

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Mars

1/2012

30<sup>e</sup> année



# Contenu

4	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
32	<b>Tendances conjoncturelles</b>
38	<b>Chronique monétaire</b>

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2012 de la situation économique et monétaire

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles jusqu'au 15 mars 2012.

## Table des matières

6	Avant-propos
7	1 Décision de politique monétaire du 15 mars 2012
8	<b>Stratégie de politique monétaire de la BNS</b>
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
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 depuis le dernier examen
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 grand 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 ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en mars 2012. Le chapitre 1 («Décision de politique monétaire du 15 mars 2012») reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

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 mars 2012

## La Banque nationale maintient le cours plancher inchangé

La Banque nationale suisse (BNS) continuera de faire prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec toute la détermination requise. Elle est prête à acheter à cet effet des devises en quantité illimitée. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reste inchangée à 0%–0,25%. La BNS continue à maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé sur le marché monétaire.

Même au taux actuel, le franc demeure à un niveau élevé. En Suisse, il n'existe aucun risque d'inflation dans un avenir prévisible. La prévision d'inflation a même été revue à la baisse depuis l'examen de décembre. Si l'évolution de la conjoncture mondiale devait être plus défavorable que prévu ou si, contrairement aux attentes, le franc devait ne pas s'affaiblir, des risques de dégradation à la baisse pour la stabilité des prix pourraient de nouveau surgir. Si les perspectives économiques et la menace de déflation l'exigent, la BNS est prête à prendre à tout moment des mesures supplémentaires.

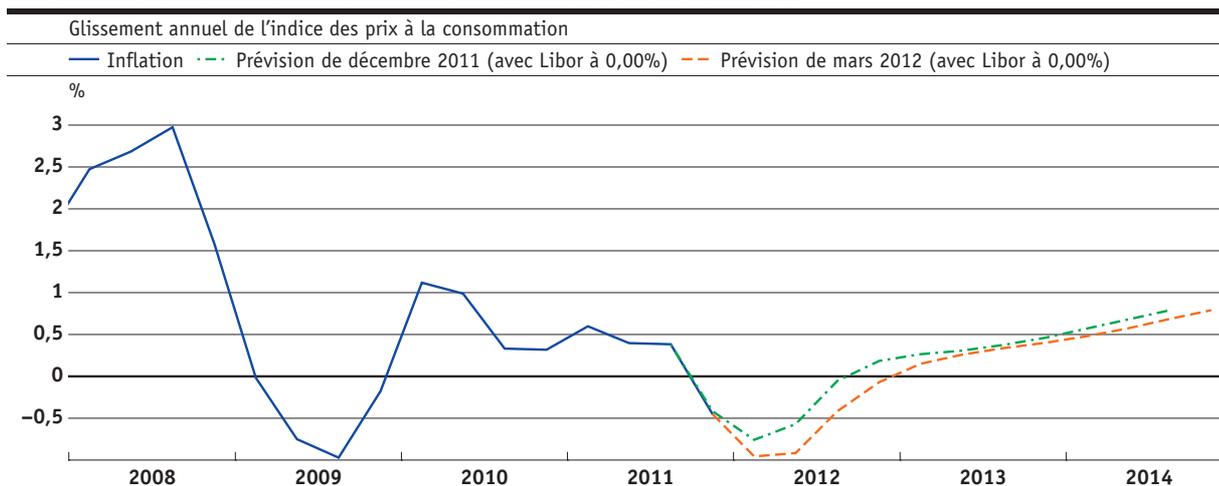
L'évolution de l'économie mondiale ne présente pas une image homogène. Alors que la croissance s'est révélée meilleure que prévu aux Etats-Unis au quatrième trimestre 2011, le produit intérieur brut s'est contracté dans la zone euro et au Japon. En Suisse, la croissance a nettement ralenti au cours de l'année 2011. La création de valeur ajoutée a fléchi au quatrième trimestre dans les secteurs sensibles à l'évolution des cours de change. La fermeté du

franc continue de poser de grands défis à l'économie. En même temps, le cours plancher produit ses effets. Il a réduit la volatilité des cours de change et apporté aux entreprises une sécurité dans leur planification. Les signes annonciateurs d'une stabilisation de la situation économique en Suisse se sont multipliés. La BNS table désormais sur une croissance économique modérée de presque 1% en 2012.

La situation s'est apaisée quelque peu sur les marchés financiers ces derniers temps. Les incertitudes restent toutefois très élevées. On ne saurait dire si les progrès accomplis dans la résolution de la crise de la dette souveraine en Europe amèneront une détente durable. De plus, les tensions géopolitiques pourraient provoquer une nouvelle hausse du prix du pétrole. Les marchés hypothécaire et immobilier résidentiel en Suisse présentent davantage de signes de déséquilibres. Si ces déséquilibres continuent de s'accroître, des risques considérables peuvent survenir pour la stabilité financière.

La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS, qui repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois de 0%, a été une nouvelle fois corrigée vers le bas par rapport à celle de décembre. L'inflation devrait être plus fortement négative à court terme. L'appréciation enregistrée l'été dernier par le franc a en effet freiné plus nettement que prévu la progression des prix. A plus long terme, la détérioration des perspectives de croissance dans la zone euro et le niveau toujours élevé du franc devraient freiner le renchérissement. La prévision montre un taux d'inflation de –0,6% pour 2012. Pour 2013 et 2014, la Banque nationale s'attend à des taux d'inflation de respectivement 0,3% et 0,6%.

Graphique 1.1  
Prévisions d'inflation conditionnelles de décembre 2011 et de mars 2012



Source: BNS.

	2008				2009				2010				2011				2009	2010	2011
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.			
Inflation	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	0,4	-0,5	-0,5	0,7	0,2

**Prévisions d'inflation conditionnelles de décembre 2011, avec Libor à 0,00%,  
et de mars 2012, avec Libor à 0,00%**

	2011				2012				2013				2014				2012	2013	2014
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.			
Prévision de décembre 2011, Libor à 0,00%					-0,4	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	-0,3	0,4	
Prévision de mars 2012, Libor à 0,00%					-1,0	-0,9	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	-0,6	0,3	0,6

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 fluc-

tuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS 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. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. Par ailleurs, la BNS fait actuellement prévaloir un cours plancher pour l'euro.

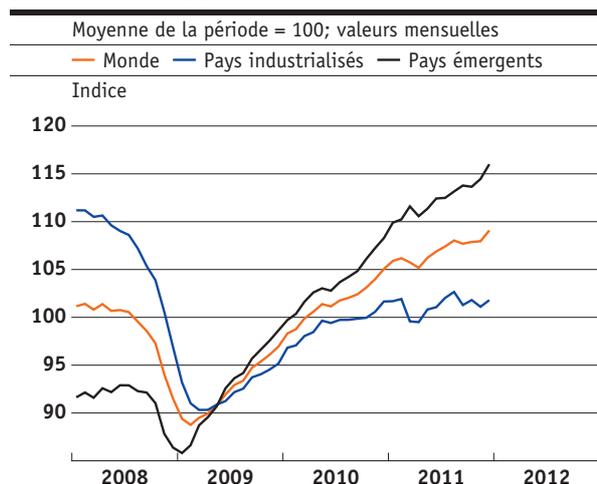
## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La conjoncture mondiale a été très hétérogène au quatrième trimestre: si le produit intérieur brut (PIB) a augmenté à un rythme plus soutenu qu'au trimestre précédent aux Etats-Unis, ce qui a positivement surpris les observateurs, il a reculé au Japon et dans la zone euro. De même, parmi les pays émergents, la croissance robuste observée en Chine et en Russie a contrasté avec la faible conjoncture enregistrée en Inde, au Brésil et dans les plus petites économies d'Asie.

Pour 2012, la Banque nationale a de nouveau revu à la baisse ses hypothèses de croissance pour la zone euro et prévoit aussi une croissance plus faible de l'économie mondiale que lors de l'examen de décembre 2011.

Si la volatilité s'est réduite sur les marchés financiers, l'incertitude reste grande quant à l'évolution de l'économie mondiale. On ne saurait dire si les progrès accomplis dans la résolution de la crise de la dette souveraine en Europe amèneront une détente durable. Les risques demeurent élevés pour le système financier comme pour l'économie réelle à l'échelle mondiale. D'autres tensions géopolitiques pourraient du reste augmenter la volatilité du prix du brut.

Graphique 2.1  
Production industrielle mondiale



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

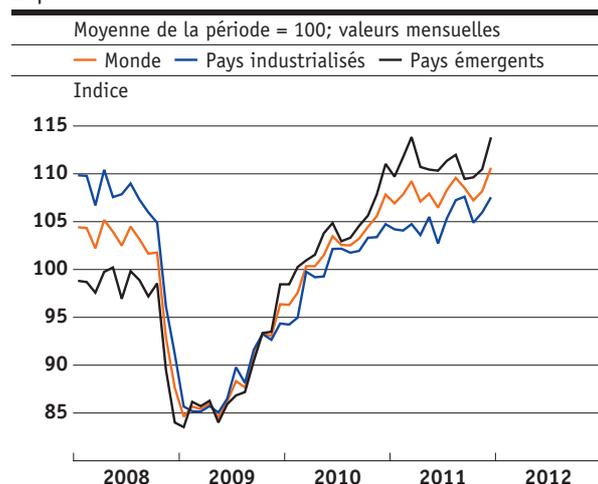
## 2.1 Marchés financiers et des matières premières

Depuis le dernier examen à la mi-décembre, la situation s'est détendue sur les marchés financiers. Cette amélioration est due à la bonne conjoncture aux Etats-Unis, à un approvisionnement généreux des marchés en liquidités par les instituts d'émission au niveau mondial, aux réformes entreprises dans la zone euro et à l'accord des pays de la zone euro sur un nouveau plan d'aide à la Grèce.

Les marchés internationaux des actions ont enregistré une forte croissance, alors que l'incertitude, mesurée par l'indice de volatilité, a reculé (voir graphique 2.3). Les opérations de refinancement sur trois ans, proposées par la BCE, ont permis de réduire les risques de crédit et de liquidité. Sur les marchés des emprunts d'Etat, l'écart de rendement entre les titres d'Etat de pays de la zone euro et les obligations d'Etat allemandes s'est généralement réduit. Sur les marchés des devises, les cours de change des monnaies principales se sont stabilisés, l'euro s'appréciant même légèrement à la mi-janvier en valeur pondérée par le commerce extérieur (voir graphique 2.4). Enfin, les prix des matières premières se sont un peu redressés, en raison de données plus positives concernant la conjoncture mondiale. Dans le secteur de l'énergie, les tensions géopolitiques, en particulier sur la question du nucléaire iranien, ont eu un impact supplémentaire sur les prix (voir graphique 2.5).

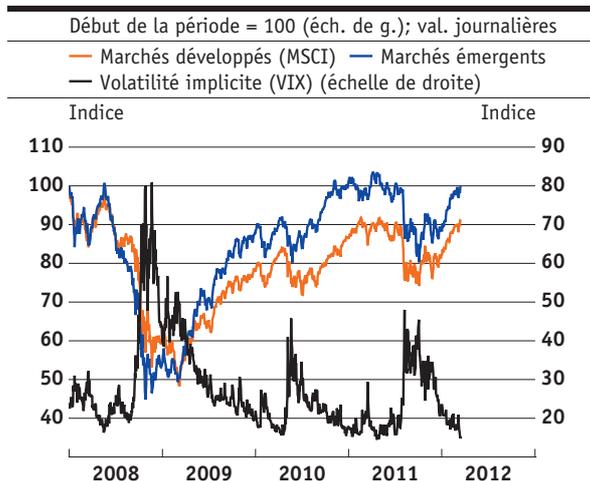
Pour la période concernée, les prévisions de la BNS s'appuient sur l'hypothèse d'un prix de 110 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,29 dollar pour un euro.

Graphique 2.2  
Exportations mondiales



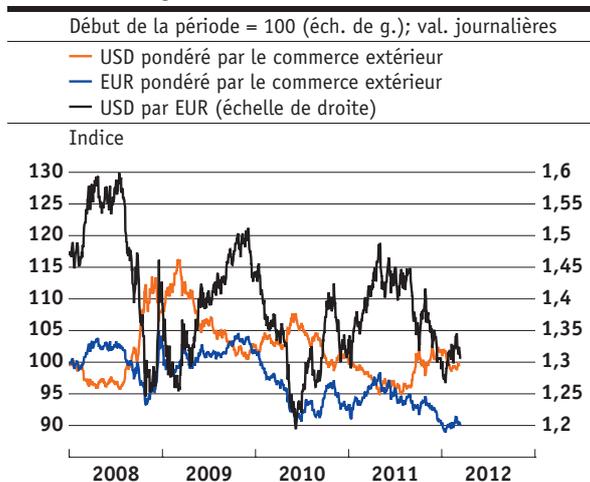
Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3  
Marchés des actions



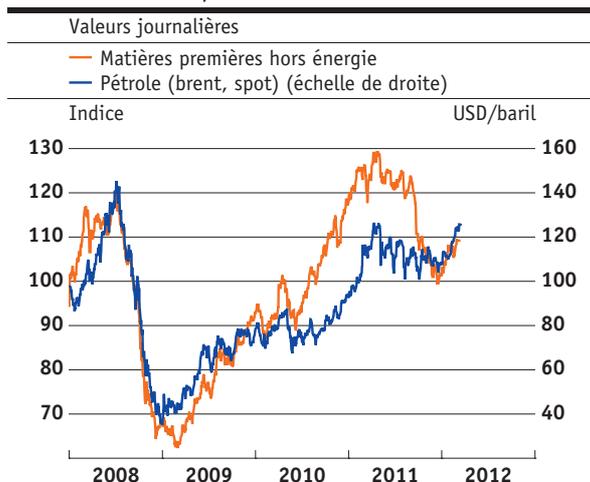
Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

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

Le PIB américain a augmenté de 3% au quatrième trimestre, enregistrant pour la première fois depuis un an une croissance supérieure à son potentiel. Si l'emploi a également progressé, il reste à un niveau bien inférieur à celui d'avant la crise de fin 2007. Sur l'ensemble de l'année 2011, le PIB a crû de 1,7%, mais son niveau par habitant est resté inférieur de 2,5% à celui de 2007.

Les perspectives de croissance demeurent modérées. L'activité de l'industrie manufacturière a quelque peu repris, et les indicateurs relatifs à la demande intérieure et au marché du travail ont affiché une évolution généralement positive. Toutefois, les prix des maisons, qui avaient fortement chuté, continuent de peser sur les budgets des ménages, si bien que les dépenses de consommation devraient continuer à ne progresser que modérément dans les prochains trimestres. Les mesures de consolidation budgétaire à l'ordre du jour freinent en outre les perspectives de croissance. La crise de la dette souveraine en Europe accroît par ailleurs l'incertitude des prévisions. Les chiffres enregistrés fin 2011 et début 2012, qui ont dépassé les attentes, ont conduit la BNS à revoir légèrement à la hausse sa prévision de croissance du PIB aux Etats-Unis, pour la porter à 2,2%.

Le renchérissement mesuré aux prix à la consommation a reculé, pour s'établir à 2,9% en février (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente est restée, quant à elle, à 2,2%, ce qui correspond à sa moyenne de long terme (voir graphique 2.11). Du fait d'effets de base, le taux de renchérissement annuel devrait continuer de baisser dans les prochains mois, malgré la hausse des prix de l'énergie. A moyen terme, la persistance d'un chômage élevé devrait maintenir la progression des salaires et les pressions à la hausse sur les prix à un faible niveau.

La Réserve fédérale a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. Elle a maintenu à 0,0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur et annoncé, en janvier, que l'horizon conjoncturel nécessitait un taux directeur exceptionnellement bas jusqu'à fin 2014 au moins. Elle a en outre commencé, conformément à sa planification, à augmenter la durée moyenne de ses placements en obligations d'Etat américaines, afin de réduire les taux d'intérêt à long terme et, partant, de soutenir la reprise. Enfin, elle a communiqué, pour la première fois, un objectif d'inflation à long terme de 2%.

## 2.3 Zone euro

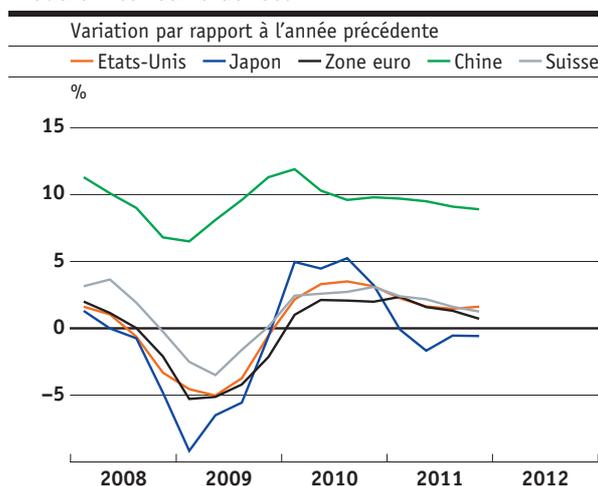
Pour la première fois depuis deux ans et demi, le PIB de la zone euro a reculé au quatrième trimestre (-1,3%). En moyenne annuelle, il a progressé au total de 1,4% en 2011. A l'exception de la France, toutes les économies majeures de la zone euro ont enregistré une contraction de leur PIB au quatrième trimestre. La récession s'est aggravée au Portugal et en Grèce. Le repli conjoncturel dans la zone euro a touché toutes les composantes de la demande intérieure, qui a baissé à la suite de la perte de confiance des ménages et des entreprises. Les exportations se sont, elles aussi, repliées. Le taux de chômage a continué sa progression, atteignant 10,7% en janvier.

L'horizon conjoncturel de la zone euro reste entaché de lourdes incertitudes. Des indicateurs signalent une légère récession. L'accord des pays de la zone euro sur l'octroi d'un nouveau plan d'aide à la Grèce a toutefois affermi quelque peu la confiance des entreprises. Adopté en février, ce plan comprend un second crédit d'un montant de 130 milliards d'euros et prévoit un taux d'intérêt réduit sur l'aide financière ainsi que l'engagement des créanciers privés de l'Etat grec à renoncer à plus de 50% de leur créance.

Mais de nombreux facteurs pèsent sur les perspectives de croissance dans la zone euro, notamment l'inquiétude persistante concernant la solidité budgétaire de certains Etats membres et l'effet modérateur sur la conjoncture des mesures de consolidation envisagées. La situation difficile en termes de fonds propres des banques risque en outre d'entraîner un resserrement du crédit et de freiner les investissements des entreprises. C'est pourquoi la BNS a de nouveau abaissé ses prévisions de croissance pour la zone euro: elle s'attend désormais à une contraction du PIB de 0,3% en 2012.

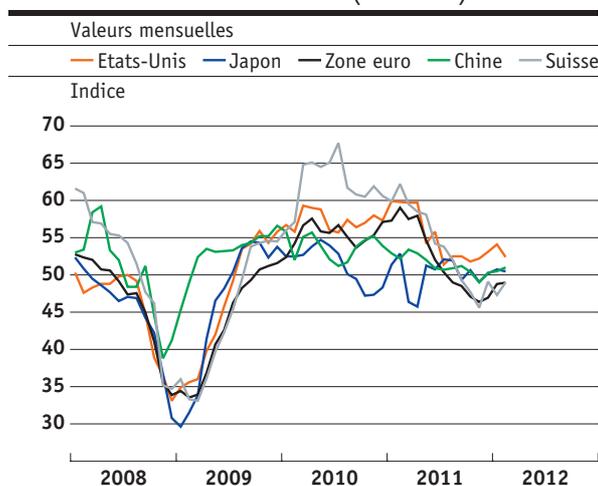
La hausse des prix à la consommation dans la zone euro a légèrement reculé, pour s'établir à 2,7% en février. Cette évolution s'explique principalement par des effets de base liés aux prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est restée pratiquement inchangée, s'établissant à 1,5%. Si l'augmentation des impôts indirects prévue dans certains Etats membres devrait temporairement entraîner une légère pression à la hausse sur le renchérissement, l'inflation devrait tout de même baisser, du fait de la faiblesse de la croissance.

Graphique 2.6  
Produit intérieur brut réel



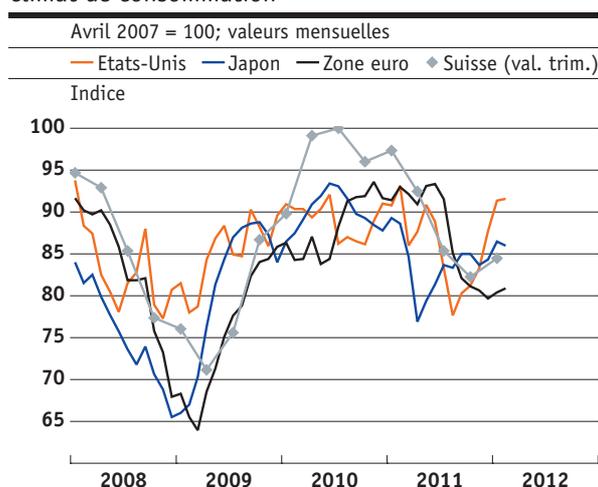
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.7  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



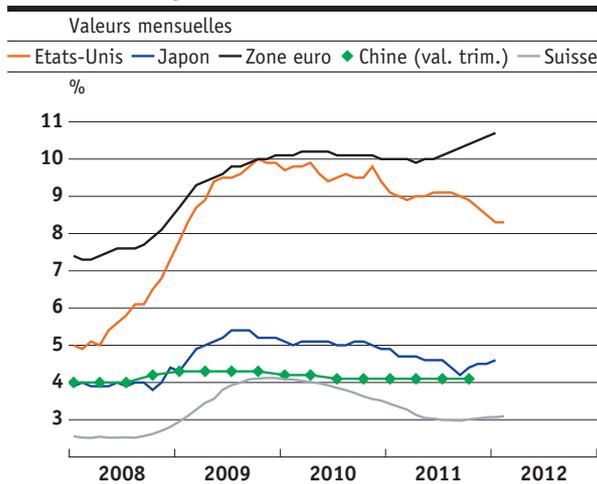
Source: Thomson Financial Datastream (© et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés).

Graphique 2.8  
Climat de consommation



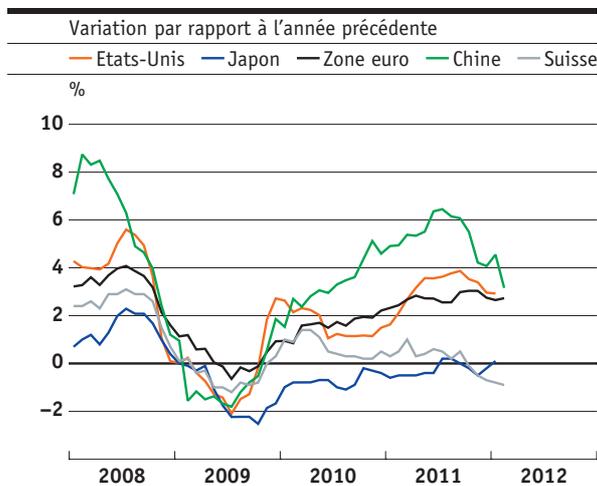
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9  
Taux de chômage



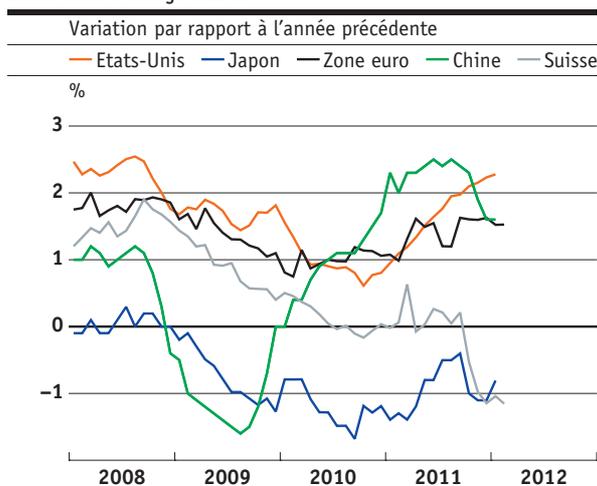
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

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.

La Banque centrale européenne (BCE) a poursuivi sa politique monétaire expansionniste en prenant de nouvelles mesures non conventionnelles. Elle a continué de fournir des liquidités en quantité illimitée aux banques. En décembre et en février, elle a pour la première fois procédé à des opérations de refinancement portant sur trois ans, qui ont permis une détente notable sur le marché monétaire. Enfin, elle a élargi l'éventail des actifs qu'elle accepte à titre de garanties, permettant tout spécialement aux établissements financiers de plus petite taille de participer à ces opérations.

## 2.4 Japon

La situation économique au Japon est restée tendue. La forte revalorisation du yen au second semestre a affecté la compétitivité en termes de prix des exportateurs japonais. En outre, les inondations qui ont touché la Thaïlande à l'automne ont bloqué un important maillon de la chaîne d'approvisionnement de l'industrie électronique et automobile japonaise. Cela s'est traduit par un recul du PIB de 0,7% au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, le PIB a également diminué de 0,7% en 2011.

Il y a tout lieu de croire que la croissance en 2012 sera modeste, car les mauvaises perspectives à l'exportation rendent le climat peu propice aux investissements. Après les interruptions de la production entraînées par la catastrophe en Thaïlande, un rattrapage devrait toutefois être enregistré en début d'année. Le gouvernement japonais a adopté en février un quatrième budget supplémentaire d'un montant de 2 500 milliards de yens (soit 0,5% du PIB) pour la reconstruction dans la région frappée par le tremblement de terre. Ce budget permettra, entre autres, de financer la réintroduction de primes incitatives à l'achat pour relancer l'industrie automobile en difficulté. La BNS table sur une croissance de 1,9% au Japon pour 2012.

En janvier, une poussée temporaire des prix des produits alimentaires frais a fait grimper les prix à la consommation légèrement au dessus de leur niveau de l'année précédente. Mais hors énergie et denrées alimentaires, les prix ont baissé de 0,8% par rapport à l'année précédente. Il n'existe aucune pression inflationniste dans un avenir proche car les capacités de production sont loin d'atteindre leur taux d'utilisation normal.

La Banque du Japon a augmenté de 10 000 milliards de yens le budget prévu pour l'acquisition d'obligations d'Etat japonaises dans le cadre de son programme d'achat de titres, pour le porter à 19 000 milliards. Elle a laissé inchangé à 0%–0,1% son taux de l'argent au jour le jour. Elle a en outre annoncé qu'elle poursuivra pour la première fois un objectif d'inflation, mesuré par l'indice des prix à la consommation, d'actuellement 1%.

## 2.5 Economies émergentes

L'activité économique a perdu de sa vigueur en fin d'année dans les économies émergentes en raison du ralentissement conjoncturel qui touche les pays industrialisés et d'une politique monétaire restrictive.

Les nouveaux pays industrialisés d'Asie (NPI), à savoir la Corée du Sud, Taïwan, Hong Kong et Singapour, ont davantage souffert de l'affaiblissement de la demande extérieure. La demande intérieure, quant à elle, a été freinée par l'incertitude conjoncturelle et financière en Europe, une accentuation de l'inflation dans certaines régions, et le durcissement des conditions de crédit. Si les NPI ont continué d'enregistrer en moyenne annuelle une croissance solide, de 4% en 2011, celle-ci est bien plus modeste que l'année précédente (8,5%). En Chine, principal moteur de la croissance ces dernières années, le PIB a grimpé de 9,2% en 2011, soit une croissance légèrement inférieure à la moyenne des dix dernières années. La politique monétaire restrictive de la banque centrale a freiné la vigueur des investissements dans la seconde moitié de l'année. Dans le même temps, la demande de consommation des ménages était soutenue par une croissance solide des revenus et par des subventions publiques. Le transfert de croissance souhaité vers la consommation intérieure s'est donc poursuivi. En Inde, la croissance du PIB en 2011 était de 7,1%, soit également à un niveau inférieur aux années précédentes. En Amérique latine, le PIB brésilien a presque cessé de croître dans la seconde moitié de l'année. Là aussi, la demande intérieure a souffert de la politique monétaire restrictive. La demande de biens de consommation durables et

l'activité dans l'industrie manufacturière, en particulier, ont marqué le pas.

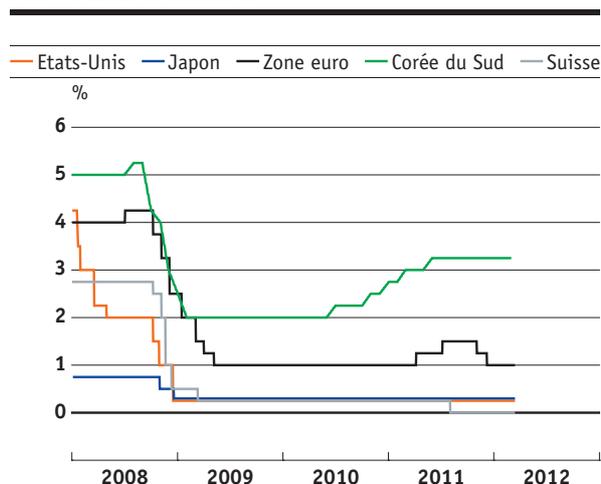
Dans les prochains mois, les économies émergentes devraient continuer de pâtir de la faiblesse de la conjoncture dans les pays industrialisés. Dans des pays importants comme la Chine, l'Inde et le Brésil, la consommation privée devrait jouer un rôle-clé cette année, étant donné qu'une baisse progressive de l'inflation et des mesures de politique économique vont soutenir le pouvoir d'achat des ménages. La correction des prix de l'immobilier qui se dessine en Chine pourrait comporter un risque pour la consommation intérieure. L'économie des NPI devrait connaître un regain de dynamisme grâce à la solidité de la demande chinoise et à une marge de manœuvre budgétaire qui permettra des mesures de soutien conjoncturel.

Pour 2012, la BNS s'attend à une croissance économique modérée dans les économies émergentes. En Chine, elle prévoit un ralentissement de la croissance, laquelle devrait s'inscrire à 8,5%.

Dans les économies émergentes, le repli des prix à la consommation tient surtout au ralentissement de la hausse des prix des denrées alimentaires. En Chine, l'inflation annuelle avait atteint, en juillet 2011, un niveau record sur les trois dernières années (6,5%), mais elle s'inscrivait à 3,2% en février. En Inde, elle est passée d'environ 10% au milieu de 2011 à 7% en février. Au Brésil, elle a chuté, passant à 5,8%. Dans la plupart des économies émergentes, l'inflation devrait encore s'atténuer du fait de la croissance modérée.

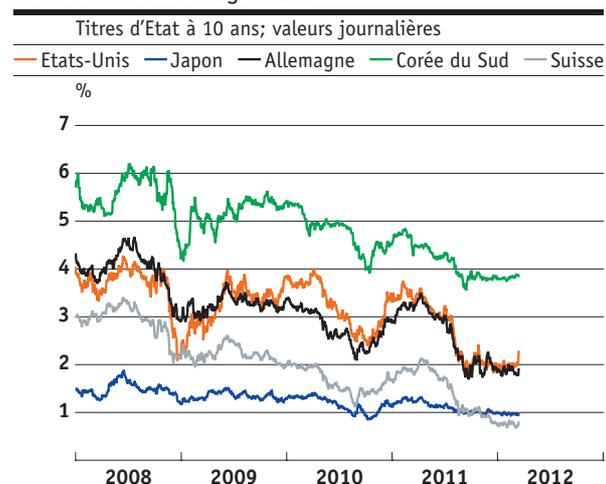
La politique monétaire a continué de cibler les risques conjoncturels. La banque centrale du Brésil a poursuivi la baisse de son taux directeur. La banque centrale de Chine a de nouveau réduit ses

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.

exigences de réserves minimales destinées à contrôler l’approvisionnement en liquidités. En outre, elle n’a plus permis aucune revalorisation de la devise chinoise en valeur pondérée par le commerce extérieur depuis le commencement de 2012. Au début de l’année, l’Inde a également assoupli ses exigences en matière de réserves minimales applicables aux banques. Dans les plus petites économies asiatiques, la politique monétaire est le plus souvent restée dans l’expectative.

### 3 Evolution économique en Suisse

La croissance économique s’est encore ralentie au quatrième trimestre en Suisse. D’après une première estimation, le PIB réel n’a progressé que de 0,4% sur une base annualisée. La fixation d’un cours plancher en septembre 2011 a réduit la surévaluation massive du franc et amélioré la sécurité en matière de planification pour les entreprises, limitant ainsi les effets sur la croissance économique. La fermeté persistante de la monnaie suisse a néanmoins laissé des traces: la création de valeur a fléchi au quatrième trimestre dans de nombreuses branches très sensibles à l’évolution des cours de change (industrie manufacturière, commerce de gros et de détail, tourisme). Alors que la création de valeur a connu une évolution modérée du côté de la production, la demande finale a enregistré quant à elle une solide augmentation. Cette disparité se reflète dans une contribution négative des stocks.

Avec le ralentissement conjoncturel, l’écart de production négatif a continué de s’accroître pour

l’ensemble de l’économie, l’immigration, toujours aussi forte, ayant par ailleurs contribué à la croissance du potentiel de production. Le marché suisse du travail est resté robuste au quatrième trimestre. La progression de l’emploi était stable, tandis que le chômage n’a affiché qu’une légère hausse.

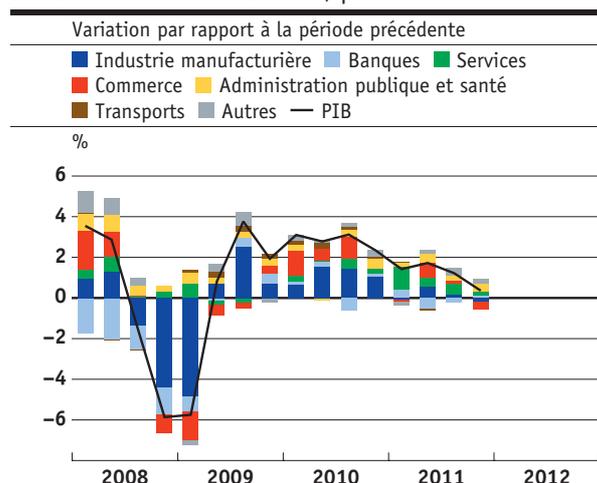
La croissance économique au titre de 2011 affiche 1,9% grâce à la dynamique favorable enregistrée au premier semestre. Après l’affaiblissement temporaire durant le second semestre 2011, la conjoncture devrait retrouver un peu d’élan. Pour 2012, la Banque nationale table sur une croissance économique modérée de l’ordre de 1%.

#### 3.1 Demande globale et production

##### Faible dynamique de production au quatrième trimestre

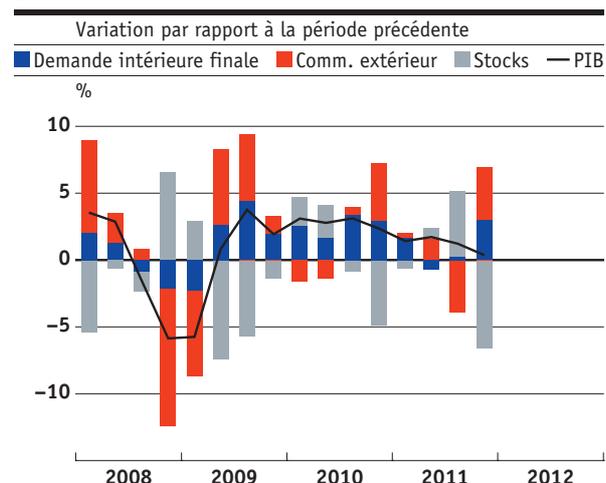
D’après les estimations provisoires du SECO, le PIB a progressé de seulement 0,4% au quatrième trimestre, contre 1,2% au troisième, et de 1,3% par rapport à la même période de l’année précédente. L’affaiblissement de la croissance a concerné l’ensemble de la production: alors que de nombreuses branches du secteur des services n’ont que faiblement progressé, la création de valeur dans l’industrie manufacturière et dans le commerce national (gros et détail) a même légèrement reculé (voir graphique 3.1). La baisse s’est poursuivie dans l’hôtellerie et la restauration. En plus de l’évolution modérée de la création de valeur réelle, les producteurs ont dû faire face à des prix de vente plus faibles dans certains secteurs.

Graphique 3.1 Contributions à la croissance, par secteurs



Source: SECO.

Graphique 3.2 Demande: contributions à la croissance



Source: SECO.

### Forte hausse des exportations

Les exportations nettes sont clairement redevenues positives au quatrième trimestre (voir graphique 3.2), après avoir été négatives au trimestre précédent. Les importations (hors objets de valeur) ont légèrement fléchi (voir graphique 3.3), tandis que les exportations (hors objets de valeur) ont enregistré une forte hausse de 7,2% par rapport au troisième trimestre (voir graphique 3.4). Dans l'ensemble, la contribution du commerce extérieur à la croissance a donc été très positive (4 points de pourcentage).

Les exportations de biens ont compensé au quatrième trimestre la faiblesse enregistrée en été. Les exportations de produits chimiques surtout (en particulier de produits pharmaceutiques) ont considérablement augmenté. Celles des autres branches ont également résisté à un contexte international généralement faible: les ventes de montres à l'étranger ont ainsi poursuivi leur progression, tandis que les exportations de machines ont cessé de reculer. Réparties par marché de débouchés, les ventes vers les Etats-Unis et les pays exportateurs de pétrole affichaient une croissance élevée.

Les exportations de services ont encore fléchi au quatrième trimestre, mais de manière moins marquée que pendant le semestre d'été. Le produit des commissions liées aux opérations bancaires transfrontières n'a pas encore bénéficié de la stabilisation des marchés financiers et était en repli. Dans le secteur du tourisme, les exportations ont de nouveau reculé en raison du franc toujours ferme, mais moins fortement que durant les trimestres précédents. En revanche, les recettes tirées du commerce des matières premières (commerce de transit) ont légèrement progressé.

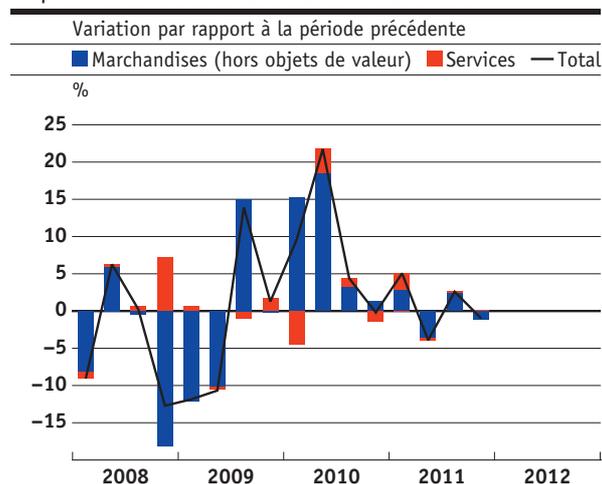
L'évolution des importations est demeurée faible au quatrième trimestre. Malgré la solide progression de la consommation, les dépenses consacrées aux biens de consommation venant de l'étranger qui sont enregistrées auprès de la Direction générale des douanes n'ont pas augmenté. Cela tient probablement au fait que seule une part infime des importations directes des ménages privés est effectivement recensée. Les importations de produits semi-finis ont même diminué une nouvelle fois. En revanche, celles de machines étaient positives en raison d'investissements accrus, et les importations de services, notamment dans le secteur du tourisme, affichaient une légère hausse.

### Forte demande intérieure finale, contribution négative des stocks

La demande intérieure finale s'est nettement renforcée à la fin de l'année (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). La formation brute de capital fixe et la consommation ont concouru à la croissance du PIB. La contribution des stocks était en revanche très négative.

Graphique 3.3

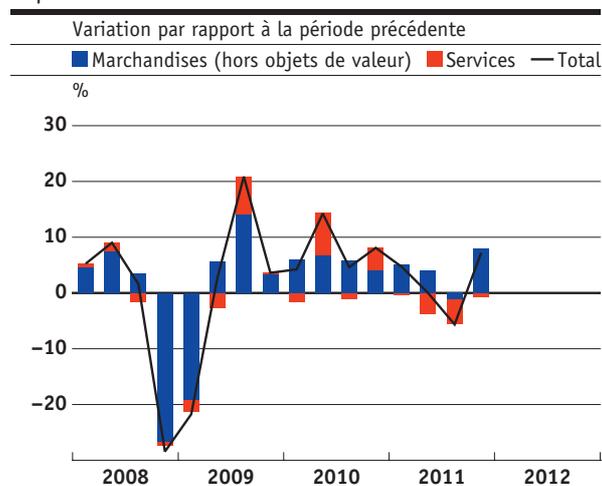
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 3.4

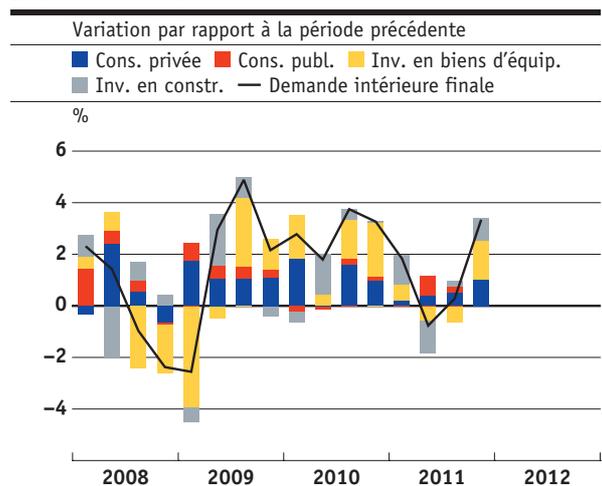
Exportations: contributions à la croissance



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)

	2008	2009	2010	2011	2010				2011			
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	1,4	1,4	1,7	1,0	2,8	0,0	2,4	1,5	0,3	0,6	0,8	1,6
Consommation de l'État et des assurances sociales	2,7	3,3	0,8	1,7	-1,5	-1,2	2,0	1,2	-0,2	6,4	2,0	-0,2
Formation de capital fixe	0,5	-4,9	7,5	3,9	5,3	8,6	8,4	9,3	7,4	-7,8	-1,9	10,3
Construction	0,0	3,0	3,5	2,5	-4,2	15,5	3,9	0,7	10,8	-11,7	2,1	8,0
Biens d'équipement	0,8	-10,8	10,9	5,1	13,7	3,4	12,2	16,7	4,9	-4,4	-5,1	12,2
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>3,3</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>5,4</b>	<b>-6,0</b>
Exportations totales	3,1	-8,6	8,4	3,4	9,3	11,3	1,1	8,9	5,3	0,3	-5,1	4,7
Marchandises <sup>1</sup>	2,1	-11,1	9,4	6,2	8,9	9,7	8,6	6,0	7,4	5,9	-1,6	11,6
Services	4,3	-1,7	5,4	-1,5	-4,9	24,6	-3,3	12,7	-1,1	-12,0	-14,4	-2,6
<b>Demande globale</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,0</b>
Importations totales	0,3	-5,5	7,3	1,9	15,3	13,1	7,9	-4,2	8,1	-3,4	1,5	-7,5
Marchandises <sup>1</sup>	-1,0	-8,5	10,8	2,3	19,5	23,1	4,0	1,6	3,4	-4,4	2,9	-1,4
Services	4,1	7,4	-1,9	3,0	-20,7	16,4	6,2	-7,2	12,0	-1,9	1,2	0,7
<b>PIB</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>

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

Après avoir sensiblement fléchi aux trimestres précédents, les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse notable, soit 12,2%, au quatrième trimestre 2011. Les investissements en constructions ont clairement augmenté au quatrième trimestre (+8%) et l'immobilier résidentiel notamment a de nouveau progressé fortement. Le nombre élevé de permis de construire délivrés ces derniers trimestres pour des logements indique que l'activité de construction dans ce domaine devrait rester soutenue. Le génie civil a encore profité d'une forte demande de projets d'infrastructure. En revanche, la marche des affaires dans la construction industrielle et artisanale a continué d'évoluer à un rythme faible.

La consommation privée, qui n'avait enregistré qu'une légère hausse au cours des trimestres précédents, a nettement progressé au quatrième trimestre (+1,6%). Les dépenses correspondantes ont été encouragées par les baisses de prix dans de nombreux secteurs, les effets positifs concernant principalement l'alimentation et le logement. Les nouvelles immatriculations de véhicules ont, elles aussi, augmenté régulièrement pour atteindre, fin 2011, leur niveau le plus élevé depuis 1990.

## 3.2 Marché du travail

### Croissance de l'emploi toujours robuste

La croissance de l'emploi est restée stable au quatrième trimestre malgré le ralentissement de la dynamique de production. L'emploi à temps plein et à temps partiel a progressé de 0,9%. Exprimée en équivalents plein temps, la hausse s'est établie à 1,3% (voir graphique 3.6).

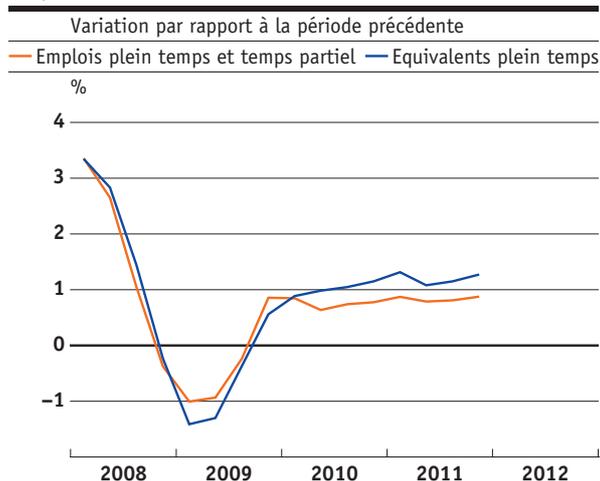
L'évolution de l'emploi est demeurée robuste dans la construction. La dynamique positive de l'emploi n'a que légèrement faibli dans l'industrie manufacturière. Le nombre de postes y est toutefois encore nettement inférieur au niveau d'avant la crise de l'été 2008. L'emploi a connu une évolution généralement favorable dans le secteur des services. Seuls l'hôtellerie et la restauration, le commerce de détail et les services financiers ont supprimé des postes.

### Hausse limitée du chômage

Le chômage s'est légèrement accru entre novembre et février. Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a augmenté d'environ 2 000 personnes (données corrigées des variations saisonnières), le taux de chômage passant de 3% à 3,1% (voir graphique 3.7). La proportion de demandeurs d'emploi est toutefois restée à 4,4% sur la même période.

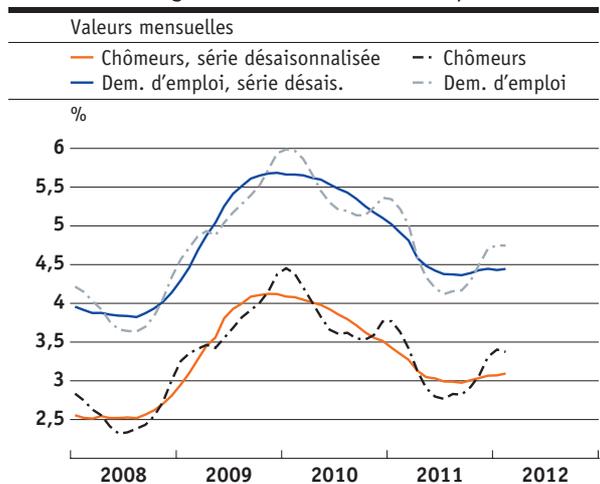
Le chômage partiel ne présente aucun changement significatif. Il est demeuré à un faible niveau jusqu'en décembre 2011 (voir graphique 3.8).

Graphique 3.6  
Emploi



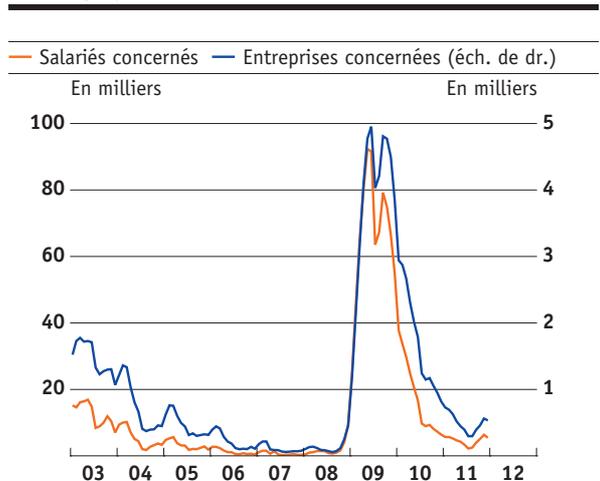
Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

Graphique 3.7  
Taux de chômage et de demandeurs d'emploi



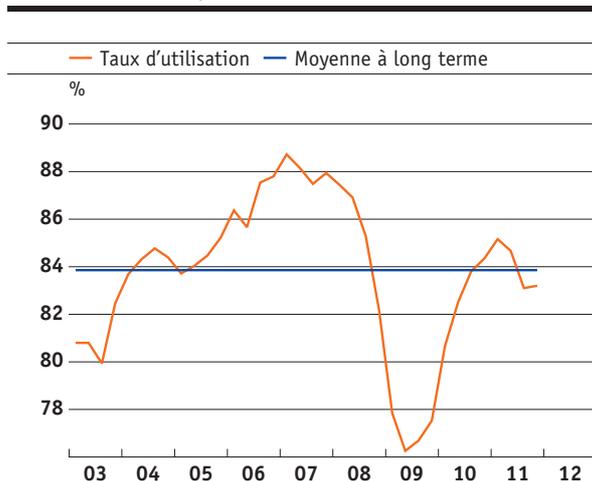
Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives).  
Source: SECO.

Graphique 3.8  
Chômage partiel



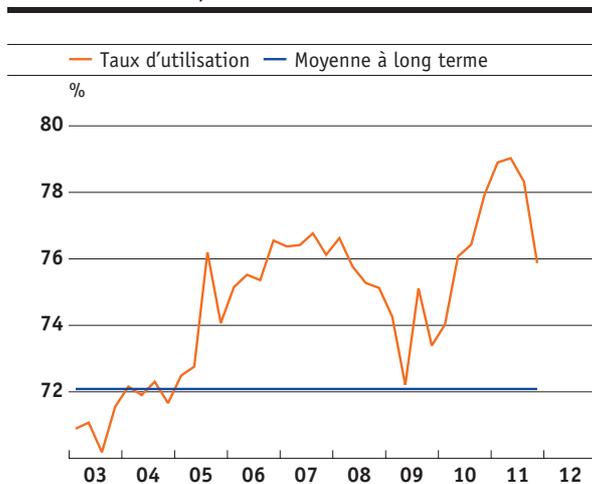
Source: SECO.

Graphique 3.9  
Utilisation des capacités dans l'industrie



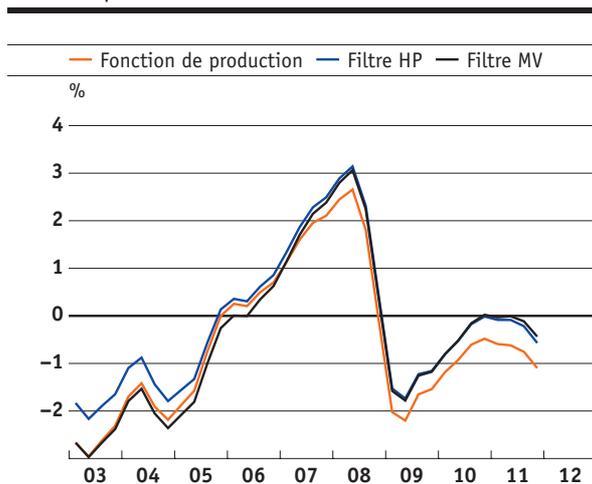
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10  
Utilisation des capacités dans la construction



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11  
Ecart de production



Source: BNS.

### 3.3 Utilisation des capacités de production

#### Stabilisation de l'utilisation des capacités

L'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière s'est stabilisée au quatrième trimestre. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, elle s'établissait à 83,2%, soit légèrement en dessous de sa moyenne à long terme (voir graphique 3.9).

Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a sensiblement reculé au quatrième trimestre. Affichant 75,9%, il est néanmoins encore bien supérieur à la moyenne (voir graphique 3.10). De nombreuses entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ continuent donc à faire face à des capacités insuffisantes en ce qui concerne les machines et les outils, et à un manque de main-d'œuvre. L'utilisation des capacités de production était normale dans le secteur des services au quatrième trimestre. Dans les hôtels et les restaurants, le taux d'utilisation a même progressé pour retrouver sa moyenne à long terme, alors que la création de valeur continuait à reculer. Cette situation pourrait s'expliquer par une réduction des capacités.

#### L'écart de production s'accroît

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.

L'écart de production négatif s'est de nouveau accentué au quatrième trimestre. Le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production révèle que cet écart s'inscrivait à -1,1% au quatrième trimestre (voir graphique 3.11). D'après les autres méthodes d'évaluation (filtre de Hodrick et Prescott et filtre multivarié), il était plus faible (respectivement -0,6% et -0,4%).

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 et sur le stock de capital de l'économie. Etant donné que le potentiel de travail n'a cessé de s'accroître ces dernières années (entre autres du fait de l'immigration), le potentiel de production estimé selon cette méthode est plus élevé que celui 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 pour la Suisse se sont un peu éclaircies dernièrement. Les résultats des récentes enquêtes indiquent une stabilisation de la situation. L'évolution favorable des exportations de biens et du chiffre d'affaires du commerce de détail en janvier pointe dans la même direction. La capacité de résistance de l'économie suisse repose sans aucun doute aussi sur l'introduction du cours plancher du franc face à l'euro, qui a permis de réduire l'appréciation extrême de la monnaie nationale et a fourni aux agents économiques une certaine sécurité en matière de planification.

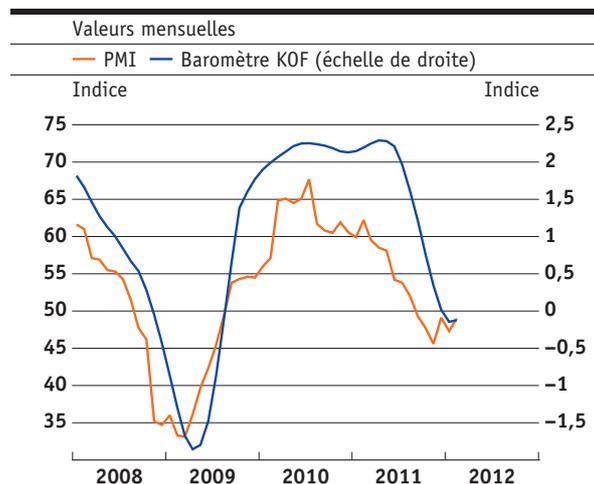
La fermeté du franc continue néanmoins de peser. De nombreuses entreprises sont confrontées à une baisse des prix, ce qui diminue leur chiffre d'affaires nominal. La marge bénéficiaire des sociétés présentant un fort degré de finition en Suisse subit une pression importante. Les modestes perspectives conjoncturelles à l'étranger et les incertitudes persistantes sur l'issue de la crise de la dette souveraine en Europe aggravent la situation, de sorte que la propension des agents économiques à investir devrait rester limitée.

Dans le même temps, des facteurs de l'économie suisse comme la faiblesse des taux d'intérêt continuent d'avoir des effets positifs. Par ailleurs, l'immigration élevée soutient encore la demande intérieure. Ces facteurs devraient profiter tant à la construction qu'aux différentes branches du secteur des services.

La BNS s'attend à une croissance positive de l'économie suisse au premier trimestre également. Elle table sur une progression du PIB de l'ordre de 1% pour l'ensemble de l'année 2012. La modeste dynamique conjoncturelle devrait entraîner une hausse modérée du chômage au cours des prochains trimestres. L'écart de production restera négatif.

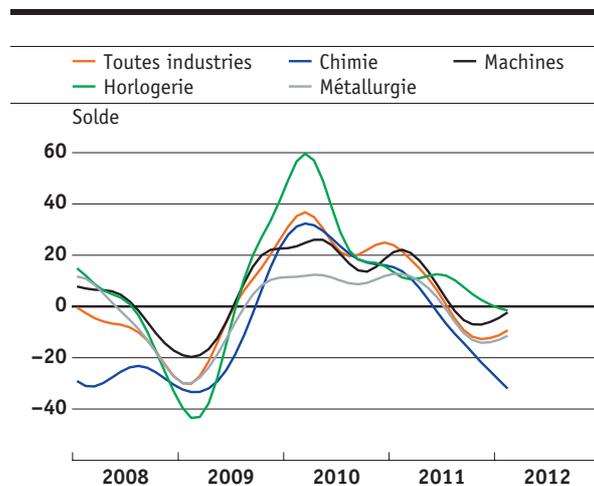
Tant qu'aucune solution durable n'aura été mise en œuvre pour résoudre la crise de la dette souveraine en Europe, les perspectives demeureront très incertaines.

Graphique 3.12  
Indicateurs avancés



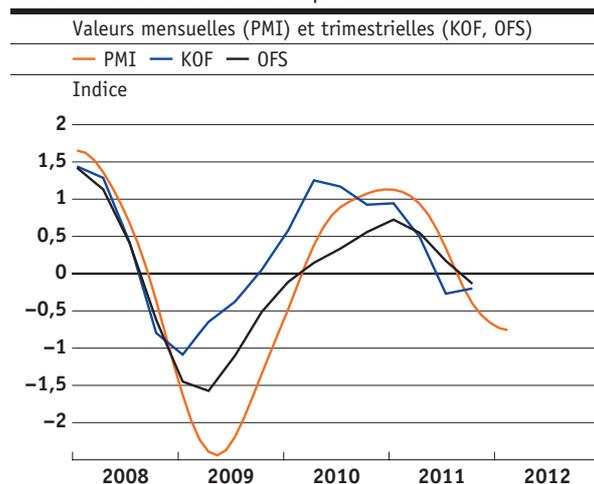
Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et Credit Suisse.

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 (KOF), Credit Suisse et OFS.

## 4 Prix et anticipations inflationnistes

La forte appréciation du franc en 2011 continue d'influer sur l'évolution du renchérissement. Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) de même que les prix à la consommation ont certes cessé de baisser ces derniers mois, mais ils s'inscrivent à un niveau toujours inférieur à celui enregistré il y a un an.

Les enquêtes relatives aux anticipations inflationnistes indiquent qu'à court terme, on table en majorité sur un niveau des prix inchangé. A moyen terme, les attentes concernant le renchérissement restent dans la zone positive inférieure.

### 4.1 Prix à la consommation

#### Nouveau recul du renchérissement mesuré à l'IPC

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a de nouveau diminué ces derniers mois et s'établissait à  $-0,9\%$  en février, contre  $-0,5\%$  en novembre (voir tableau 4.1). Le renchérissement par rapport au trimestre précédent ne reflète toutefois aucune accélération de la baisse des prix. Au contraire, le recul du niveau des prix engagé en juin 2011 s'est arrêté.

Le taux de renchérissement annuel négatif découle principalement de l'évolution des prix des biens et services étrangers. Jusqu'à janvier 2012, ces prix ont fortement diminué en raison de l'appréciation considérable du franc. En février, ils ont marqué une faible progression par rapport au mois précédent. Le niveau des prix des biens et services étrangers a fléchi de  $3,4\%$  par rapport au niveau de la même période de l'année précédente, bien que les produits pétroliers aient renchéri (voir graphique 4.1).

#### Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Tableau 4.1

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2011	2011				2011	2012	
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Décembre	Janvier	Février
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
Biens et services du pays	0,6	0,6	0,6	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0
Biens	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-2,1	-2,1	-2,4	-2,3
Services	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7
Services privés (hors loyers)	0,8	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,8
Loyers	1,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	0,7
Services publics	1,8	2,0	1,8	1,8	1,4	0,9	0,6	0,6
Biens et services de l'étranger	-0,7	0,5	-0,3	-0,4	-2,6	-3,3	-3,2	-3,4
Hors produits pétroliers	-2,5	-1,3	-1,9	-1,8	-5,0	-5,7	-5,3	-5,3
Produits pétroliers	9,3	10,5	8,9	7,5	10,5	10,0	8,1	6,2

Sources: BNS et OFS.

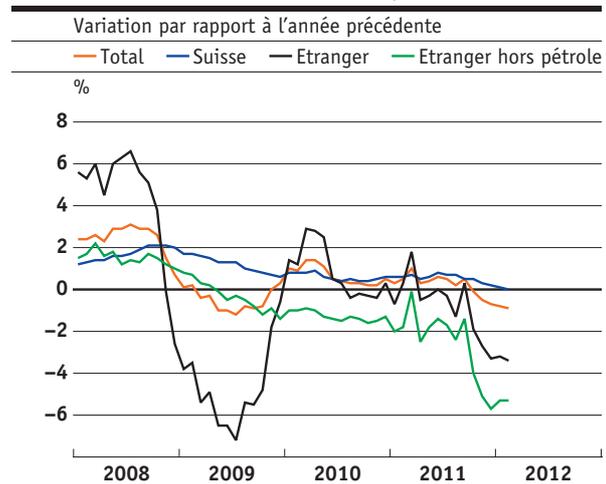
Une nette différence persiste entre les prix des biens et des services suisses (voir graphique 4.2). Les prix des biens suisses ont légèrement diminué depuis novembre et leur niveau en février était nettement inférieur à celui d'il y a un an. En revanche, les prix des services suisses continuent de progresser. Eu égard à la baisse du taux de référence en décembre 2011, les loyers ont augmenté moins fortement entre novembre et février que sur la même période une année plus tôt, de sorte que leur renchérissement a diminué en glissement annuel, passant de 1,1% en novembre à 0,7% en février.

### Inflation sous-jacente exceptionnellement faible

L'inflation sous-jacente 1 établie par l'OFS (OFS1) ainsi que la moyenne tronquée (TM15) et la *dynamic factor inflation* (DFI) calculées par la BNS peuvent être utilisées pour évaluer la tendance du renchérissement. Ces trois taux reflètent en février une inflation sous-jacente inférieure à celle d'il y a trois mois (voir graphique 4.3). La TM15 est devenue négative en février (-0,1%), pour la première fois depuis 1978, année où les calculs de la TM15 ont commencé. Le niveau de l'OFS1 était encore plus bas (-1,2%), tandis que la DFI restait positive (0,5%). Contrairement à la TM15 ou à l'OFS1, la DFI n'utilise pas un panier de l'IPC réduit, mais calcule l'inflation sous-jacente à l'aide d'un modèle factoriel dynamique, estimé empiriquement, qui tient compte de données sur les prix et d'un grand nombre d'autres données économiques réelles et nominales.

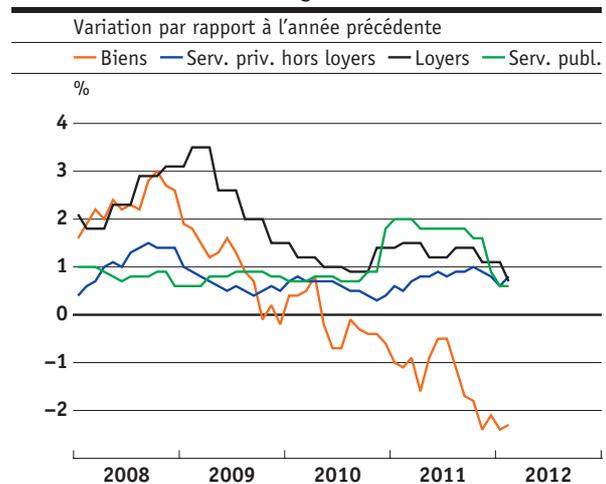
La grande différence actuelle entre les deux taux d'inflation sous-jacente basés sur un panier de l'IPC réduit est frappante. L'écart entre la TM15 et l'OFS1 s'explique par le fait que l'OFS1 laisse toujours de côté les mêmes biens (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), alors que la TM15 exclut chaque mois du panier les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois. Ainsi, en général, l'OFS1 subit les fluctuations extrêmes des prix dans une plus forte mesure que la TM15. Ce fait, lié à l'appréciation importante du franc au premier semestre 2011, a pour conséquence que l'OFS1 a reculé plus fortement que la TM15 et même que le renchérissement annuel mesuré à l'IPC. La TM15 devrait mieux refléter la tendance inflationniste actuelle que l'OFS1.

Graphique 4.1  
IPC: biens et services suisses et importés



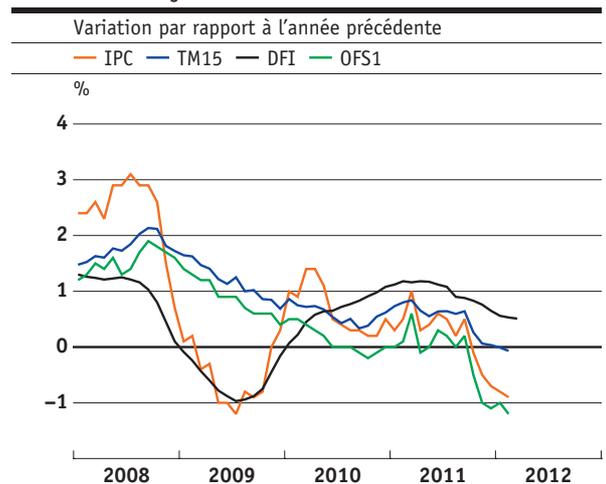
Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2  
IPC: biens et services d'origine suisse



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3  
Inflation sous-jacente



Sources: BNS et OFS.

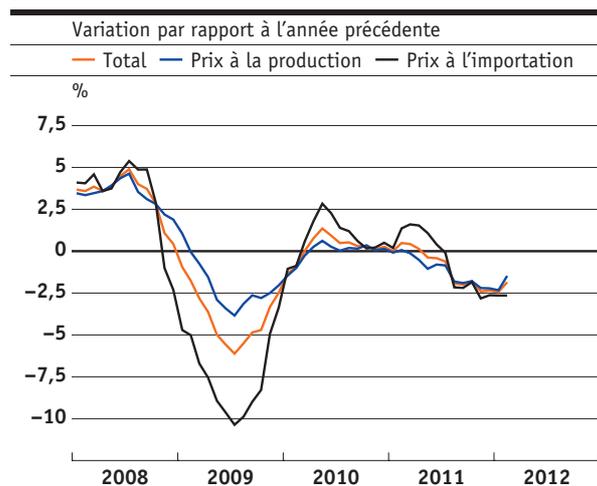
## 4.2 Prix à la production et à l'importation

### Prix de l'offre totale en légère hausse

Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont marqué une légère hausse depuis novembre. Les prix à l'importation réagissant d'ordinaire rapidement aux fluctuations des monnaies, cette faible progression pourrait indiquer que l'appréciation du franc cesse progressivement d'atténuer le renchérissement. Le graphique 4.4 montre que le renchérissement de l'année précédente demeure négatif, ce qui reflète en premier lieu le fort repli des prix de l'offre totale enregistré au second semestre 2011.

Si l'on considère l'évolution de l'inflation sous l'angle de l'utilisation, on constate que les prix ont baissé pour les biens de consommation et les produits de l'agriculture et de la sylviculture. Les indices des prix des autres catégories ont par contre affiché une hausse, qui s'est en partie révélée importante.

Graphique 4.4  
Prix de l'offre totale



Source: OFS.

## 4.3 Prix de l'immobilier

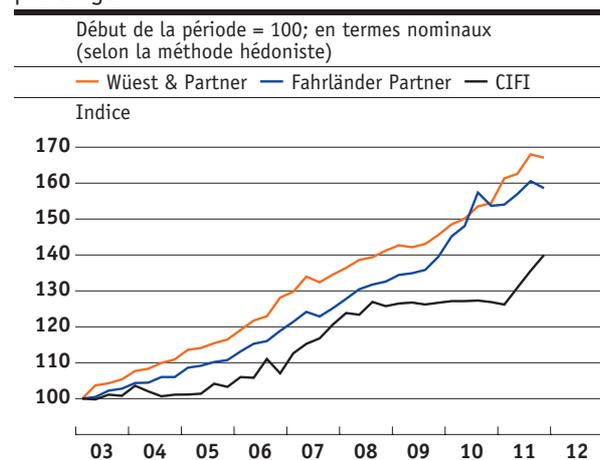
### Evolution inégale des indices au quatrième trimestre

Au quatrième trimestre, les prix de l'immobilier ont évolué différemment d'un secteur à l'autre. D'une part, les prix des appartements en propriété par étage et des maisons individuelles proposés dans les journaux et sur Internet ont de nouveau nettement progressé. D'autre part, les prix de transaction répertoriés par Wüest & Partner pour les maisons individuelles n'ont augmenté que modérément et ceux enregistrés pour les appartements en propriété par étage ont même légèrement fléchi (voir graphique 4.5).

Si les différents indices ne présentent pas une évolution uniforme au quatrième trimestre, ils montrent tous clairement une augmentation massive des prix de l'immobilier résidentiel sur plusieurs années. C'est particulièrement le cas pour les appartements en propriété par étage, dont les prix, aux cours des dix dernières années, se sont accrus de 50% à 70% selon l'indice, c'est-à-dire de manière bien plus marquée que les prix à la consommation ou le revenu nominal par habitant sur la même période.

Au quatrième trimestre, les loyers des appartements n'ont de nouveau augmenté que légèrement. Cette hausse concerne toutefois uniquement les contrats de bail existants (loyers en cours). Le renchérissement des loyers a continué à progresser pour les appartements proposés sur le marché (loyers offerts; voir graphique 4.6). Les loyers en cours sont légalement liés au taux hypothécaire de

Graphique 4.5  
Prix de transaction – Appartements en propriété par étage



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

référence, qui a diminué d'un point de pourcentage depuis 2008. Tant que ce taux ne monte pas, le renchérissement des loyers en cours devrait rester faible.

## 4.4 Anticipations inflationnistes

### Anticipations inflationnistes toujours faibles

Les résultats des enquêtes qui ont été menées auprès des ménages et des experts et qui portent sur l'évolution attendue des prix et des taux de renchérissement indiquent encore des anticipations inflationnistes faibles.

L'enquête trimestrielle du SECO réalisée auprès des ménages montre qu'en janvier, presque la moitié des personnes interrogées tablaient sur des prix inchangés dans les douze prochains mois (voir graphique 4.7). Près d'un cinquième s'attend à une baisse des prix et le tiers restant, à une hausse. La part des personnes escomptant des prix stables a progressé pour la troisième fois consécutive. Alors que leur proportion s'était clairement accrue il y a trois mois, les personnes interrogées tablant sur une diminution des prix ont été moins nombreuses, le franc fort ayant probablement été la raison de cette évolution.

D'après le rapport sur le marché financier établi mensuellement par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Financial Market Report), une large majorité des experts du marché financier interrogés estimait en février, comme en décembre et en janvier, que les taux de renchérissement

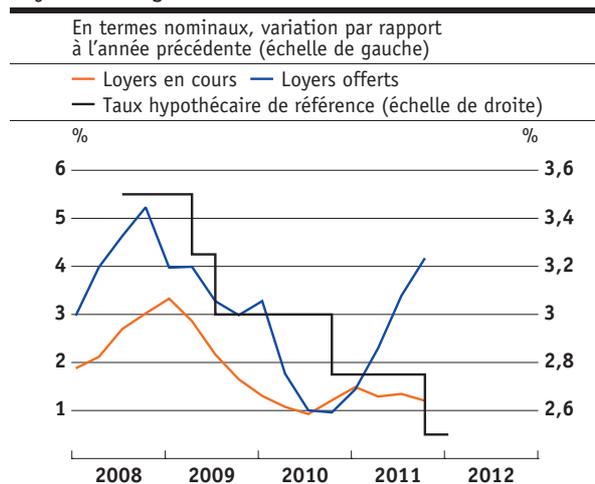
resteront inchangés dans les six prochains mois (69%). Ceux qui escomptaient une hausse des taux étaient aussi nombreux que ceux qui tablaient sur une baisse.

D'autres enquêtes fournissent des informations sur les anticipations inflationnistes quantitatives. Il ressort des entretiens réalisés en janvier et en février par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale que les entreprises interrogées tablaient sur un taux de renchérissement moyen de 0,2% pour les six à douze prochains mois, contre 0,4% au trimestre précédent. Les anticipations inflationnistes à plus long terme déterminées par Deloitte sont plus élevées. Au quatrième trimestre, les CFO et les responsables financiers des entreprises participantes domiciliées en Suisse s'attendaient à un taux de renchérissement annuel de 1,6% dans deux ans.

### Stabilité des prix d'achat attendue au niveau des producteurs

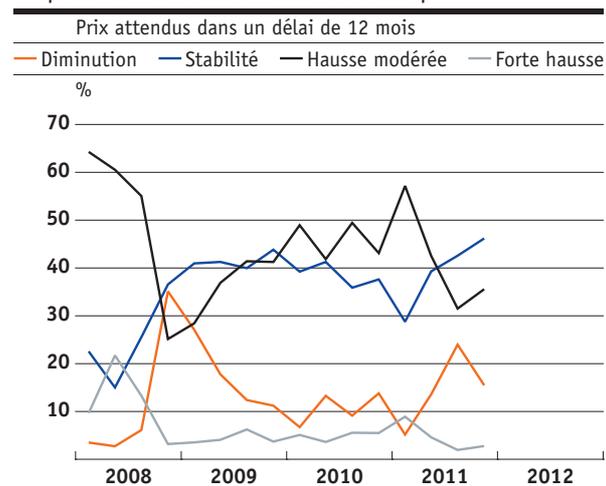
Dans l'industrie et le commerce de gros, les entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ tablaient en janvier sur une tendance stable des prix d'achat et sur une baisse des prix de vente pour les trois prochains mois. En octobre, elles avaient majoritairement misé sur une diminution des prix d'achat et de vente. Les résultats de cette enquête sur les prix d'achat laissent donc penser que le recul du niveau des prix devrait continuer de ralentir ces prochains temps.

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

Depuis septembre 2011, la BNS applique résolument le cours plancher communiqué vis-à-vis de l'euro. Le franc se maintient néanmoins à un niveau élevé; il s'est même légèrement apprécié par rapport à l'euro et au dollar des Etats-Unis depuis l'examen de décembre de la situation économique et monétaire.

Les taux d'intérêt sont demeurés très faibles au cours du trimestre, quelle que soit la durée. La légère progression du Libor pour les dépôts à trois mois en francs reflète un certain retour à la normale sur le marché interbancaire à court terme, et non un durcissement de la politique monétaire. Conformément à cette évolution, les contrats à terme (*futures*) sur taux d'intérêt ont récemment cessé d'annoncer des taux négatifs.

Malgré une faible baisse des avoirs en comptes de virement auprès de la BNS, la monnaie centrale demeure à un niveau historiquement élevé. Les agrégats monétaires au sens large ont, eux aussi, fortement progressé. Les effets inflationnistes de cette expansion sont toutefois neutralisés par le niveau élevé du franc et l'écart de production négatif.

La croissance des crédits a légèrement faibli au quatrième trimestre, tout en demeurant robuste. Les hypothèques ayant continué de croître, ce ralentissement tient à la stagnation des autres crédits. Dans l'ensemble, aucun signe de resserrement du crédit n'a été observé pour les entreprises. L'accroissement ininterrompu du crédit accentue cependant les risques pour la stabilité financière.

### 5.1 Mesures de politique monétaire depuis le dernier examen

#### **Poursuite de la politique monétaire annoncée en septembre 2011**

La BNS a continué ces derniers mois à appliquer la politique monétaire annoncée le 6 septembre 2011 et réaffirmée lors des examens trimestriels de septembre et de décembre 2011. Le 6 septembre, elle avait fixé un cours plancher de 1,20 franc pour un euro. Elle avait déjà réduit en août la marge de fluctuation du Libor à trois mois en la fixant à 0%–0,25%.

#### **Niveau toujours élevé des avoirs à vue à la BNS**

Après avoir fortement augmenté en août et en septembre 2011, les avoirs à vue à la BNS se sont maintenus à un niveau élevé. Ils s'établissaient en moyenne à 218,8 milliards de francs entre l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2011 et celui de mars 2012. De ce montant, 170,9 milliards de francs revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse; le solde, soit 47,9 milliards, était constitué des autres avoirs à vue. La semaine ouvrée du 3 au 9 mars 2012 (qui était la dernière avant l'examen de mars), les avoirs à vue à la BNS s'élevaient à 217,3 milliards de francs, ce qui correspond pratiquement à la moyenne depuis l'examen de décembre.

### Opérations d'open market destinées à accroître les liquidités

Depuis l'examen de décembre, la BNS a régulièrement conclu des pensions de titres à une semaine pour accroître les liquidités. En décembre, elle a également mis à intervalles réguliers des liquidités à disposition pour des durées plus longues. Elle a ainsi conclu des pensions de titres à un mois en prévision de l'échéance de fin d'année. Elle a par ailleurs effectué à intervalles irréguliers des swaps de change pour créer temporairement des liquidités en francs. Dans un swap de change, la BNS achète au comptant des monnaies étrangères contre des francs et, simultanément, revend à terme les monnaies étrangères ainsi acquises.

En décembre 2011, les Bons de la BNS en circulation portaient sur 18,6 milliards de francs. Depuis, des Bons totalisant 11,3 milliards de francs environ ont été remboursés à leur échéance.

### Augmentation des réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 11,7 milliards de francs en moyenne dans la période allant du 20 novembre 2011 au 19 février 2012. Elles ont augmenté d'environ 1 milliard de francs par rapport à la période précédente (du 20 août 2011 au 19 novembre 2011). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 169,3 milliards de francs l'exigence légale (188,8 milliards à la période précédente). Le degré d'accomplissement de l'exigence a ainsi diminué, passant de 1859% à 1547%.

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

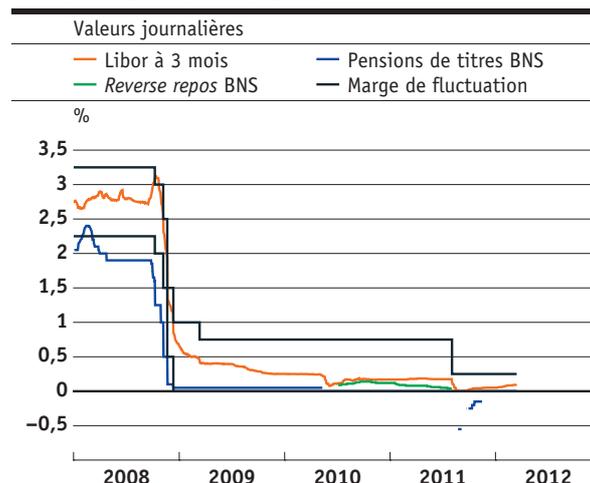
Les taux d'intérêt sur le marché monétaire étaient encore presque nuls ces derniers mois, mais ils présentaient une légère tendance haussière. Le Libor pour les dépôts à trois mois en francs a ainsi passé de 0,05% lors de l'examen de décembre 2011 à 0,10% à la mi-mars 2012 (voir graphique 5.1). Les Libor de durées différentes ont également augmenté.

Le léger accroissement du Libor pour les dépôts à trois mois en francs reflète un certain retour à la normale sur le marché monétaire, l'expansion exceptionnelle des liquidités durant l'été 2011 ayant conduit à des taux inhabituellement bas.

### Taux à long terme toujours à des niveaux historiquement bas

Compte tenu des perspectives conjoncturelles modérées et de la crise de la dette en Europe, les taux d'intérêt attendus sont bas et des placements sûrs comme les obligations de la Confédération demeurent attrayants. Dans ce contexte, les rendements des emprunts à moyen et long terme de la Confédération ont atteint de nouveaux plateaux historiques. Les rendements des emprunts à dix ans de la Confédération s'inscrivaient ainsi à 0,8% à la mi-mars 2012.

Graphique 5.1  
Taux d'intérêt à court terme



Sources: Bloomberg, BNS et Reuters.

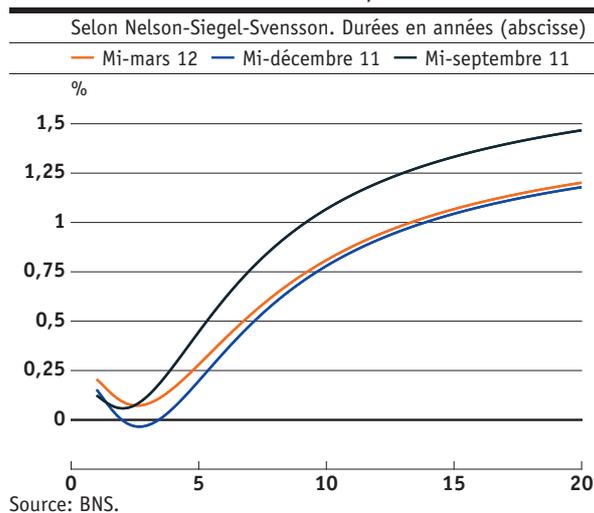
### Aplatissement de la courbe des rendements

La légère hausse des rémunérations à court terme et la faible diminution des taux d'intérêt à long terme ont entraîné un aplatissement de la courbe des rendements (voir graphique 5.2). L'écart entre le rendement des obligations à dix ans de la Confédération et le Libor pour les dépôts à trois mois en francs s'est réduit, passant de 0,8 point mi-décembre à 0,7 point mi-mars.

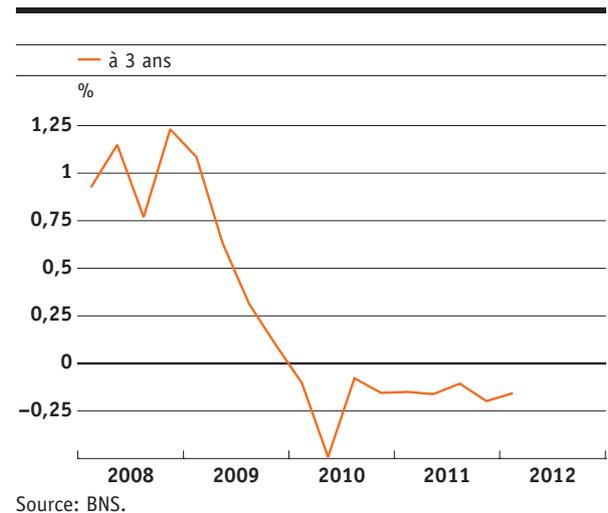
### Taux d'intérêt réels toujours aussi bas

Le taux d'intérêt réel estimé à trois ans est actuellement de -0,1%, soit pratiquement le même qu'à la mi-décembre 2011 (voir graphique 5.3). Les taux d'intérêt réels sont calculés sur la base des rendements à trois ans des emprunts de la Confédération et de l'inflation attendue, estimée à l'aide de différents modèles de la BNS.

Graphique 5.2  
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 5.3  
Taux d'intérêt réel estimé



## 5.3 Cours de change

### Légère appréciation du franc

Le franc s'est légèrement raffermi depuis l'examen de décembre de la situation économique et monétaire (voir graphique 5.4). A la mi-mars, un euro valait 1,21 franc, contre 1,23 franc trois mois auparavant. Dans la même période, le dollar des Etats-Unis a passé de 0,94 à 0,93 franc. En données nominales pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a légèrement augmenté depuis décembre.

### Conditions monétaires marquées par les fluctuations des cours de change

Le Libor à trois mois n'ayant que peu fluctué, l'évolution de l'indice des conditions monétaires (ICM) dépend actuellement surtout des mouvements des cours de change. En mars, l'ICM était dans la zone positive, ce qui signifie que les conditions monétaires sont devenues un peu moins expansionnistes depuis la mi-décembre (voir graphique 5.5).

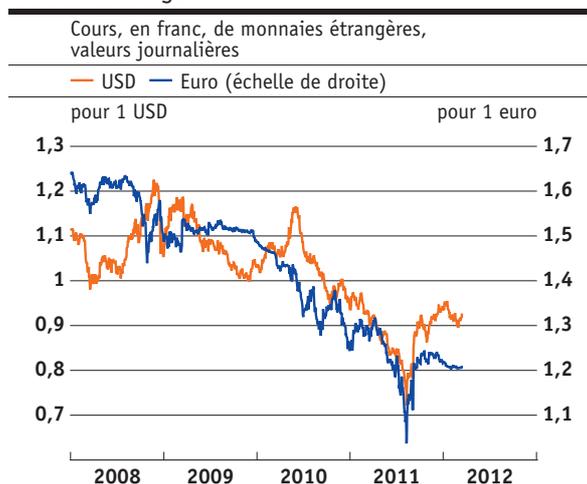
L'ICM intègre les variations du Libor à trois mois et l'évolution de la valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par les exportations. Il est calculé avec deux pondérations différentes (3:1 et 5:1) afin de tenir compte des incertitudes liées aux effets relatifs des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change. L'indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire, de sorte qu'une valeur positive reflète un resserrement des conditions monétaires.

### Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

La valeur extérieure du franc en données réelles pondérées par le commerce extérieur a fortement reculé depuis la fixation du cours plancher, mais elle reste à un niveau historiquement haut (voir graphique 5.6). Elle a de nouveau légèrement augmenté après la faible appréciation du franc en janvier. Elle était encore nettement au-dessus de sa moyenne de long terme et dépassait même le précédent record de 1995. Le franc rest donc à un niveau élevé.

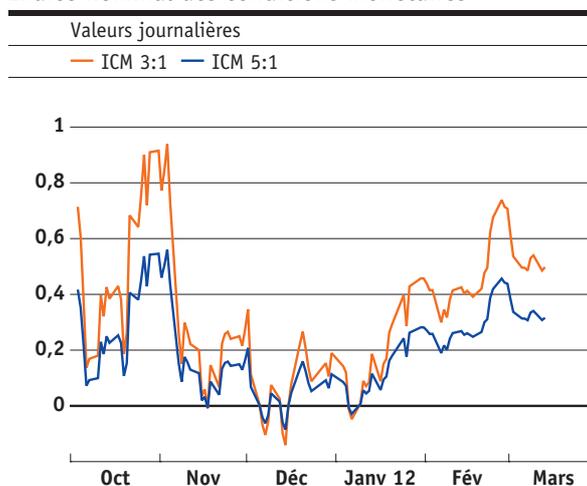
Malgré la forte valeur extérieure réelle du franc, l'excédent des paiements courants de la Suisse a encore progressé en 2011, essentiellement grâce aux revenus de capitaux. En raison de causes structurelles telles que la prévoyance-vieillesse capitalisée ou la forte proportion d'entreprises internationales, le solde des paiements courants de la Suisse n'est guère lié à l'évolution des cours de change.

Graphique 5.4  
Cours de change



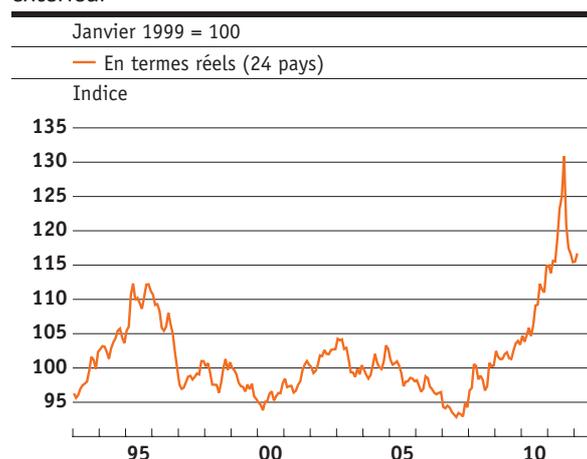
Source: BNS.

Graphique 5.5  
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS.

Graphique 5.6  
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Source: BNS.

## 5.4 Marché des actions

### Hausse des cours des actions

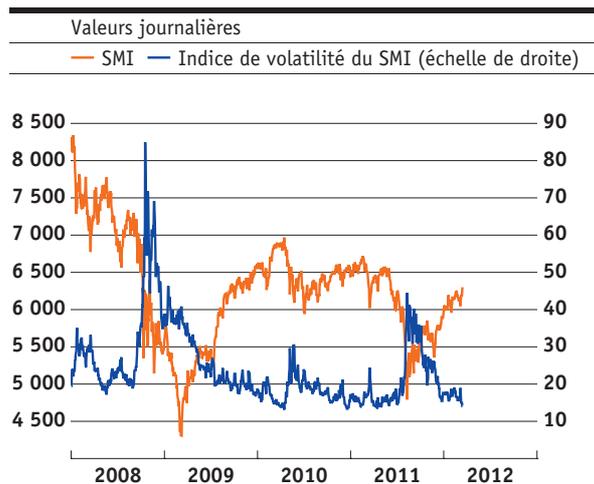
Les cours des actions se sont redressés depuis l'examen de décembre, conformément à l'évolution des marchés internationaux des actions. Le SMI a ainsi compensé une grande partie des pertes subies durant l'été 2011, même si, à la mi-mars, il était encore inférieur à la moyenne du premier semestre 2011 (voir graphique 5.7).

Le redressement réalisé à partir des bas niveaux atteints en août s'explique par une propension accrue des investisseurs à prendre des risques. L'indice de la volatilité du SMI attendue à 30 jours avait sensiblement augmenté durant l'été 2011, avant de retrouver son niveau du premier semestre. Il n'a guère changé depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre.

### Titres industriels et financiers toujours au-dessous de leur niveau du premier semestre 2011

La ventilation par secteur du SPI montre que les sous-indices relatifs à l'industrie et aux biens de consommation se sont rapidement redressés ces derniers mois (voir graphique 5.8). Les cours des actions industrielles demeurent inférieurs au niveau du premier semestre, alors que le secteur des biens de consommation l'a déjà retrouvé. Les actions du secteur de la santé affichent des cours supérieurs à ceux du premier semestre 2011. En revanche, les valeurs financières restent nettement moins élevées qu'alors.

Graphique 5.7  
Cours des actions et volatilité



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 5.8  
SPI – Evolution de quelques branches



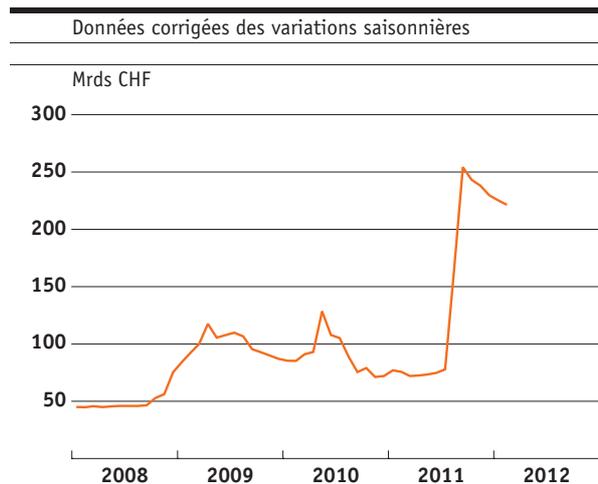
Source: Thomson Financial Datastream.

## 5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

### Niveau historiquement haut 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, a légèrement baissé depuis septembre, mais elle reste proche du record historique qu'elle avait atteint à la suite des mesures d'expansion des liquidités en août et en septembre (voir graphique 5.9). En février 2012, elle s'établissait à 222 milliards de francs, contre 253 milliards en septembre 2011 et près de 45 milliards avant l'aggravation de la crise économique et financière à l'automne 2008.

Graphique 5.9  
Monnaie centrale



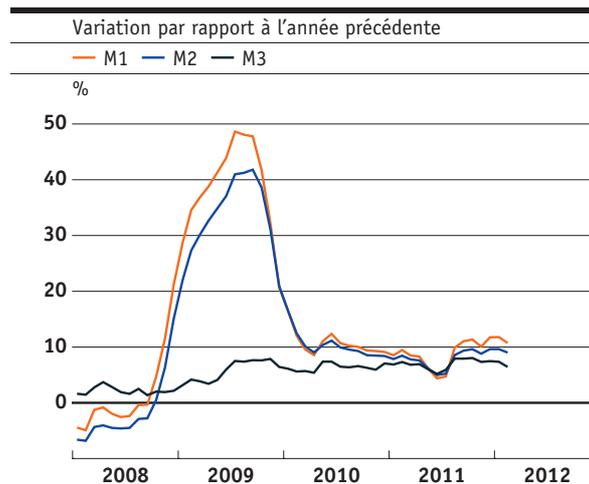
Source: BNS.

### Forte croissance des agrégats monétaires au sens large

Les autres agrégats monétaires, qui englobent les moyens de paiement détenus par les ménages et les entreprises, ont de nouveau enregistré une croissance robuste ces derniers mois. En février 2012, la masse monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 10,6% son niveau du mois correspondant de l'année précédente, tandis que M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont progressé respectivement de 8,9% et de 6,4% sur la même période (voir tableau 5.1).

Les masses monétaires M1 et M2 avaient nettement augmenté à l'automne 2008 en raison de la conversion de dépôts à terme en dépôts à vue et en dépôts d'épargne (voir graphique 5.10). Depuis, les trois agrégats monétaires se sont constamment accrus, de manière largement indépendante des grandes fluctuations enregistrées par la monnaie centrale. Il en résulte que les réserves excédentaires des banques sont très importantes depuis fin 2008 et que la création monétaire au sein du système bancaire n'est pour le moment pas affectée par les prescriptions légales en matière de réserves minimales. L'accroissement constant des agrégats monétaires au sens large reflète pour l'essentiel la faiblesse des taux d'intérêt et la forte activité de crédit des banques.

Graphique 5.10  
Evolution des masses monétaires



Source: BNS.

### Léger ralentissement de la croissance des crédits bancaires

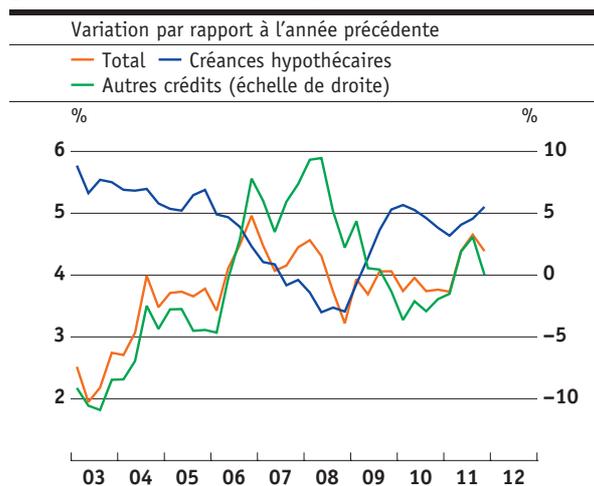
La croissance des crédits bancaires a légèrement ralenti par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Au quatrième trimestre 2011, ceux-ci dépassaient de 4,3% leur niveau du quatrième trimestre 2010, contre 4,6% au troisième trimestre. Ce repli tient principalement à l'évolution des autres crédits (voir graphique 5.11).

Au quatrième trimestre 2011, les autres crédits ont progressé de 0,3% par rapport au quatrième trimestre 2010, contre 3,1% au troisième trimestre. Ce net fléchissement s'observe pour tous les autres crédits, tant gagés que non gagés (voir tableau 5.1). Comme les autres crédits suivent un mouvement très cyclique, le taux de croissance en baisse indique une poursuite du ralentissement de l'activité économique. Par contre, la progression

des créances hypothécaires, qui représentent les quatre cinquièmes environ des crédits bancaires, s'est légèrement accentuée.

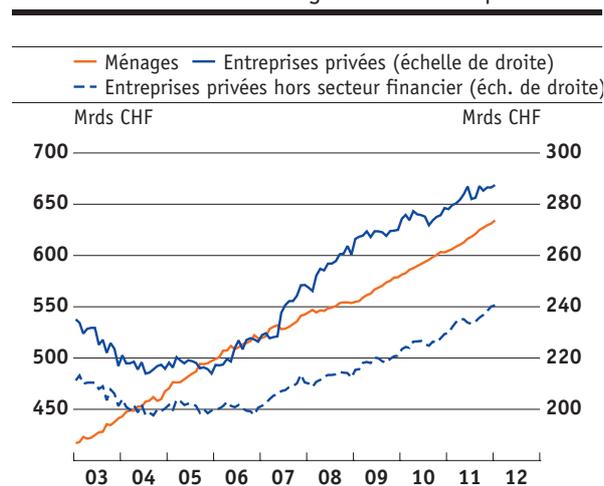
La ventilation entre crédits aux entreprises privées et crédits aux ménages montre une nouvelle expansion de ces deux catégories, bien que les résultats de l'enquête trimestrielle de la BNS sur les crédits indiquent un léger durcissement des conditions correspondantes par les banques au quatrième trimestre. Les crédits aux ménages se sont accrus d'environ 28 milliards de francs (+4,7%) par rapport au même trimestre de l'année précédente. Pour ce qui est des entreprises, les crédits accordés aux établissements financiers ont baissé de 1 milliard (-2%) alors que ceux octroyés aux sociétés d'autres secteurs économiques ont enregistré une hausse de 11 milliards de francs (+4,7%).

Graphique 5.11  
Evolution des crédits bancaires en CHF



Source: BNS.

Graphique 5.12  
Crédits bancaires aux ménages et aux entreprises



Source: BNS.

**Masses monétaires et crédits bancaires**  
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 5.1

	2011	2011				2011	2012	
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Décembre	Janvier	Février
<b>Masse monétaire M1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>6,3</b>	<b>8,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,7</b>	<b>11,7</b>	<b>10,6</b>
<b>Masse monétaire M2</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>6,2</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>
<b>Masse monétaire M3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>
<b>Crédits bancaires, total<sup>1,3</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	4,8	4,6	4,8	4,9	5,1	5,2	5,1	
Ménages <sup>2,3</sup>	4,5	4,4	4,4	4,5	4,8	4,9	5,0	
Entreprises privées <sup>2,3</sup>	5,6	5,2	5,5	5,7	6,1	6,2	5,6	
Autres crédits <sup>1,3</sup>	0,6	-0,8	-0,3	3,1	0,3	-1,8	-0,4	
gagés <sup>1,3</sup>	4,0	6,6	3,6	4,4	1,7	1,6	3,4	
non gagés <sup>1,3</sup>	-1,6	-5,1	-2,8	2,4	-0,5	-4,0	-2,9	

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.

# Tendances conjoncturelles

## Réseau économique régional de la BNS

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2012 de la situation économique et monétaire

### Premier trimestre 2012

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 rendent compte de l'appréciation des entreprises, constituent une source d'informations précieuse pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats des entretiens qui ont été menés durant les mois de janvier et de février 2012 sont résumés ci-après. Au cours de ces entrevues, 243 représentants de différentes branches économiques se sont exprimés sur la situation actuelle et future de leur entreprise et sur l'évolution de la conjoncture. Les entreprises sont sélectionnées de façon à refléter la structure sectorielle de la Suisse. La valeur de référence est le PIB, agriculture et services publics exclus. La sélection d'entreprises varie d'un trimestre à l'autre.

### Régions

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

### Délégués

Marco Föllmi  
Martin Wyss  
Walter Näf  
Daniel Hanimann  
Fabio Bossi  
Jean-Pierre Jetzer  
Aline Chabloz  
Markus Zimmerli

## Résumé

La situation économique s'est stabilisée au premier trimestre 2012. Les incertitudes concernant l'avenir ont légèrement diminué. Si les marges sont restées un thème central, la situation sur le marché des changes s'est avérée moins préoccupante qu'au trimestre précédent. Le cours plancher fixé pour le franc par rapport à l'euro a apporté à de nombreux entrepreneurs une sécurité bienvenue en matière de planification et a réduit l'agitation qui régnait à cet égard dans leur activité. La conjoncture internationale toujours aussi fragile n'a pas eu autant d'effets négatifs sur le climat général qu'au trimestre précédent.

On observe encore de très fortes disparités entre secteurs. Après plusieurs trimestres dynamiques, la marche des affaires dans la construction s'est ralentie du fait des intempéries. Dans l'industrie manufacturière et les services, l'activité a stagné. D'une manière générale, la demande de main-d'œuvre s'est elle aussi maintenue au niveau enregistré le trimestre précédent.

Les perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels se sont légèrement améliorées dans tous les secteurs. Les investissements et la demande de main-d'œuvre, quant à eux, devraient rester inchangés. L'utilisation moyenne des capacités de production techniques s'établit à un niveau normal ou élevé dans les trois secteurs; elle devrait également rester stable au cours des prochains mois.

Les principales craintes concernent les aléas liés aux conséquences de la crise de la dette souveraine en Europe, le risque d'un ralentissement de l'économie mondiale et l'évolution des cours de change. Pour de larges pans de l'économie, les marges restent soumises à de fortes pressions. Par conséquent, les entreprises sont nombreuses à recourir à des mesures visant à réduire davantage les coûts.

# 1 Marche des affaires

## Industrie

Dans l'industrie manufacturière, la marche des affaires s'est stabilisée. Le net repli observé au trimestre précédent ne s'est donc pas poursuivi. Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires réels se sont maintenus au niveau enregistré le trimestre précédent, ainsi qu'au trimestre correspondant de l'année précédente. Dans certaines branches, la situation sur le marché des changes a encore été un thème majeur, mais de façon moins marquée qu'au trimestre précédent.

Les branches offrent un tableau contrasté. Dans la chimie, l'industrie pharmaceutique, l'industrie des matières plastiques et l'horlogerie, les chiffres d'affaires ont progressé par rapport au trimestre précédent. En revanche, ils ont particulièrement baissé dans la métallurgie.

Les exportations ont de nouveau été largement soutenues par la demande en provenance des pays émergents d'Asie, dans une mesure toutefois légèrement moindre qu'au trimestre précédent. Des impulsions ont également émané d'Amérique du Nord et du Brésil. En Europe, la demande est surtout venue d'Allemagne, de Scandinavie et de l'Est du continent. Dans la zone euro, les Etats riverains de la Méditerranée (à l'exclusion de la France) se sont distingués des autres en enregistrant un fléchissement parfois marqué de la demande.

## Construction

Dans le secteur de la construction, la marche des affaires a enregistré un ralentissement plutôt marqué, notamment en raison des intempéries. Par rapport au trimestre précédent, les chiffres d'affaires sont en léger recul. Le génie civil a connu une évolution particulièrement négative; en ce qui concerne les travaux de préparation des sites et le second œuvre, les chiffres d'affaires se sont légèrement contractés. Dans l'immobilier résidentiel, la marche des affaires est restée dynamique. La construction industrielle et artisanale, en revanche, a continué d'évoluer à un rythme modéré.

Certains interlocuteurs ont de nouveau fait part de leurs préoccupations quant aux risques pesant sur le marché immobilier; d'autres ont considéré ces risques inexistantes et ont plutôt mentionné une politique de crédit globalement plus prudente des banques.

## Services

Les chiffres d'affaires réels du secteur des services se sont maintenus plus ou moins au niveau de ceux du trimestre précédent; ils se sont légèrement accrus en comparaison annuelle.

Les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, le secteur du voyage et les banques ont connu une marche des affaires dynamique. La tendance légèrement positive observée chez les banques au trimestre précédent s'est donc poursuivie. Les activités commerciales ont particulièrement contribué à cette évolution. Dans les entreprises de transport et de logistique, la tendance négative encore enregistrée au trimestre précédent a disparu.

La marche des affaires reste en recul dans le commerce de gros tandis que la situation s'est quelque peu apaisée dans le commerce de détail, où les chiffres d'affaires sont pratiquement équivalents à ceux du trimestre précédent. Le tourisme d'achat dans les pays voisins est resté un sérieux problème pour maintes entreprises. La situation dans l'hôtellerie, jusqu'ici caractérisée par des chiffres d'affaires en baisse, s'est stabilisée. Toutefois, de vastes opérations promotionnelles et des baisses de prix massives ont souvent été nécessaires à cet effet. Les entreprises touristiques situées dans les régions de montagne déplorent une diminution sensible du nombre de vacanciers allemands et néerlandais, imputable au cours de change. Ce déficit est en partie compensé par un accroissement de la demande d'hôtes en provenance d'Asie, de Russie et du Brésil, mais également de touristes suisses. S'agissant des séminaires et des manifestations organisées par les entreprises, les hôteliers ressentent les effets des mesures de réduction des coûts mises en œuvre par les entreprises.

## 2 Utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités de production a été jugé normal dans l'ensemble. Les différences d'un secteur à l'autre, jusqu'ici marquées, se sont atténuées. Les stocks de produits finis sont toujours considérés comme étant plutôt trop élevés.

L'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière a été estimée normale, tandis qu'elle était encore qualifiée de plutôt élevée au trimestre précédent. Elle est restée très forte chez les fabricants d'équipements électriques et s'est révélée plutôt élevée dans l'industrie horlogère et les entreprises de sous-traitance de celle-ci. Le taux d'utilisation a été très faible dans les entreprises du textile et plutôt faible dans l'industrie des machines ainsi que dans l'industrie de production et de transformation des métaux.

L'utilisation des capacités de production dans le secteur de la construction a été jugée plutôt élevée, bien que dans une mesure moindre qu'au trimestre précédent. La plupart des entreprises interrogées se sont déclarées très satisfaites à cet égard; certaines n'ont pu satisfaire entièrement la demande.

Comme aux trimestres précédents, les entreprises du secteur des services ont considéré le taux d'utilisation des capacités comme normal dans l'ensemble. Les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, les sociétés immobilières et les entreprises du secteur des technologies de l'information ont enregistré un taux plutôt élevé. Dans le secteur financier, l'utilisation des capacités a été jugée normale. Le commerce de détail et l'hôtellerie ont signalé la persistance d'un taux d'utilisation bas. Les hôteliers ont toutefois fait état d'un tourisme d'affaires dynamique, notamment dans les villes.

## 3 Demande de main-d'œuvre

D'une façon générale, la demande de main-d'œuvre n'a pratiquement pas évolué. Dans l'industrie manufacturière, elle s'est affaiblie par rapport au trimestre précédent. Les entreprises interrogées ont jugé le niveau de leurs effectifs un peu trop élevé. Elles ont continué de mener une politique du personnel très prudente: les postes devenus vacants à la suite de départs naturels ne sont généralement pas repourvus et les éventuelles augmentations saisonnières de la demande sont couvertes par du personnel temporaire ou des heures supplémentaires. Les avantages de la libre-circulation des personnes ont été souvent évoqués.

Dans le secteur de la construction, la demande de main-d'œuvre ne s'est que faiblement accrue. La majorité des entreprises interrogées ont estimé leurs effectifs conformes aux besoins. Elles n'ont pas éprouvé plus de difficultés à trouver de la main-d'œuvre qualifiée que lors des périodes précédentes. Certains entrepreneurs ont fait état d'une situation un peu plus détendue. Le personnel spécialisé est néanmoins resté très recherché. Dans quelques entreprises, la raréfaction de la main-d'œuvre disponible a constitué un facteur limitatif.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs a été considéré comme adéquat dans l'ensemble. La branche des technologies de l'information, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que les entreprises du secteur des télécommunications ont signalé des besoins de recrutement importants. L'hôtellerie a de nouveau enregistré un sureffectif. Par ailleurs, quelques agences de placement de personnel ont constaté des effectifs plutôt élevés.

Dans l'ensemble, le recrutement a été grosso modo aussi difficile – et a nécessité autant de temps – qu'à l'accoutumée. La raréfaction de la main-d'œuvre disponible a été particulièrement critique dans le secteur des équipements électriques. Dans la construction, ce sont surtout les entreprises du génie civil qui ont déploré une pénurie de main-d'œuvre spécialisée. Les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, les entreprises du secteur immobilier et les agences de voyage ont également signalé des difficultés d'embauche.

Les coûts du travail par employé ont sensiblement augmenté dans les trois secteurs par rapport au trimestre précédent. Le marché du travail était en pénurie de spécialistes dans de nombreuses branches, ce qui a entraîné une pression ponctuelle sur les coûts. Les nouvelles conventions collectives de travail dans l'hôtellerie et la restauration, entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2012, ont elles aussi contribué à la hausse des coûts du travail par employé. Les bureaux d'architectes et d'études, les agences de placement de personnel ainsi que les entreprises de transport ont également dû faire face à une augmentation des coûts du travail par employé.

## 4 Prix, marges et situation bénéficiaire

Un grand nombre d'entreprises restent confrontées à une rentabilité faible, voire insuffisante, conjuguée à une utilisation des capacités plutôt élevée. Dans tous les secteurs de l'économie, les marges ont été jugées plus faibles qu'à l'ordinaire, mais les déclarations dans ce sens sont moins nombreuses qu'au trimestre précédent. La contraction des marges s'explique essentiellement par l'intensification de la concurrence, l'affaiblissement de la demande et la fermeté persistante du franc. La pression visant à l'optimisation des coûts demeure.

La fixation d'un cours plancher pour le franc par rapport à l'euro a apporté à de nombreux entrepreneurs une sécurité bienvenue en matière de planification ou leur a même permis d'éviter une cessation d'activité. Dans l'industrie et les services, certaines entreprises continuent de juger critique le niveau actuel des cours de change. Si en plus des marges, la pression devait également toucher le volume des ventes, le problème serait plus préoccupant.

Sur les 243 entreprises interrogées, 121 ont déclaré réaliser des marges inférieures à la normale. La grande majorité de ces entreprises affiche toutefois des marges positives ou très positives, et ce, dans tous les secteurs. Seul un très petit nombre d'entreprises a affirmé travailler avec des marges nulles, voire négatives.

En ce qui concerne les 121 entreprises ayant affiché des marges plus faibles qu'à l'ordinaire, les mesures le plus souvent évoquées sont des actions pour améliorer la productivité (près de 60% de ces entreprises). Près d'un quart a procédé à des compressions d'effectifs en Suisse et environ 10% ont délocalisé une partie de leur production à l'étranger. Seul un tiers a toutefois indiqué que les mesures prises avaient été essentiellement motivées par la situation sur le marché des changes. Par ailleurs, des mesures similaires sont également mises en œuvre dans les entreprises qui disent réaliser des marges conformes ou supérieures à leur niveau habituel. Dans cette catégorie d'entreprises également, 10% déclarent avoir partiellement délocalisé leur production à l'étranger. Il s'agit pour la plupart d'entreprises déjà présentes à l'échelle internationale. Les entreprises qui ont pris cette direction ont fait état d'un accroissement du besoin en personnel spécialisé ayant de l'expérience dans l'implantation d'organisations de vente et

d'entreprises de production en Extrême-Orient. Par ailleurs, les entreprises ont également eu largement recours à des mesures telles que le gel des embauches et des investissements ainsi que l'allongement du temps de travail sans augmentation de salaire.

En ce qui concerne l'évolution des marges, 50 entreprises sur les 243 interrogées ont observé une contraction de leurs marges au cours des derniers mois. Elles expliquent cette évolution essentiellement par des baisses de prix en francs suisses et par des volumes de vente plus faibles.

C'est de nouveau l'industrie manufacturière qui a le plus souffert de la pression sur les marges bénéficiaires. Si toutes les branches sont concernées, le phénomène a été particulièrement marqué dans l'industrie textile. La majorité des entreprises prévoient des prix d'achat en légère baisse au cours des prochains mois, mais elles sont aussi amenées à faire elles-mêmes de nouvelles concessions au niveau des prix de vente en francs suisses.

Dans le secteur de la construction, la faiblesse des marges par rapport à leur moyenne a été plus prononcée dans le bâtiment que dans le génie civil et le second œuvre. Le bas niveau des taux d'intérêt a considérablement facilité l'accès au marché pour de nouvelles entreprises de construction et accru les pressions sur les marges. Les interlocuteurs prévoient une tendance à la baisse tant pour les prix d'achat que pour les prix de vente.

Dans le secteur des services, le commerce de gros et de détail ainsi que l'hôtellerie ont à nouveau été confrontés à de faibles marges; ce phénomène touche désormais également les agences de placement de personnel. Les représentants du secteur financier, qui déplorent depuis longtemps le resserrement de leurs marges, ont également jugé la situation plutôt négative. Les secteurs des technologies de l'information, des télécommunications et du voyage ont pour leur part déclaré des marges allant de «normales» à «supérieures à la moyenne».

## 5 Perspectives

Les incertitudes concernant l'avenir ont persisté, sous une forme toutefois légèrement atténuée. Les entreprises restent prudentes, voire réservées, en matière de plans d'embauche et d'investissement en Suisse. Dans tous les secteurs, les chiffres d'affaires attendus pour les prochains mois sont en augmentation par rapport au trimestre précédent.

Les représentants de toutes les branches de l'industrie manufacturière, à l'exception de l'industrie des machines, prévoient une légère croissance des chiffres d'affaires pour les six prochains mois. L'utilisation des capacités techniques de production devrait donc être plutôt en hausse dans ces branches. En revanche, aucun effet positif sur l'emploi n'est prévisible.

Dans le secteur de la construction, les chiffres d'affaires et l'utilisation des capacités de production, en données corrigées des variations saisonnières, devraient s'accroître quelque peu au cours des prochains mois. Les carnets de commandes pour l'année en cours sont souvent déjà bien, voire très bien remplis. L'emploi pourrait bénéficier d'impulsions légèrement positives.

D'une façon générale, les entreprises du secteur des services escomptent une évolution modérément positive des affaires au cours des six prochains mois. La plupart des branches anticipent des chiffres d'affaires en légère hausse. Le taux d'utilisation des capacités de production et les effectifs devraient rester à leur niveau actuel. Les représentants du secteur immobilier et du secteur des technologies de l'information ainsi que les entreprises de transport sont extrêmement optimistes quant à leurs chiffres d'affaires. Les banques commerciales et les compagnies d'assurances se montrent elles aussi plutôt confiantes. Pour les prochains mois, les représentants du commerce de détail et de l'hôtellerie estiment que les chiffres d'affaires et l'utilisation des capacités de production devraient stagner au niveau plutôt bas enregistré actuellement.

S'agissant des risques présents à l'échelle internationale, les aléas de la crise de la dette souveraine en Europe et le ralentissement de la conjoncture mondiale sont le plus souvent cités.

Les marges inhabituellement faibles sont toujours une source d'inquiétude pour les interlocuteurs concernés. De nouvelles baisses de prix seront inévitables pour de nombreux entrepreneurs; sous l'effet conjugué de celles-ci et d'une concurrence

toujours aussi rude, les marges devraient continuer à subir de fortes pressions. Quelques interlocuteurs ont signalé leur inquiétude quant à la persistance de taux d'intérêt faibles et aux risques que cette situation fait peser sur le secteur immobilier. Les interlocuteurs ont également observé une plus grande retenue des banques dans l'octroi de crédits.

La légère baisse globale des incertitudes concernant l'évolution conjoncturelle se reflète aussi dans les plans d'investissement: dans les trois secteurs, le volume des investissements en biens d'équipement devrait au moins se maintenir à son niveau actuel. La situation a donc connu une amélioration marginale par rapport au trimestre précédent, caractérisé par des attentes négatives. Les entreprises de l'industrie manufacturière et, dans une moindre mesure, celles du secteur des services ont l'intention d'accroître légèrement les investissements en biens d'équipement, en particulier. Dans l'industrie manufacturière, les entreprises sont toujours plus disposées à effectuer des investissements à l'étranger plutôt qu'en Suisse, surtout lorsqu'elles sont déjà présentes au niveau international.

## Chronique monétaire

La chronique monétaire porte sur le passé récent. Pour les événements plus reculés, se reporter aux communiqués de presse et aux rapports de gestion de la BNS sur [www.snb.ch](http://www.snb.ch).

## Mars 2012

Lors de l'examen du 15 mars 2012 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec toute la détermination requise et qu'elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reste inchangée à 0%–0,25%. La BNS continuera à maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé sur le marché monétaire. Elle estime que le franc est actuellement à un niveau élevé. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, elle est prête à prendre à tout moment des mesures supplémentaires.

Le 8 mars, la BNS publie le résultat de l'exercice 2011. Le bénéfice consolidé s'élève à 13,5 milliards de francs, après une perte de 19,2 milliards enregistrée en 2010. Le résultat de la maison mère, qui est déterminant pour la distribution du bénéfice, et qui ne tient pas compte de la consolidation des sociétés du fonds de stabilisation, s'établit à 13 milliards de francs, un montant inférieur de 440,2 millions au résultat consolidé.

## Décembre 2011

Lors de l'examen du 15 décembre 2011 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise et qu'elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle maintient la marge de fluctuation pour dépôts à trois mois en francs à 0%–0,25% et vise toujours un Libor à trois mois proche de zéro. Elle estime que le franc est actuellement à un niveau élevé et qu'il devrait continuer à s'affaiblir sur la durée. Elle annonce par ailleurs qu'elle continuera de maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé, mais qu'elle ne poursuit aucun objectif spécifique en matière d'avois à vue. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, la BNS est prête à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

## Septembre 2011

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'ajouteront 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 du 15 septembre 2011 de la situation économique et monétaire, 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. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, elle prendra des mesures supplémentaires.

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, elle prendra des mesures supplémentaires.

**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 2012

**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