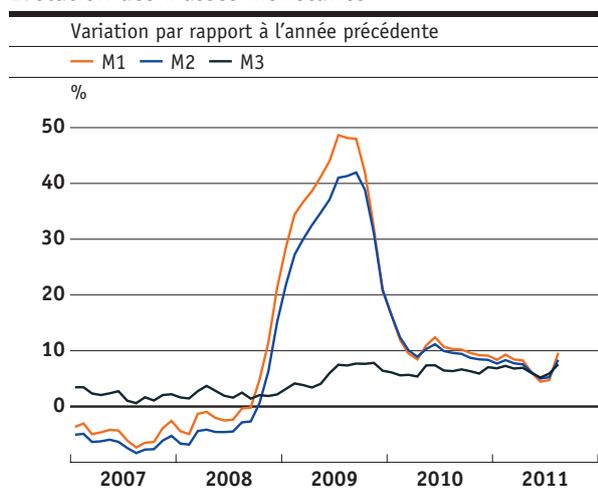
Au deuxième trimestre, les créances hypothécaires, qui constituent environ quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 4,8% leur niveau de la même période de 2010 (+4,6% au premier trimestre). En juillet, leur taux annuel de croissance était de 4,8% également. La progression des créances hypothécaires s'était accélérée nettement après les baisses du Libor à trois mois, en automne 2008, et avait marqué un léger ralentissement à partir de début 2010 (voir graphique 5.12).

Graphique 5.10
Agrégats monétaires



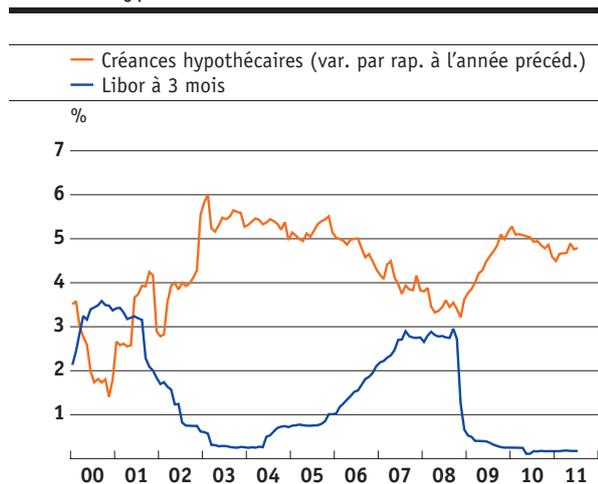
Source: BNS.

Graphique 5.11
Evolution des masses monétaires



Source: BNS.

Graphique 5.12
Créances hypothécaires et Libor à 3 mois



Sources: BNS et Reuters.

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

1 Bilan mensuel.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

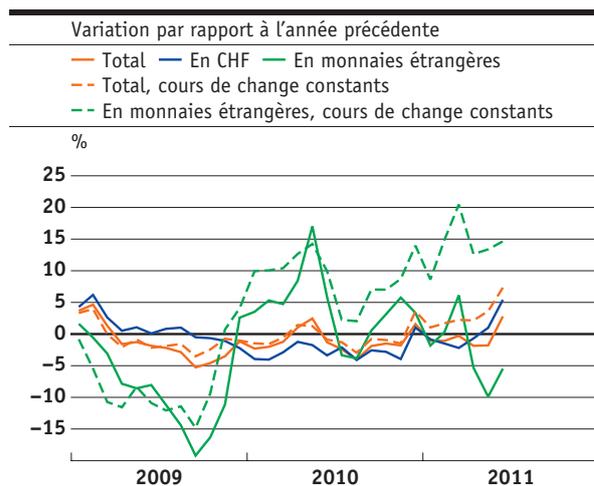
3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par des banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le Bulletin mensuel de statistiques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

Source: BNS.

Le taux annuel de croissance des autres crédits a passé de la zone négative à la zone positive en juin (voir graphique 5.13). Du côté des autres crédits, ceux qui sont libellés en francs dépassent, depuis mai, leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Par contre, les autres crédits qui sont libellés en monnaies étrangères sont

restés, après conversion en francs, à des niveaux inférieurs à ceux de l'année précédente. Leur repli est dû essentiellement à l'appréciation du franc. A cours de change constants, les autres crédits libellés en monnaies étrangères ont nettement augmenté.

Graphique 5.13
Autres crédits



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 septembre 2011

Troisième 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 juillet et d'août 2011 sont résumés ci-après. Au cours de ces entrevues, 164 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	Martin Wyss
	Hans-Ueli Hunziker (<i>ad interim</i>)
Suisse centrale	Walter Näf
Suisse du Nord-Ouest	Markus Zimmerli (<i>ad interim</i>)
Suisse italienne	Mauro Picchi
Suisse orientale	Jean-Pierre Jetzer
Vaud-Valais	Aline Chabloz
Zurich	Markus Zimmerli

Résumé

L'évolution des cours de change a fortement marqué le climat conjoncturel au troisième trimestre 2011. L'appréciation de la situation faite par les entreprises s'est donc détériorée au fur et à mesure que l'enquête avançait. Dans les trois secteurs – industrie manufacturière, construction et services –, l'économie a perdu de sa vigueur. C'est au niveau des services que cette tendance a été la plus prononcée. La demande de main-d'œuvre n'a que légèrement augmenté dans l'ensemble. Tout récemment, les incertitudes concernant l'évolution ultérieure se sont considérablement accentuées.

En ce qui concerne la progression des chiffres d'affaires en termes réels, les perspectives sont encore positives dans l'industrie manufacturière et dans les services, mais dans une mesure bien moindre qu'aux trimestres précédents. Seule la construction devrait encore enregistrer une croissance des investissements. L'utilisation des capacités de production de l'économie suisse est de normale à très élevée pour les trois secteurs; elle devrait se stabiliser à son niveau actuel au cours des prochains mois.

Il ressort des entretiens menés en juillet et en août que les craintes à l'égard de l'évolution future ont nettement augmenté. Celles-ci sont concentrées sur l'évolution à venir des cours de change. L'industrie d'exportation est soumise à de très fortes pressions sur les marges. Les entreprises ont largement recours à des mesures telles que le gel des embauches et des investissements ainsi que l'allongement du temps de travail pour le même salaire. La perspective d'un ralentissement de la conjoncture mondiale et de nouvelles conséquences négatives de la crise de la dette européenne suscitent par ailleurs de grandes incertitudes.

Comme aux trimestres précédents, les réactions face au raffermissement du franc varient selon les secteurs. Dans l'ensemble, les répercussions de celui-ci sur l'économie se sont toutefois sensiblement aggravées (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

En dépit de la situation difficile sur le marché des changes, l'industrie manufacturière a profité des carnets de commandes qui étaient déjà bien remplis. Les chiffres d'affaires réels ont progressé tant en comparaison annuelle que par rapport au trimestre précédent. En comparaison trimestrielle toutefois, l'essor s'est nettement ralenti dans toutes les branches, à l'exception de l'industrie horlogère, qui s'est montrée très résistante.

Comme aux trimestres précédents, la marche des affaires a, en un an, enregistré une amélioration supérieure à la moyenne dans l'industrie horlogère, l'industrie de la transformation des métaux, l'industrie des machines et, en partie, dans l'industrie des machines-outils. Les entreprises de fabrication de composants électriques et électroniques ont connu elles aussi une évolution très positive.

Les exportations ont continué de bénéficier d'une demande vigoureuse en provenance des pays émergents d'Asie, ainsi que de l'Europe du Nord et de l'Europe de l'Est. Des impulsions ont également émané des Etats-Unis et d'Amérique du Sud. Dans la zone euro, la demande venant d'Allemagne est restée vive.

Construction

Dans le secteur de la construction, la marche des affaires a poursuivi son évolution extrêmement favorable, à un rythme légèrement moins soutenu. Les chiffres d'affaires ont sensiblement augmenté en comparaison annuelle; en comparaison trimestrielle, leur hausse a toutefois été moindre que lors de la dernière enquête. Les chiffres d'affaires connaissent toujours une forte progression dans l'immobilier résidentiel, mais aussi dans le second œuvre. Comme au trimestre précédent, rien ne laisse présager la fin de cette tendance générale positive, les carnets de commandes étant pleins. Dans de nombreuses entreprises du second œuvre, les capacités sont utilisées jusqu'aux limites des possibilités et dans certains cas, les carnets de commandes sont plus remplis que jamais.

Face à l'évolution récente des taux d'intérêt, certains interlocuteurs ont exprimé des craintes à l'égard des risques pesant sur le marché immobilier.

Services

L'évolution des chiffres d'affaires du secteur des services s'est stabilisée tant en comparaison annuelle que trimestrielle. L'essor s'est donc considérablement ralenti.

La marche des affaires a marqué un net repli dans le commerce de gros et de détail, dans l'hôtellerie et dans le secteur bancaire. Certains hôteliers ont enregistré une chute du nombre de nuitées durant les mois d'été. Comme au trimestre précédent, on observe une grande disparité entre le tourisme dans les villes – dont la marche des affaires reste favorable – et le tourisme dans les régions de montagne, pour lequel la situation est tendue. Dans le commerce de détail, le tourisme de consommation dans les pays voisins s'est intensifié et s'étend depuis peu bien au-delà des régions frontalières. La branche automobile et celle du meuble ont elles aussi fortement souffert de cette évolution. En revanche, les bureaux d'ingénieurs et d'études, les sociétés de gestion immobilière et les transports connaissent toujours un grand essor, et les chiffres d'affaires dépassent largement ceux du trimestre précédent.

2 Utilisation des capacités de production

Après avoir notablement augmenté au trimestre précédent, le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en léger recul. Il est resté élevé dans la construction. L'utilisation des capacités a été qualifiée de plutôt forte dans l'industrie et de normale dans les services. Toutefois, la conjonction d'une rentabilité faible, voire insuffisante, et d'une utilisation des capacités élevée est un problème qui s'est aggravé sur un large front.

L'utilisation des capacités a de nouveau été estimée très forte dans l'industrie horlogère et les entreprises de sous-traitance de celle-ci. Les fabricants d'appareils informatiques, électroniques et optiques et ceux d'équipements électriques ont fait état d'un taux d'utilisation plutôt élevé. Dans l'industrie des machines, l'utilisation des capacités a été perçue de manière très contrastée, oscillant entre élevée et faible.

Dans le secteur de la construction, l'utilisation des capacités de production est restée au niveau élevé atteint au trimestre précédent. Toutes les entreprises interrogées se sont de nouveau déclarées très satisfaites à cet égard. Quelques-unes auraient cependant souhaité que la marche des affaires évolue à un rythme un peu moins soutenu. Les interlocuteurs tablent sur une stabilisation de l'utilisation des capacités au cours des prochains mois. Aucun signe de ralentissement n'a été observé.

Comme aux trimestres précédents, l'utilisation des capacités dans les services a été jugée normale dans l'ensemble. Les bureaux d'ingénieurs, d'architectes et de conseil et les entreprises de transport ont enregistré le niveau le plus élevé. Le taux d'utilisation a encore augmenté dans le secteur des technologies de l'information. Un taux plutôt fort a été observé chez les voyageurs. Il a été qualifié de normal dans le secteur financier. Dans le commerce (secteur automobile, commerce de gros et de détail) ainsi que dans l'hôtellerie, le taux d'utilisation a en revanche sensiblement diminué.

3 Demande de main-d'œuvre

Dans l'industrie manufacturière, la demande de main-d'œuvre a légèrement fléchi par rapport au trimestre précédent. D'une façon générale, les entreprises industrielles ont jugé que le niveau de leurs effectifs n'était plus qu'un peu trop faible. En raison du lourd climat d'incertitude qui pèse sur elles, les entreprises mènent une politique du personnel prudente: les besoins de recrutement signalés ont diminué en conséquence. Un manque de main-d'œuvre a été constaté dans les entreprises de traitement des métaux ainsi que chez les fabricants d'équipements électriques.

Dans le secteur de la construction, la demande de main-d'œuvre a continué de croître. La majorité des entreprises interrogées ont jugé le niveau actuel de leurs effectifs plutôt trop faible; nombre d'entre elles ont éprouvé davantage de difficultés à trouver de la main-d'œuvre qualifiée. La raréfaction de la main-d'œuvre disponible a donc souvent constitué un facteur limitatif.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs a été considéré comme adéquat dans l'ensemble. Des besoins de recrutement élevés ont été signalés dans les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études, dans le secteur des technologies de l'information, les entreprises de transport et chez certains voyageurs. Il a été fait état d'un surnombre dans l'hôtellerie, comme au trimestre précédent, et, nouvellement, dans le commerce.

Tandis que les difficultés d'embauche de personnel se sont encore intensifiées dans la construction, la situation s'est détendue en particulier dans les services et, de façon moins marquée, dans l'industrie. D'une manière générale, trouver des spécialistes et de la main-d'œuvre hautement qualifiée reste néanmoins une tâche plutôt délicate.

Dans la plupart des branches de l'économie, les coûts du travail par employé ont de nouveau été orientés à la hausse, même si cette tendance est légèrement moins prononcée qu'au trimestre précédent. Dans la construction, surtout, l'accroissement de la demande de main-d'œuvre et l'assèchement du marché du travail ont parfois entraîné une pression accrue sur les coûts. L'industrie de l'électronique, en particulier, a été confrontée à une augmentation des coûts du travail par employé. En ce qui concerne les services, le renchérissement des coûts du travail a été le plus marqué dans les entreprises du secteur informatique, les sociétés immobilières, les bureaux de conseil, les entreprises de transport et les agences de placement de personnel.

4 Prix, marges et situation bénéficiaire

Déjà qualifiées de problématiques au cours des trimestres précédents, les marges se sont sensiblement détériorées au troisième trimestre. Dans l'industrie et les services, notamment, elles ont encore baissé par rapport aux valeurs généralement considérées comme normales. Cette évolution s'explique essentiellement par la fermeté du franc et la hausse des prix de certaines matières premières. Les entreprises ont largement recours à des mesures telles que le gel des embauches et des investissements ainsi que l'allongement du temps de travail pour le même salaire. La délocalisation à l'étranger est aussi une option de plus en plus envisagée à moyen terme.

C'est de nouveau l'industrie manufacturière qui a le plus souffert de la pression sur les marges bénéficiaires. Celles-ci devraient continuer d'être mises à rude épreuve. En effet, bien que la majorité des entreprises prévoient des prix d'achat non plus en hausse, mais plutôt en baisse, elles sont elles-mêmes amenées à faire des concessions importantes au niveau des prix de vente en francs suisses.

Dans le secteur de la construction, les marges bénéficiaires ont été qualifiées de normales, comme aux trimestres précédents. Depuis peu, les entreprises ne tablent plus sur une augmentation des prix d'achat (matières premières). Dans le même temps, elles estiment cependant qu'il ne leur est plus possible de relever les prix de vente. Les marges pourraient ainsi se stabiliser au cours des prochains mois.

Dans le secteur des services, les interlocuteurs ont considéré leurs marges bénéficiaires comme inférieures à la moyenne dans l'ensemble. Le résultat global a de nouveau été influencé négativement par les marges nettement insatisfaisantes des banques. Le faible niveau des taux d'intérêt ainsi que l'évolution des cours de change et des cours boursiers ont considérablement pesé sur les recettes de ces dernières. Sont aussi jugées insuffisantes les marges bénéficiaires dans le commerce de gros et de détail, l'hôtellerie et dans quelques fiduciaires et bureaux de conseil. Pour leur part, les entreprises de transport et les agences de voyage ont affiché des marges plutôt normales. Les sociétés de gestion immobilière ont fait état de marges élevées.

Comme aux trimestres précédents, l'enquête de juillet et d'août 2011 était consacrée à l'impact de la revalorisation du franc sur la marche des affaires. La situation s'est largement détériorée depuis le deuxième trimestre 2011: 58% des entreprises interrogées (contre 48% au trimestre précédent) ont signalé des retombées négatives dans l'ensemble, 31% (37%) n'ont remarqué aucun effet et 10% (15%) ont évoqué des répercussions positives. L'industrie manufacturière a de nouveau été de loin la plus touchée par l'appréciation du franc; l'impact négatif ressenti par ce secteur s'est fortement accentué par rapport au trimestre précédent (voir le chapitre «Enquête sur les cours de change: impact de la revalorisation du franc et mesures prises par les entreprises», pages 38 à 43).

5 Perspectives

Les incertitudes concernant l'évolution ultérieure se sont sensiblement accrues, en particulier vers la fin de la période sur laquelle porte l'enquête. La prudence des entreprises se reflète surtout dans l'envergure modeste des plans d'embauche et d'investissement. Les attentes en matière de chiffres d'affaires pour les prochains mois sont nettement moins positives qu'au trimestre précédent.

La plupart des représentants de l'industrie manufacturière prévoient toujours une légère croissance des chiffres d'affaires pour les six prochains mois. Dans certaines branches, les entrées de commandes indiquent toutefois un net ralentissement. L'utilisation des capacités devrait se stabiliser et l'emploi ne devrait plus augmenter que ponctuellement.

Dans le secteur de la construction, la confiance reste solide. La tendance positive se maintient tant au niveau de l'évolution des chiffres d'affaires qu'à celui des prévisions d'emploi. Les carnets de commandes sont souvent pleins jusqu'à une période avancée de l'année prochaine. Les interlocuteurs du second œuvre se montrent particulièrement optimistes.

Les entreprises du secteur des services tablent elles aussi sur une évolution des affaires dans l'ensemble positive au cours des six prochains mois. Leurs prévisions concernant la croissance des chiffres d'affaires sont toutefois nettement moins favorables qu'elles ne l'étaient au trimestre précédent. Le taux d'utilisation des capacités de production et les effectifs devraient se stabiliser à leur niveau actuel. Les représentants du secteur des technologies de l'information et des voyageurs sont extrêmement confiants s'agissant de leurs chiffres d'affaires. Le secteur du tourisme réalise encore de bons chiffres dans les villes, contrairement aux régions de montagne; certains interlocuteurs se sont néanmoins déclarés sceptiques quant à la fiabilité du niveau de réservation, pourtant satisfaisant en soi. Les agences de placement de personnel et certaines assurances font également preuve d'optimisme. Les représentants du secteur bancaire envisagent une évolution plutôt négative. Les représentants du commerce de détail comptent sur une reprise de la consommation au cours des prochains mois.

En ce qui concerne les risques présents à l'échelle internationale, l'attention est concentrée sur un ralentissement de la conjoncture mondiale et sur les perturbations susceptibles d'être provoquées par la crise de la dette européenne. Plusieurs branches sont confrontées à la raréfaction des matières premières. Les difficultés de livraison et les augmentations de prix redoutées au trimestre précédent pour certaines catégories de produits, suite à la catastrophe de Fukushima, n'ont généralement pas eu lieu. De même, les craintes suscitées par l'évolution future des prix de l'énergie ne se sont pas confirmées.

En revanche, l'érosion des marges – due en grande partie à la revalorisation du franc – est une source de préoccupation majeure pour les interlocuteurs concernés. Etant donné qu'ils tablent plutôt sur une baisse des prix d'achat au cours des prochains mois, mais qu'ils s'attendent également à devoir faire des concessions considérables au niveau de leurs prix de vente, leurs marges pourraient au moins se stabiliser. Si le franc devait rester au niveau élevé qu'il connaît actuellement, cela aurait des conséquences décisives sur l'activité commerciale de nombreux interlocuteurs. Quelques-uns ont fait part de leur inquiétude quant à la persistance de taux d'intérêt faibles.

L'accentuation générale des incertitudes concernant l'évolution conjoncturelle à venir se reflète aussi dans les plans d'investissement: tandis qu'au trimestre précédent, ils étaient encore orientés à la hausse dans les trois secteurs, ce n'est le cas que pour la construction selon les résultats de la présente enquête. Dans l'industrie manufacturière et dans les services, les investissements devraient se maintenir au niveau actuel. Certaines entreprises de l'industrie manufacturière envisagent de réduire leurs investissements en Suisse au profit de nouveaux investissements à l'étranger.

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

Réseau économique régional de la BNS

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

Troisième trimestre 2011

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au troisième trimestre, qui a été menée en juillet et en août 2011, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont de nouveau interrogé les entreprises de manière systématique sur l'évolution des cours de change afin de quantifier l'impact de la revalorisation du franc. Au total, 164 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

La situation sur le marché des changes s'étant encore aggravée, les résultats de l'enquête se sont sensiblement détériorés pour l'ensemble de l'économie par rapport au trimestre précédent. Au total, 58% des entreprises interrogées (contre 48% au trimestre précédent) ont indiqué que l'appréciation du franc avait eu un impact négatif (35% fortement négatif et 23% modérément négatif). 31% des entreprises (37%) n'ont pas constaté d'impact important de la revalorisation du franc sur la marche de leurs affaires. Ainsi que l'illustre le graphique 2, il s'agit surtout d'entreprises qui ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change. En outre, des stratégies de couverture des risques ou des facteurs qui se compensent ont contribué à neutraliser l'impact de ces variations. Par conséquent, la majorité de ces entreprises ne s'attend toujours pas à ressentir les effets de la revalorisation du franc dans un avenir proche (voir graphique 3). Leur proportion s'est toutefois nettement réduite par rapport à la dernière enquête. Si la situation en matière de cours de change devait rester telle quelle, il faudrait s'attendre à une nouvelle détérioration des résultats de l'enquête au trimestre prochain.

Les 10% restants (15%) ont déclaré que la revalorisation du franc avait eu un impact positif sur la marche de leurs affaires.

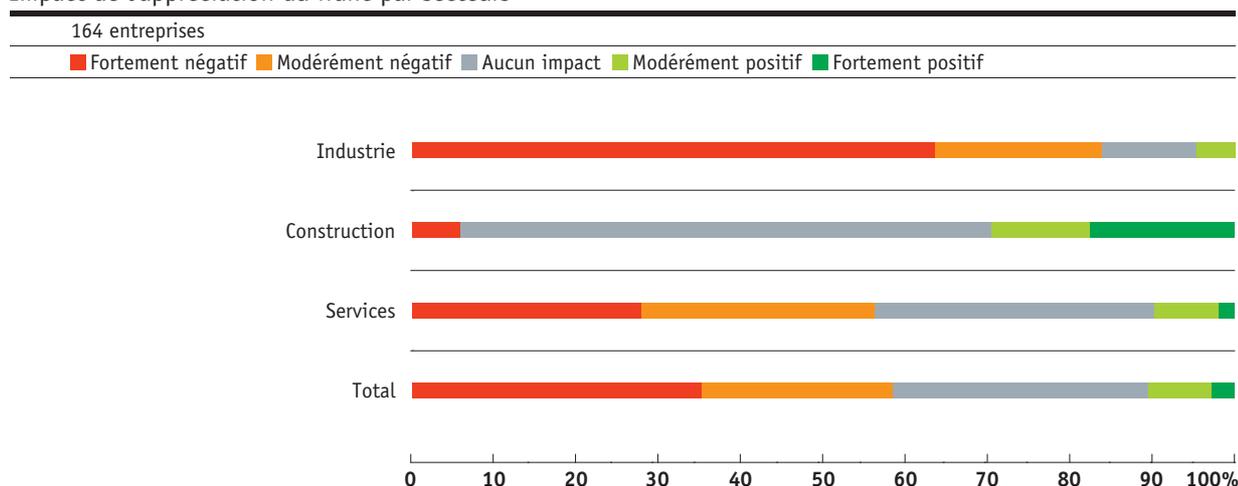
Dans l'industrie manufacturière, la part des entreprises ayant signalé un impact fortement négatif a continué de progresser, passant de 58% à 64%. La part des entreprises ayant observé un impact modérément négatif a elle aussi augmenté, passant

de 15% à 20%. Dans les services, les entreprises indiquant avoir ressenti un impact négatif sont désormais majoritaires (56%). Tandis que la proportion des entreprises ayant signalé un impact modérément négatif est quasiment restée constante (environ 30%), celle des entreprises ayant signalé un impact fortement négatif a doublé, atteignant presque 30%. Dans la construction, la situation est restée stable: comme au trimestre précédent, environ deux tiers des entreprises n'ont constaté aucun impact. 29% des entreprises ont fait état d'un impact positif. Il convient de préciser que les entreprises industrielles voisines de la construction font partie de l'industrie manufacturière. Les éventuelles retombées négatives qu'elles ont subies sous l'effet du durcissement de la concurrence étrangère n'influencent donc pas les résultats du secteur de la construction.

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

Au total, 96 entreprises ont signalé un impact modérément ou fortement négatif de la revalorisation du franc. Le graphique 4 illustre sur quel marché et sous quelle forme cet impact négatif se manifeste. Conformément aux attentes, les exportations ont de nouveau été l'activité la plus touchée. La plupart des entreprises affectées se sont trouvées confrontées à une réduction des marges bénéficiaires sur leurs principaux marchés d'exportation (presque deux tiers des entreprises), à une baisse des quanti-

Graphique 1
Impact de l'appréciation du franc par secteurs



Source: BNS.

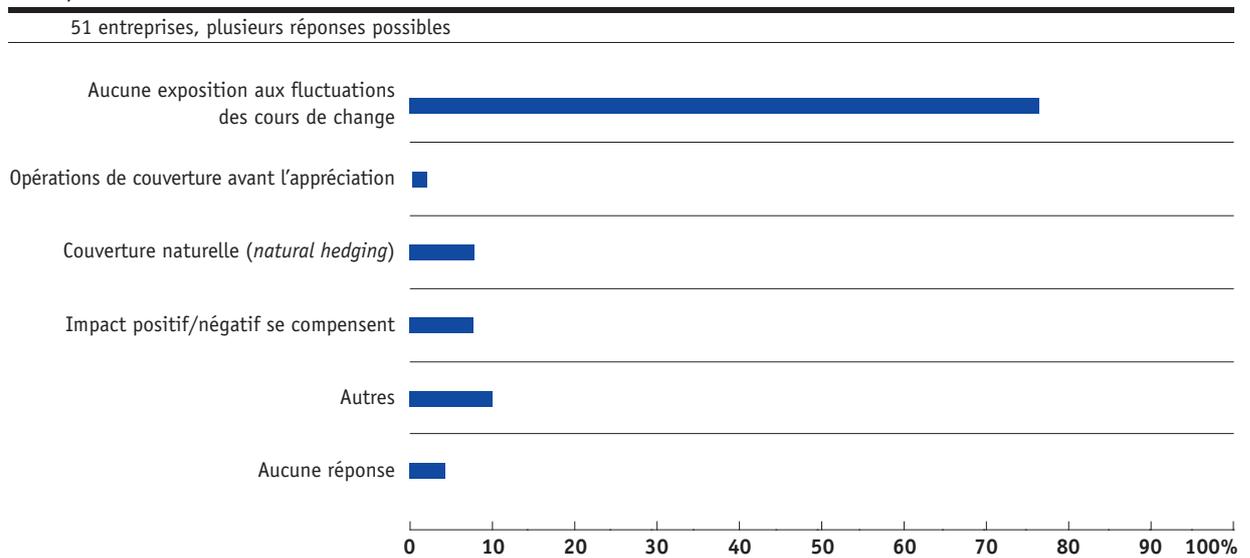
tés vendues (43% des entreprises) et à un recul des prix de vente exprimés en francs suisses (49% des entreprises). L'insatisfaction vis-à-vis des prix de vente a ainsi été plus marquée qu'au trimestre précédent, ce qui laisse à penser que seule une partie des exportateurs suisses a encore été en mesure d'imposer des prix de vente en monnaies étrangères plus élevés et de compenser jusqu'à un certain point l'appréciation du franc. Par ailleurs, certaines entreprises ont manifestement perdu des commandes en raison de la situation concurrentielle défavorable. Sur le marché domestique aussi, les entreprises ont été plus nombreuses à être concernées par la baisse au niveau des marges, des prix de vente et 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). Cela concerne les fournisseurs d'entreprises à vocation exportatrice. Il apparaît que ces impacts négatifs indirects sont eux aussi en légère augmentation.

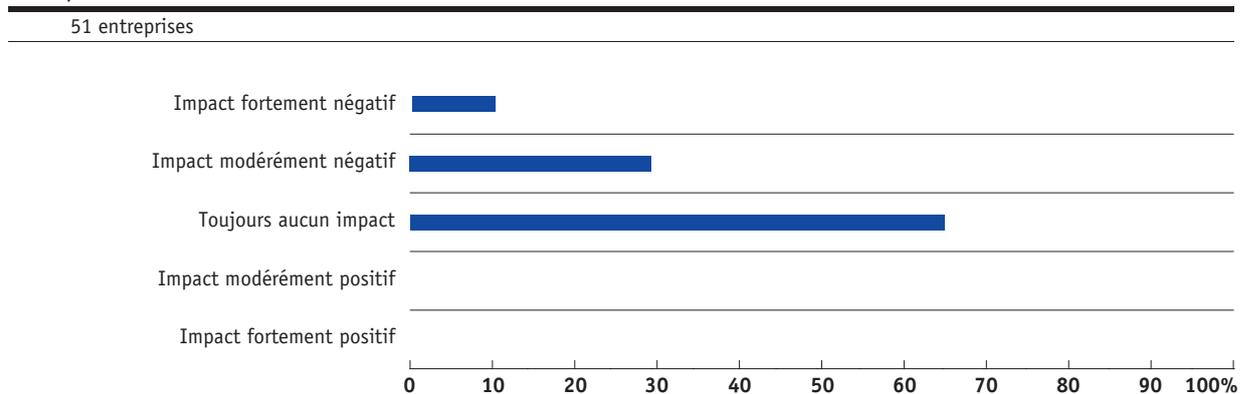
L'industrie chimique et pharmaceutique, la métallurgie, les fabricants de matériel électronique et d'instruments de précision, l'industrie des machines, l'industrie textile et l'habillement ont été les plus touchés par la revalorisation du franc. Dans l'hôtellerie, les résultats se sont détériorés par rapport à l'enquête menée au trimestre précédent. Cinq des quinze hôtels interrogés ont mentionné un impact modérément négatif et cinq un impact fortement négatif de ce raffermissement. Les cinq hôteliers restants ont déclaré, pour leur part, ne pas en avoir senti les effets. Le secteur du tourisme tire toujours nettement mieux son épingle du jeu dans les villes

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.

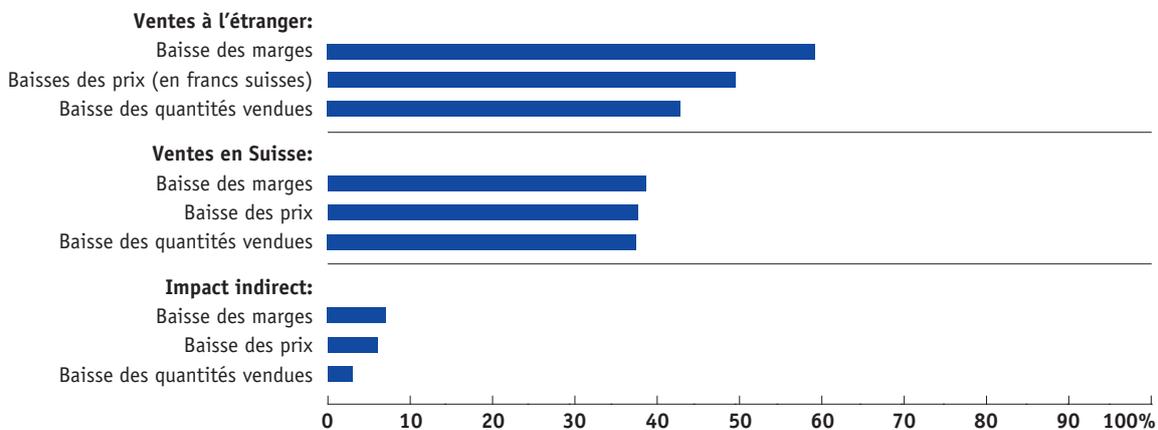
que dans les régions de montagne. Quant au commerce de détail, sa situation s'est considérablement dégradée en comparaison trimestrielle. Alors que les résultats de l'enquête étaient encore hétérogènes trois mois auparavant, la quasi-totalité des représentants de cette branche indique à présent avoir subi un impact négatif. Le phénomène du tourisme de consommation s'est accentué et est maintenant perceptible même au-delà des régions frontalières. La situation s'est également sensiblement aggravée dans le commerce de gros, qui signale en majorité des effets modérément à fortement négatifs. La plupart des banques ont fait état d'effets négatifs. En règle générale, les sociétés de gestion immobilière, les agents immobiliers, les fiduciaires et les entreprises de restauration ont déclaré n'avoir perçu aucun effet ou avoir observé un effet positif.

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

Par ailleurs, les entreprises ont été interrogées sur les mesures déjà mises en œuvre pour contrer les effets de la revalorisation du franc. Le graphique 5 illustre l'éventail de ces mesures. Grosso modo, les résultats sont restés stables par rapport au trimestre précédent. La grande majorité des entreprises a pris des mesures. Celles visant à abaisser les coûts de production ont été le plus fréquemment évoquées. Les coûts de main-d'œuvre sont surtout réduits par des compressions d'effectifs, par un gel des embauches ou, depuis peu, par l'allongement de la durée de travail pour le même salaire. La proportion

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

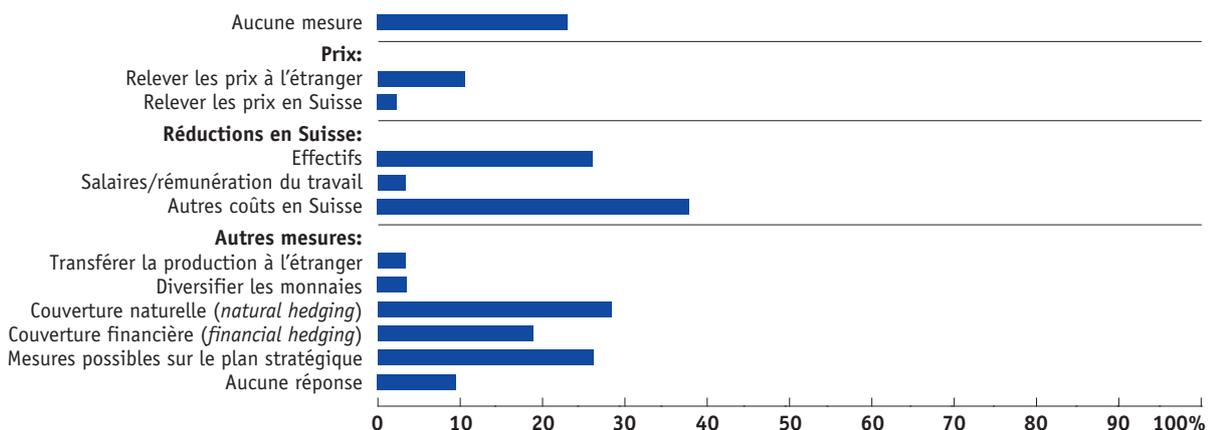
96 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

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

96 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

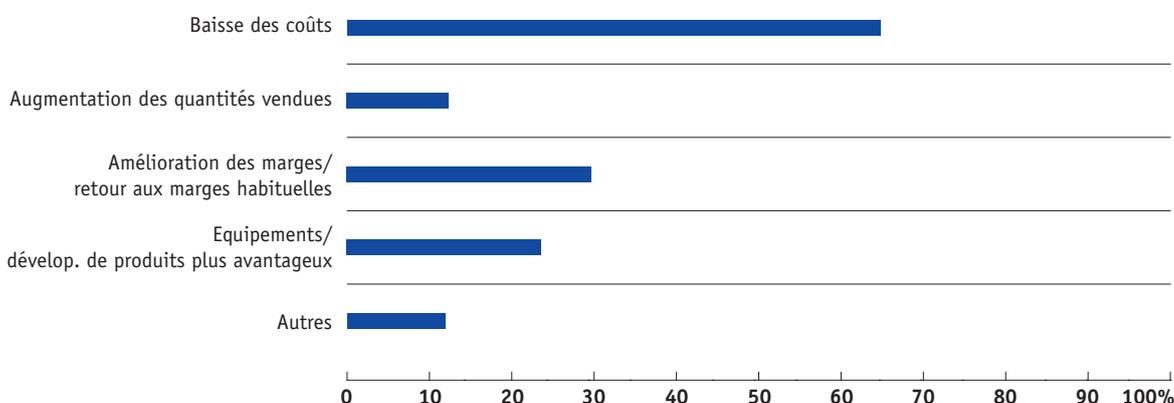
des entreprises ayant l'intention de réduire leurs effectifs a augmenté pour atteindre environ 26%; au trimestre précédent, leur part était encore nettement inférieure à 20%. Dans la plupart des cas, les mesures d'économies continuent cependant de porter sur les autres coûts de production. Le recours à des stratégies de couverture des risques – notamment de couverture naturelle (*natural hedging*) – est répandu. Certaines entreprises tentent d'étoffer leur gamme de produits et de services dans le but d'accroître la création de valeur. Environ un quart des entreprises affectées ont indiqué qu'elles réfléchissaient aussi à redéfinir entièrement leur orientation stratégique concernant leur avenir.

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

Parmi les entreprises interrogées, 17 (soit 10%, contre 15% au trimestre précédent) ont bénéficié d'un impact faiblement, voire fortement positif découlant de la revalorisation du franc. Comme le montre le graphique 6, ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production (dans environ 65% des cas) et/ou un accroissement des marges bénéficiaires (dans 30% des cas). La part des entreprises ayant pu améliorer leurs marges a néanmoins été nettement inférieure à celle enregistrée au trimestre précédent (78%). Un quart des entreprises a en outre mentionné des

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

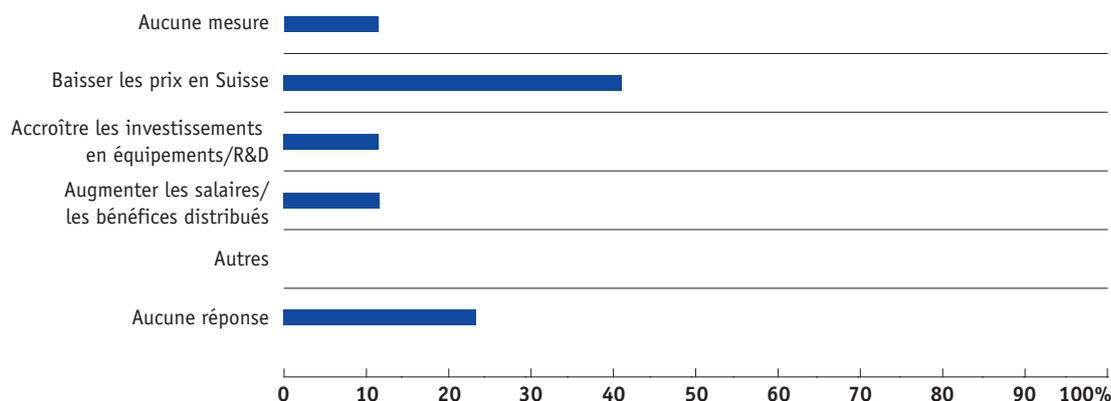
17 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

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

17 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

conditions plus avantageuses pour les investissements ainsi que pour la recherche et le développement; leur proportion s'est également réduite par rapport à la dernière enquête (34%). Comme le montre le graphique 7, l'amélioration de ces conditions devrait entraîner en premier lieu une baisse des prix de vente en Suisse. 41% des entreprises ont réagi à cet impact positif de cette façon, soit le double par rapport à la dernière enquête. Dans une mesure moindre, ces conditions plus favorables donnent également lieu à un accroissement des investissements en biens d'équipement et dans la recherche et le développement, ainsi qu'à une augmentation des salaires et des bénéfices distribués.

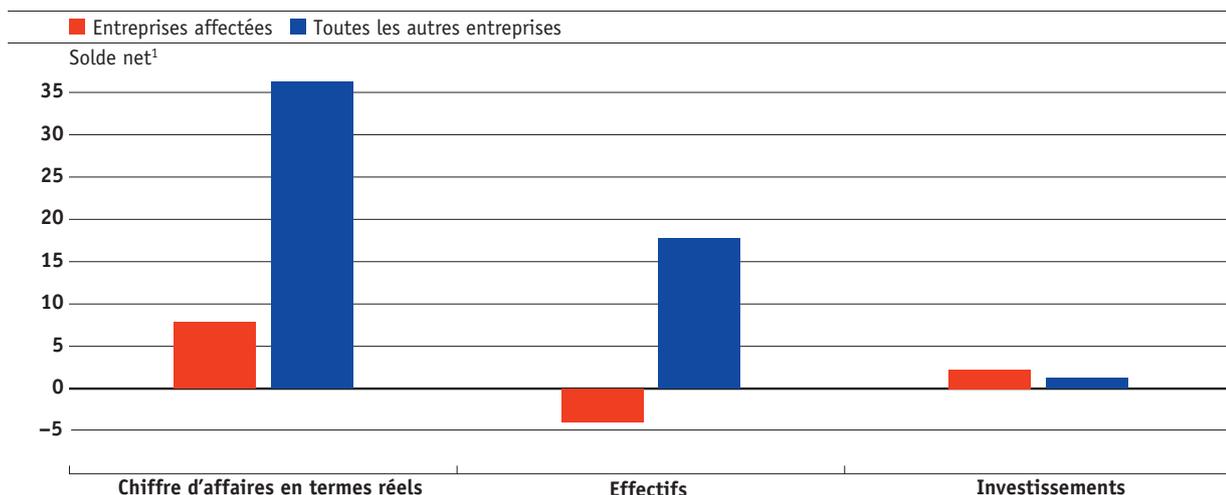
5 Attentes moins optimistes pour l'avenir

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

ment positives ou modérément négatives. L'indice est conçu de manière à ce que ses valeurs soient comprises entre +100 et -100. Une valeur positive de cet indice reflète des attentes positives dans l'ensemble et une valeur négative, des attentes globalement négatives.

L'analyse des résultats porte sur deux sous-catégories: d'un côté, les entreprises affectées par la revalorisation du franc, et de l'autre, toutes les autres entreprises. La situation a radicalement changé par rapport au trimestre précédent. Comme le montre le graphique 8, les estimations des entreprises indiquent qu'elles s'attendent encore, au total, à une hausse de leur chiffre d'affaires en termes réels. Cependant, les appréciations portées au troisième trimestre sont nettement différentes selon que les entreprises appartiennent à la première ou à la seconde sous-catégorie: tandis que les premières ne prévoient généralement plus qu'une légère augmentation de leur chiffre d'affaires, les attentes des secondes sont restées au niveau élevé enregistré au trimestre précédent. En ce qui concerne l'évolution de l'emploi, les entreprises affectées par la revalorisation du franc anticipent même une réduction des effectifs, contrairement aux autres entreprises. Quant aux investissements prévus, ils devraient quasiment stagner dans les deux sous-catégories. Dans l'ensemble, les estimations des entreprises relatives à ces aspects se sont donc sensiblement dégradées par rapport au trimestre précédent.

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 et les effectifs, et à douze mois pour les investissements.

Source: BNS.

SNB Policy Paper

Marché obligataire en francs suisses: traversée sereine de la crise financière

Gero Jung, Stratégie de placement et analyse des marchés financiers
Banque nationale suisse, Zurich

Les développements sur les marchés obligataires revêtent un intérêt considérable pour les banques centrales. Les raisons pour lesquelles celles-ci observent les marchés obligataires en monnaie nationale sont de plusieurs ordres. Dans le cas de la Suisse, elles se résument à cinq. La première concerne directement la politique monétaire. La Banque nationale suisse met en œuvre sa politique monétaire en influant sur le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire en francs¹. Ce taux d'intérêt – le Libor à trois mois – est un taux de référence du marché interbancaire. Il sert de point de repère pour le marché des capitaux en général, et, en particulier, pour les marchés obligataires et des swaps. Or, les développements sur le marché obligataire sont déterminants pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire, et représentent une importante source d'information pour l'analyse économique et monétaire. Une deuxième raison est que, tant en Suisse que dans de nombreux autres pays, une banque centrale agit en qualité de banquier de l'Etat². Ainsi, la BNS effectue des paiements, émet des emprunts et des créances comptables à court terme, gère la conservation des titres et exécute des transactions sur les marchés monétaire et des changes pour le compte de la Confédération. Troisièmement, comme la BNS détient un montant substantiel d'obligations en francs suisses, elle est directement intéressée aux mouvements sur le marché obligataire dans cette monnaie. Quatrièmement, les obligations libellées en francs suisses sont importantes pour les titres admis par la BNS dans ses pensions. Enfin, le mar-

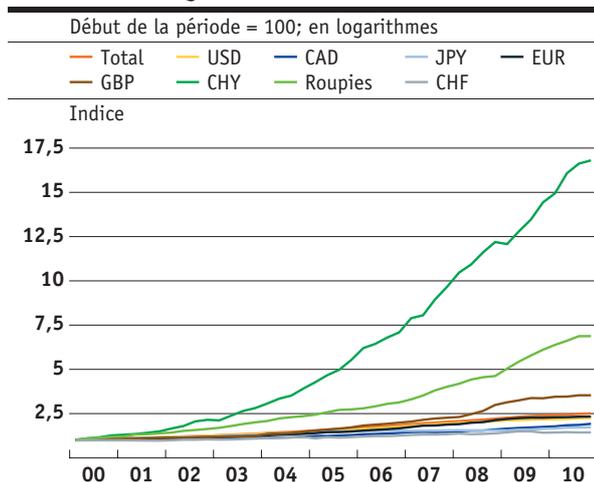
ché obligataire national peut jouer un rôle central dans certaines mesures destinées à lutter contre des crises financières. Parmi les dispositions exceptionnelles prises durant la récente crise, la BNS a acquis des obligations en francs suisses émises par des emprunteurs du secteur privé, son objectif étant de prévenir une crise du crédit en Suisse. Dans l'ensemble, le marché obligataire national est une composante vitale du système financier suisse et, d'une manière plus générale, un élément essentiel de l'économie de tout pays industrialisé.

Le présent rapport analyse le marché obligataire en francs suisses. Il comprend deux parties: la première fournit une vue d'ensemble des caractéristiques majeures du marché obligataire en francs suisses, tandis que la seconde passe en revue les développements du marché, en particulier avant et après la crise financière. Il ressort des conclusions que ce marché n'a pas connu d'assèchement à la fin des années 2000, et que la demande des émetteurs étrangers est restée stable, ceux-ci n'ayant pas augmenté sensiblement leurs activités d'émission en francs suisses. De même, les banques centrales dans le monde ont maintenu leurs actifs en francs suisses à un niveau pratiquement inchangé.

1 Caractéristiques du marché obligataire en francs suisses

Le marché obligataire en francs suisses présente trois traits distinctifs. Premièrement, en comparaison avec d'autres pays, la croissance du

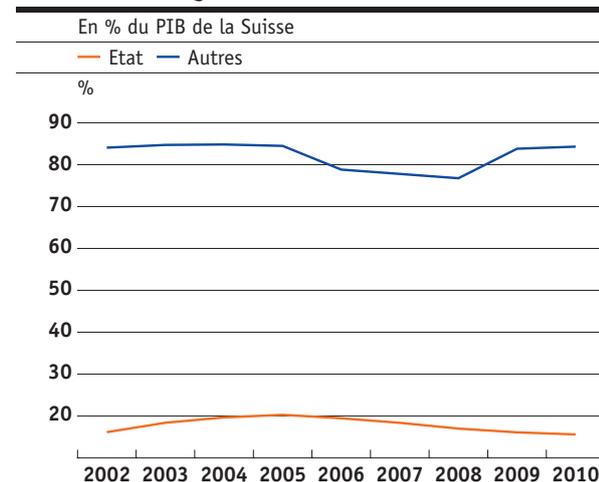
Graphique 1
Encours des obligations, en monnaies locales



Source: Banque des règlements internationaux (BRI).

1 Compte tenu de l'extrême surévaluation du franc, la BNS a fixé, le 6 septembre 2011, un cours plancher de 1,20 franc pour un euro.
2 Conformément à l'art. 5, al. 4, et à l'art. 11 de la loi qui la régit (loi sur la Banque nationale, LBN), la Banque nationale fournit des services bancaires à la Confédération.

Graphique 2
Encours des obligations en francs suisses



Sources: BNS et SIX Swiss Exchange SA.

marché obligataire en francs suisses est relativement lente. Deuxièmement, le marché de la dette non publique l'emporte très largement sur celui de la dette publique, contrairement à ce que l'on observe dans d'autres pays industrialisés. Enfin, le marché obligataire en francs suisses a pour caractéristique structurelle de présenter un marché plus vaste pour les émetteurs étrangers que celui pour les emprunteurs résidents.

a) Croissance lente du marché obligataire en francs suisses en comparaison internationale

L'expansion du marché obligataire en francs suisses a été très modérée, enregistrant les niveaux de croissance les plus faibles en comparaison internationale et des niveaux bas au cours de la dernière décennie³. L'encours des obligations dans le monde continue à afficher une croissance robuste, le développement du marché obligataire étant particulièrement fort dans certaines économies émergentes, telles que la Chine ou l'Inde. Par contre, le marché obligataire en francs suisses a connu l'un des taux de croissance les plus faibles du monde (voir graphique 1, page 45)⁴.

b) Prédominance du marché financier de la dette privée

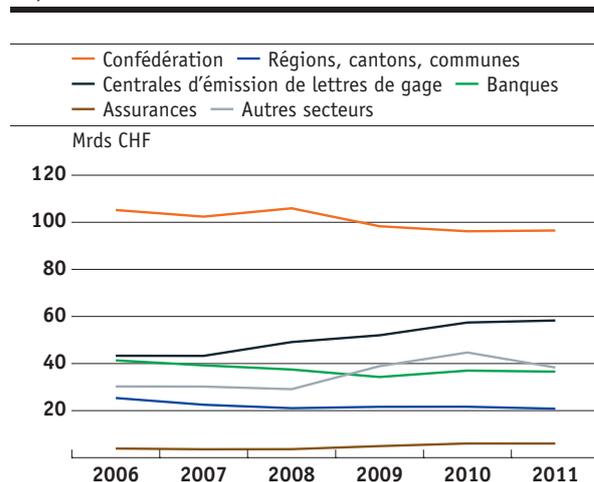
La capitalisation totale du marché obligataire en francs suisses a atteint plus de 570 milliards de francs à fin 2010. Cela représente actuellement

environ 115% du PIB de la Suisse et correspond à la taille moyenne d'un marché obligataire d'une économie avancée⁵. Contrairement à ce qui est le cas dans de nombreux autres pays avancés, le marché suisse de la dette privée est toutefois considérablement plus large que celui de la dette publique. Au cours des cinq dernières années, l'encours des obligations d'Etat de la Suisse a continuellement baissé par rapport à la taille de l'économie. Cela reflète la politique budgétaire saine poursuivie tant au niveau de la Confédération que des cantons et des communes.

c) Structure spécifique du marché obligataire en francs: marché plus large pour les émetteurs étrangers

Les émetteurs étrangers détiennent une part plus large du marché obligataire en francs que leurs homologues suisses. Alors que les marchés obligataires de la plupart des pays consistent en grande partie en titres de dettes nationaux, la situation est différente pour le marché en francs suisses⁶. En effet, la part des obligations en francs qui est émise par des étrangers est plus élevée que celle qui l'est par des résidents⁷. En termes d'encours total, la capitalisation du marché est également plus large depuis plusieurs années pour les émetteurs étrangers que pour les émetteurs suisses⁸. Du côté des emprunteurs suisses, la capitalisation du marché des émetteurs publics (Confédération, cantons et communes) a régulièrement régressé.

Graphique 3
Capitalisation du marché des émetteurs résidents

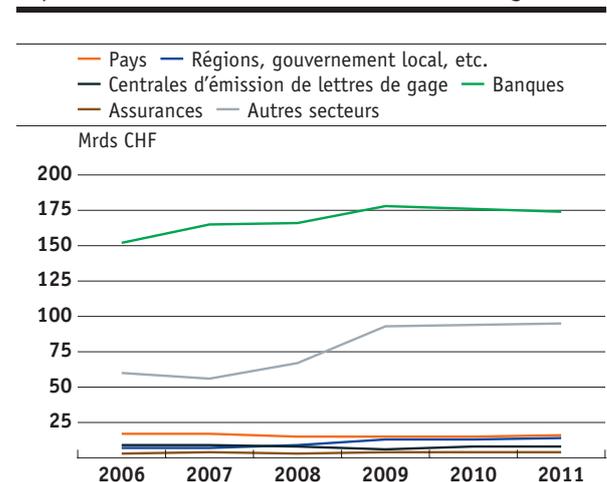


Source: SIX Swiss Exchange SA.

3 Relevons que, d'un point de vue historique, il n'existe pas de marché des euro-obligations en francs de grande taille. Comme le suggère Christensen (1986), l'une des raisons principales en est que la BNS a découragé l'émergence d'un marché des euro-obligations en francs. Voir B. V. Christensen (1986), *Switzerland's Role as an International Financial Center*, IMF Occasional Paper n° 45 (International Monetary Fund, Washington, DC, 1986), page 40.

4 Le graphique 1 montre la croissance nominale de l'encours des obligations émises dans différentes monnaies. La croissance en termes réels de ces marchés donne une image similaire.

Graphique 4
Capitalisation du marché des émetteurs étrangers



Source: SIX Swiss Exchange SA.

5 Pour une comparaison internationale, voir G. Debelles, «The Australian bond market in 2011 and beyond», the Kanga News Australian DCM Summit, Sydney, 15 mars 2011.

6 Dans nombre d'économies avancées ou émergentes, le marché obligataire national l'emporte largement en termes de taille sur le marché obligataire étranger. Le marché obligataire en livres sterling constitue à cet égard une exception. Comme c'est le cas en Suisse, le marché étranger y prédomine.

7 Plus précisément, la part du franc dans le marché obligataire international dépasse actuellement 1%, tandis que les obligations en francs d'émetteurs suisses atteignent une part minimale de 0,4% de l'encours des dettes obligataires au niveau mondial.

En Suisse, les lettres de gage sont un segment-clé du marché obligataire national en francs suisses, servant aux banques d'instruments avantageux pour lever des fonds à long terme. Les lettres de gage sont des titres de dette standardisés à taux fixe, garantis par des hypothèques en Suisse. Elles représentent actuellement environ un cinquième de l'encours des titres de dettes émis en Suisse⁹.

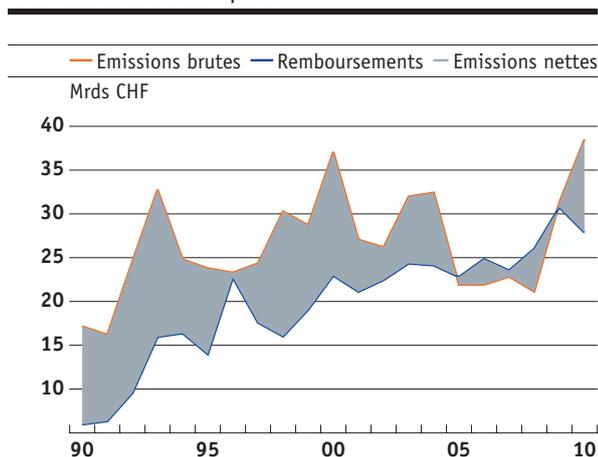
Du côté des émetteurs étrangers, la capitalisation du marché des entités bancaires étrangères est restée constante, après s'être accrue en 2008 et en 2009. La capitalisation du marché d'autres secteurs, y compris des sociétés non financières, a nettement augmenté au plus fort de la crise financière et économique de 2008 à 2009.

La section ci-dessus passait en revue certaines caractéristiques majeures du marché obligataire en francs suisses, à savoir une croissance lente en comparaison internationale, la prédominance du marché financier de la dette privée sur celui de la dette publique, et une part de marché plus large pour les émetteurs étrangers que pour leurs homologues suisses. En outre, la majorité des obligations en francs sont négociées à la Swiss Exchange SIX, tandis que dans d'autres pays, la plupart des transactions sont effectuées de gré à gré. Enfin, le marché obligataire en francs suisses se caractérise par des émetteurs dont la qualité de crédit est supérieure à la moyenne.

2 Le marché obligataire en francs suisses et la crise financière

La récente crise financière n'a pas entraîné de modifications importantes dans le marché financier primaire en francs suisses. En 2010, les émissions d'obligations en francs suisses n'ont généralement pas enregistré de changement majeur par rapport aux années précédentes. Cependant, certaines différences frappantes peuvent être observées si l'on compare les emprunts en francs des émetteurs suisses et ceux des émetteurs étrangers sur les marchés des capitaux. D'un côté, l'émission d'obligations en francs par des émetteurs suisses ne s'est pas effondrée durant la récente crise financière, ce qui indique que le marché obligataire ne s'est pas asséché en Suisse (voir section a ci-après). De l'autre, les émetteurs étrangers n'ont pas réaménagé leurs portefeuilles et ne se sont pas concentrés sur ce marché, comme en témoigne le niveau négatif des émissions nettes effectuées par les étrangers en 2010. Ainsi, un afflux de fonds étrangers sur le marché obligataire en francs suisses, qui aurait pu stimuler la demande étrangère pour cette monnaie, ne s'est pas produit (voir section b ci-après). Enfin, la demande d'obligations en francs suisses de la part de gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales n'a pas augmenté.

Graphique 5
Emprunts souscrits par des émetteurs résidents sur le marché des capitaux¹⁰



Source: BNS.

8 La capitalisation du marché des émetteurs suisses s'est établie à plus de 260 milliards de francs à fin 2010, tandis que celle du marché des émetteurs étrangers totalisait 310 milliards de francs.

9 En Suisse, deux institutions ont l'autorisation légale d'émettre des lettres de gage dans le pays. Dans l'ensemble, le marché des lettres de gage se caractérise par une législation relativement stricte.

10 Les Bons de la BNS ne sont pas compris dans le graphique 5.

a) Pas d'assèchement du marché obligataire en Suisse

Les emprunts effectués par les émetteurs résidents sur le marché financier en Suisse se sont fortement accrus en 2010. Les émissions du secteur bancaire ont sensiblement augmenté, les volumes d'émission ayant plus que triplé. Le niveau des émissions avaient auparavant fléchi à la suite de l'éclatement de la crise financière mondiale en 2007. A l'inverse, les entreprises de l'industrie ont réduit leurs émissions en 2010. Elles avaient été très actives dans ce domaine en 2009 et leurs émissions avaient connu une hausse, malgré le pire ralentissement économique enregistré depuis des décennies, ce qui confirme que ces sociétés étaient toujours en mesure de faire appel au marché obligataire national. Cependant, d'une manière plus générale, le recours au marché suisse des capitaux par des entreprises industrielles représente une part limitée du marché total, ce qui reflète le fait que le secteur des entreprises du pays ne s'appuie pas fortement sur le financement obligataire (voir tableau 1). On remarque que les émissions sur le marché primaire via des lettres de gage suisses ont fortement augmenté depuis 2007. Ces émissions représentent un moyen relativement avantageux de refinancement pour le secteur bancaire, dont le fort niveau d'activité pendant cette période correspond

à la hausse des montants hypothécaires en Suisse. Les émissions nettes de la Confédération sont restées négatives au cours de ces dernières années, ce qui a encore réduit le niveau de sa dette. Cette évolution est en phase avec un nouveau fléchissement du ratio d'endettement de l'ensemble du secteur étatique et la réduction du niveau de la dette publique suisse. Au total, les émissions des emprunteurs résidents ont atteint 38 milliards de francs en 2010, soit approximativement 50% de plus que durant la crise (2007-2009) et environ un tiers de plus que la moyenne d'avant la crise. Les chiffres montrent une corrélation négative entre le volume des émissions d'emprunteurs résidents et l'activité économique en Suisse. Ainsi, les emprunteurs résidents ont fait davantage appel au marché des capitaux pour leurs besoins financiers durant les récentes périodes de ralentissements économiques, tirant profit d'un contexte de taux d'intérêt favorable.

La faible activité d'émission de la Confédération – qui a atteint, en termes nets, des niveaux négatifs ces dernières années – est due à la bonne santé des finances du secteur public en Suisse. En particulier, la règle budgétaire (frein à l'endettement) adoptée par la Confédération, qui a été appliquée pour la première fois dans le budget fédéral de 2003, a aidé à modifier le processus budgétaire

Emission d'obligations en francs suisses par des résidents¹¹
En millions de francs

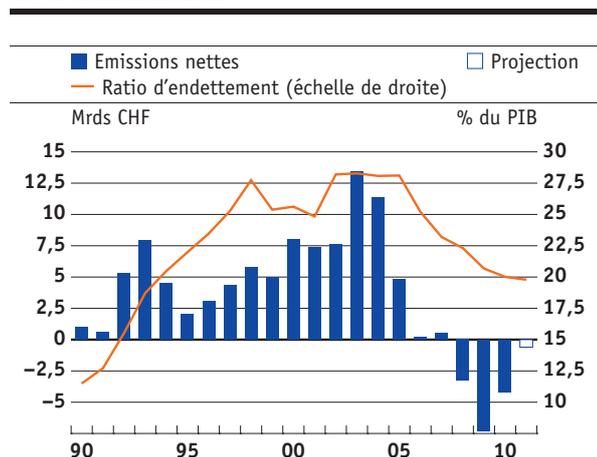
Tableau 1

	Moyennes annuelles		
	2000-2006	2007-2009	2010
Confédération			
Emissions brutes	11 518	3 471	4 682
Emissions nettes	7 532	-3 330	-4 221
Centrales d'émission de lettres de gage			
Emissions brutes	5 076	8 075	11 449
Emissions nettes	818	2 096	5 417
Industrie			
Emissions brutes	1 028	3 128	1 831
Emissions nettes	28	1 398	1 072
Banques			
Emissions brutes	4 737	3 993	9 392
Emissions nettes	-1 708	-2 638	2 929
Autres			
Emissions brutes	7 137	6 429	11 156
Emissions nettes	-1 659	809	5 436

Source: BNS.

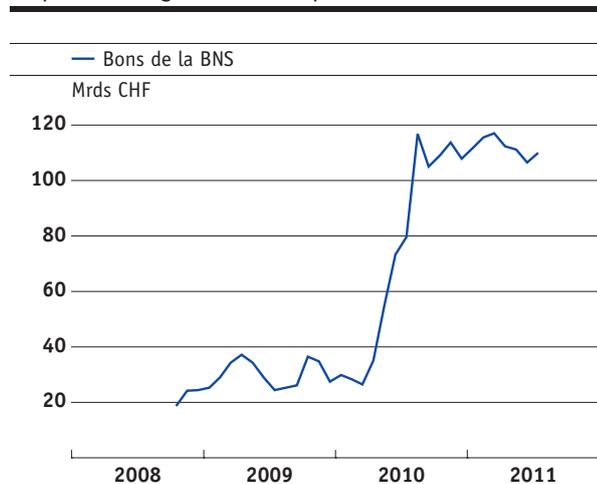
¹¹ Les Bons de la BNS ne sont pas compris dans le tableau 1.

Graphique 6
Emissions nettes et ratio d'endettement
de la Confédération



Sources: Administration fédérale des finances (AFF) et BNS.

Graphique 7
Emprunts obligataires émis par la BNS



Source: BNS.

d'une manière compatible avec les principes de la stabilisation de la dette¹².

Alors que le ratio d'endettement de la Suisse a connu une forte hausse durant les années 1990, l'expansion de la dette fédérale a été contenue au début des années 2000 et les ratios d'endettement ont été ensuite fortement réduits. La bonne santé des finances publiques de la Confédération a permis d'assurer des émissions nettes proches de zéro, voir négatives, comme cela a été le cas depuis le milieu des années 2000 en Suisse. De ce fait, le ratio dette publique/PIB a reculé et se situe à des niveaux relativement bas.

Les Bons de la BNS sont des emprunts obligataires portant intérêt avec des échéances allant jusqu'à un an. Ils font partie des opérations *d'open market* de la BNS et sont utilisés depuis 2008 en vue d'absorber des liquidités (voir graphique 7)¹³. Les Bons de la BNS émis depuis octobre 2008 n'ont pas supplanté d'autres instruments de dette du Gouvernement suisse. En effet, la demande d'obligations de la Confédération et la demande de créances comptables à court terme de la Confédération n'ont pas connu de recul important¹⁴. Dès août 2011, la Banque nationale a racheté des Bons de la BNS en circulation dans le cadre des mesures visant à accroître considérablement les liquidités sur le marché monétaire en francs.

Obligations en francs suisses émises par des étrangers sur le marché des capitaux
En millions de francs

Tableau 2

	Moyennes annuelles		
	2000-2006	2007-2009	2010
Union européenne			
Emissions brutes	28 898	39 624	35 028
Emissions nettes	10 022	15 981	3 718
Etats-Unis, Canada			
Emissions brutes	7 137	10 396	2 743
Emissions nettes	1 754	2 913	-5 161
Autres			
Emissions brutes	9 888	10 869	8 405
Emissions nettes	1 137	1 860	1 406

Source: BNS.

12 La règle du frein à l'endettement exige que des excédents budgétaires soient dégagés en période de haute conjoncture, ce qui évite en grande partie de devoir procéder à d'importants ajustements lors de la phase de ralentissement qui suit et atténue le problème des politiques pro-cycliques. La règle est aussi suffisamment flexible pour gérer des situations exceptionnelles. Elle a corrigé des incitations inopportunes dans le processus budgétaire pour permettre de mieux atteindre les objectifs en matière de déficit et d'endettement.

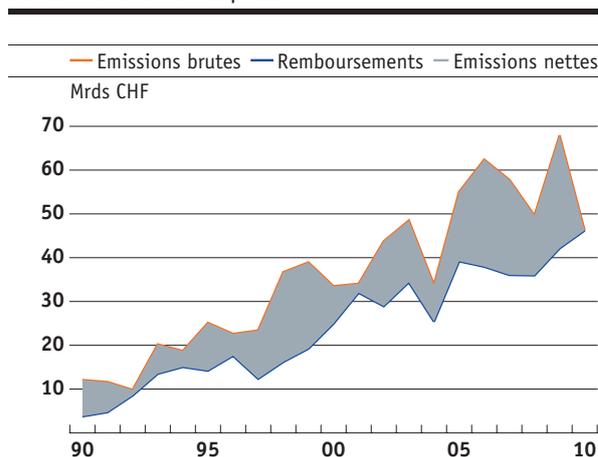
13 Les Bons de la BNS peuvent être émis selon un système d'appel d'offres public ou dans le cadre d'un placement privé. Ils sont compris dans la liste des titres admis par la BNS dans ses pensions de titres et peuvent donc être utilisés pour ce type de transactions. Le premier appel d'offres pour des Bons de la BNS a eu lieu en octobre 2008.

14 Pour une analyse plus détaillée des appels d'offres de la BNS pour des émissions d'obligations de la Confédération, voir A. Rinaldo et E. Rossi, *Swiss government bonds: Thirty years' experience with uniform-price auctions*, à paraître.

b) Les étrangers n'ont pas réaménagé leurs portefeuilles en faveur du marché obligataire en francs suisses

La situation concernant les emprunts des émetteurs étrangers est différente de celle des émetteurs résidents. Alors que les emprunts des émetteurs étrangers avaient atteint des niveaux records en 2009, ils ont nettement reculé en 2010, le repli étant sensible aussi bien pour les émissions brutes que pour les émissions nettes. Pour les émetteurs internationaux, le marché obligataire en francs suisses est une partie intégrante de leur stratégie globale de financement. Les émetteurs étrangers sont notamment séduits par la faiblesse des taux d'intérêt et par la possibilité de diversifier et de renforcer leur base d'investisseurs en ouvrant un marché dans un pays renommé pour sa stabilité politique et économique. Néanmoins, de nombreux émetteurs étrangers ne sont pas directement exposés au franc et recourent aux swaps de change pour revenir à une exposition dans leur monnaie nationale. En 2010, les étrangers ont été généralement moins actifs sur ce marché. Cela s'explique par le recul marqué des émissions nettes effectuées par les emprunteurs de l'Union européenne et d'Amérique du Nord, peut-être en raison des frais de couverture relativement élevés pour l'exposition au franc suisse. Au total, le volume net des émissions des emprunteurs étrangers s'est établi à 46 milliards de francs en 2010, soit environ 20% de moins que pendant la période de crise (2007-2009). Ce volume correspond aux niveaux enregistrés avant la crise.

Graphique 8
Emprunts souscrits par des émetteurs étrangers sur le marché des capitaux



Source: BNS.

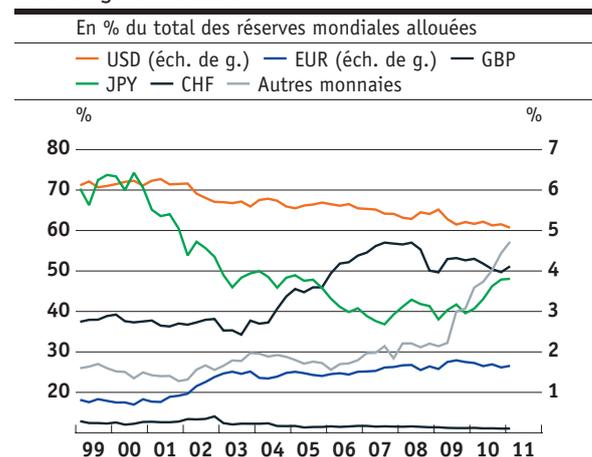
15 Voir Banque des règlements internationaux (BRI), *Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity*, avril 2010.

16 Source: base de données COFER du Département des statistiques du FMI et Statistiques financières internationales. COFER est une base de données du FMI qui rassemble des informations trimestrielles, recensées en fin de période, sur la composition par monnaie des réserves de change officielles. Les monnaies indiquées dans COFER comprennent le dollar des Etats-Unis, l'euro, la livre sterling, le yen japonais, le franc suisse et une catégorie «Autres monnaies». Les

c) Pas d'accroissement de la demande d'actifs de la part des gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales

Les deux précédentes sections étaient consacrées au comportement des emprunteurs sur le marché obligataire en francs suisses. La présente section se concentre sur la demande d'actifs en francs suisses de la part des gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales. Les données disponibles montrent que la part des obligations en francs suisses dans les réserves officielles internationales détenues dans le monde n'a pas augmenté. La plupart des gestionnaires de réserves officielles internationales continuent à ne détenir qu'une quantité limitée d'actifs de réserve en francs suisses. Alors que le franc suisse compte parmi les dix monnaies les plus négociées du monde¹⁵, les réserves de change officielles en francs suisses restent négligeables. Les créances en francs suisses ne représentent que 0,10% des réserves mondiales, ce qui correspond à une valeur nominale d'environ 9 milliards de francs. Les réserves totales détenues sont toujours largement dominées par le dollar des Etats-Unis, même si l'euro a pu renforcer sa position au cours des dernières années. A l'échelle mondiale, les réserves de change officielles continuent à s'accroître à un rythme soutenu, dépassant les 9 000 milliards de dollars des Etats-Unis à fin 2010. La tendance observée récemment se poursuit donc, à savoir que les économies émergentes et les pays en développement accumulent des réserves de change. Celles-ci atteignent ensemble un mon-

Graphique 9
Composition en devises des réserves de change officielles¹⁶



Sources: BNS et Fonds monétaire international (FMI).

réserves de change dans COFER consistent en des créances des autorités monétaires sur des non-résidents sous forme de billets de banque étrangers, de dépôts en banque, de bons du Trésor, de titres d'Etat à court et long terme et d'autres créances utilisables pour faire face aux éventuels besoins de la balance des paiements. Les données COFER sont fournies sur une base volontaire. Actuellement, on compte 139 participants à l'enquête (pays/économies membres ou non-membres du FMI, et autres entités détenant des réserves de change).

tant supérieur à 6 000 milliards de dollars à fin 2010, ce qui correspond au double des réserves des pays avancés.

Conclusion

Le marché obligataire en francs s'est bien comporté durant la crise financière. Entre 2008 et 2009, ce marché – qui est de taille moyenne en comparaison avec ceux d'autres pays industrialisés – n'a pas connu d'arrêt, même temporaire, et les emprunts contractés par les émetteurs étrangers sur le marché des capitaux ne se sont pas asséchés. De même, les banques centrales étrangères ne semblent pas avoir modifié leur stratégie d'investissement pour ce qui est des actifs en francs suisses, continuant à maintenir faible la part des réserves dans cette monnaie. En conclusion, si l'on considère dans une perspective globale les récents développements sur le marché obligataire, il ressort clairement que le marché obligataire en francs suisses a maintenu sa réputation de stabilité, lui permettant de traverser relativement sereinement la récente crise.

Chronique monétaire

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

Le 15 septembre 2011, la BNS, d'entente avec la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale des Etats-Unis, a décidé de mettre à disposition des liquidités en dollars des Etats-Unis dans le cadre d'opérations portant sur une durée de 84 jours, et ce afin de couvrir les besoins au-delà de l'échéance annuelle. Ces opérations s'ajoutent à celles conduites à sept jours. La première opération à 84 jours en rapport avec l'apport supplémentaire de dollars des Etats-Unis sera lancée le 12 octobre 2011.

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 15 septembre 2011, la BNS confirme qu'elle fera prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro, fixé le 6 septembre dernier, avec toute la détermination requise. Elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle continue de viser un Libor à trois mois proche de zéro et maintiendra le total des avoirs à vue à la BNS largement au-dessus de 200 milliards de francs.

Le 6 septembre 2011, la BNS annonce que dès ce jour, elle ne tolérera plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro sur le marché des changes. Elle fera prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise et est prête à acheter des devises en quantité illimitée. La BNS souligne par ailleurs que même à 1,20 franc pour un euro, la monnaie helvétique reste à un niveau élevé et qu'elle devrait continuer à s'affaiblir sur la durée. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, la BNS prendra des mesures supplémentaires.

Août 2011

Le 17 août 2011, la BNS fait savoir qu'elle relèvera encore considérablement les liquidités sur le marché monétaire en francs. Elle vise dès ce jour une nouvelle augmentation des avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS; ces avoirs passeront ainsi de 120 milliards à 200 milliards de francs. Elle rachètera les Bons de la BNS en circulation et conclura des swaps de change.

Le 10 août 2011, la BNS annonce qu'elle va continuer à relever dans une forte mesure les liquidités sur le marché monétaire en francs. Elle vise une rapide hausse des avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS, qui passeront ainsi d'environ 80 milliards de francs à 120 milliards. Pour accélérer l'expansion des liquidités en francs, la BNS conclura en outre des swaps de change.

Le 3 août 2011, la BNS annonce qu'elle vise, avec effet immédiat, un Libor à trois mois aussi proche que possible de zéro. A cette fin, elle rétrécit la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, la ramenant de 0%–0,75% à 0%–0,25%. En outre, elle entend accroître les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS, qui passeront d'environ 30 milliards de francs à 80 milliards de francs. A compter de ce jour, la BNS ne reconduira plus ses opérations de résorption de liquidités (*reverse repos*) ni les Bons de la BNS parvenant à échéance, et rachètera l'encours des Bons de la BNS. La BNS souligne par ailleurs que le franc suisse est extrêmement surévalué, ce qui constitue une menace pour l'évolution de l'économie et accroît les risques d'une dégradation de la stabilité des prix.

Juin 2011

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

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Droits d'auteur/Copyright®

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

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

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

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2011

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Prix

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

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

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

Langues

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

**Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en
allemand:**

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

français:

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

anglais:

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

Internet

www.snb.ch