

Bulletin trimestriel
3/2014 Septembre

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bulletin trimestriel
3/2014 Septembre

32^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 18 septembre 2014	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Evolution monétaire	23
Tendances conjoncturelles	30
Chronique monétaire	34

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 2014 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution 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. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 18 septembre 2014) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 18 septembre 2014. 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 18 septembre 2014

La Banque nationale maintient le cours plancher

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro et laisse à 0%-0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

Les perspectives économiques se sont sensiblement détériorées. Le franc se situe toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois restant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires. Aussi la BNS continuera-t-elle de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. En cas de besoin, elle prendra immédiatement des mesures supplémentaires.

La prévision d'inflation conditionnelle établie en septembre par la BNS indique à moyen terme un net relâchement de la pression à la hausse sur les prix. La courbe montre certes un léger renforcement de l'inflation au premier trimestre 2015, qui reflète un effet de base découlant de l'augmentation des prix au trimestre précédent. Cependant, à compter de mi-2015, l'inflation

est plus faible en raison principalement de la dégradation des perspectives conjoncturelles internationales, mais aussi du ralentissement de la croissance en Suisse. Pour l'année en cours, la prévision d'inflation reste inchangée et s'inscrit à 0,1%. Pour 2015, la nouvelle prévision s'établit désormais à 0,2% et est donc inférieure de 0,1 point à la prévision de juin. Pour 2016, elle s'inscrit à 0,5%, soit 0,4 point de moins que lors du dernier examen. Ainsi, les risques de déflation se sont de nouveau accrus en Suisse. Comme celle de juin, la prévision de septembre repose sur un Libor à trois mois maintenu à 0% pendant les trois prochaines années et sur l'hypothèse que le franc faiblira au cours de cette période.

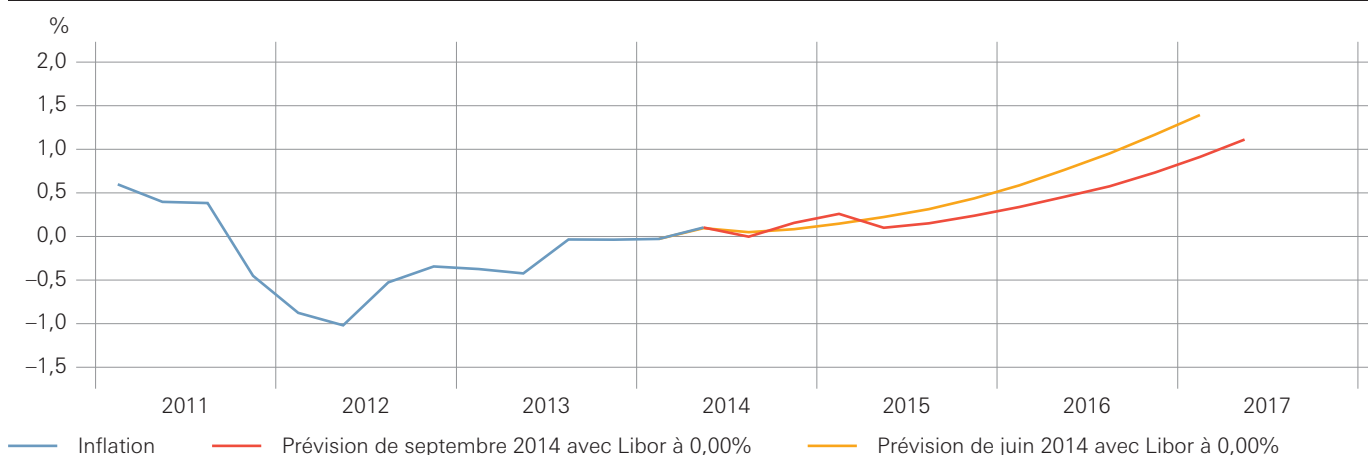
Depuis le dernier examen trimestriel, l'environnement international s'est détérioré. Au deuxième trimestre, l'économie américaine a certes rattrapé la baisse d'activité enregistrée pendant le trimestre hivernal à cause des intempéries. Mais dans les principaux Etats membres de la zone euro, l'évolution de la conjoncture s'est révélée bien plus faible qu'escompté, et le renchérissement s'est de nouveau inscrit à un niveau très bas. De nombreuses économies émergentes ont elles aussi affiché une croissance atone.

Pour les prochains trimestres, la BNS prévoit que la reprise de l'économie mondiale sera plus faible qu'attendu jusqu'ici. La conjoncture aux Etats-Unis devrait continuer de fournir des impulsions positives. Par contre, la croissance devrait rester modeste dans la zone euro. La reprise économique mondiale demeure en outre vulnérable à de nouvelles perturbations. De plus, les tensions géopolitiques pourraient ébranler la confiance des entreprises et des consommateurs. La zone euro reste confrontée aux défis majeurs que représentent la consolidation des finances publiques, la mise en œuvre de réformes visant

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2014

Variation en % de l'indice suisse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

à stimuler la croissance et la clôture de l'examen des bilans des banques.

En Suisse, la croissance du produit intérieur brut (PIB) au deuxième trimestre s'est révélée largement inférieure aux attentes formulées en juin, s'inscrivant à -0,2% en glissement annuel. Compte tenu des informations dont elle dispose aujourd'hui, la BNS ne table plus que sur un taux de croissance de près de 1,5% pour l'année en cours, contre environ 2% dans sa prévision de juin. Ainsi, les capacités de production devraient rester sous-utilisées pendant une période plus longue que prévu jusqu'ici.

Sur le marché du travail également, la reprise sera vraisemblablement retardée.

La croissance des prêts hypothécaires a, quant à elle, encore légèrement faibli au deuxième trimestre. Toutefois, aucun signe n'indique que les déséquilibres accumulés au cours des dernières années sur les marchés hypothécaire et immobilier en Suisse sont en train de se résorber. La BNS observe attentivement l'évolution de ces marchés et examine régulièrement si le niveau du volant anticyclique de fonds propres doit être adapté.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir

fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel.

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 à trois mois en francs. Par ailleurs, la BNS fait actuellement prévaloir un cours plancher pour l'euro.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, SEPTEMBRE 2014

	2011				2012				2013				2014				2011	2012	2013	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1				0,2	-0,7	-0,2

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2014

	2014				2015				2016				2017				2014	2015	2016	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de juin 2014, avec Libor à 0,00%		0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4					0,1	0,3	0,9
Prévision de septembre 2014, avec Libor à 0,00%		0,0	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1					0,1	0,2	0,5

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

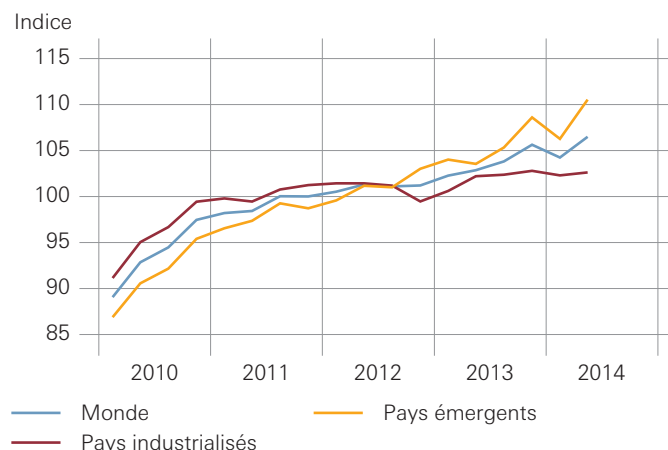
L'environnement international s'est détérioré depuis l'examen de juin de la situation économique et monétaire. Au deuxième trimestre, l'économie américaine a certes rattrapé la baisse d'activité enregistrée pendant le trimestre hivernal très faible, mais l'évolution de la conjoncture dans les principaux Etats membres de la zone euro s'est révélée bien en deçà des attentes. Dans ce contexte, le renchérissement s'est inscrit à un niveau très bas dans la zone euro. L'activité économique est demeurée hétérogène dans les principaux pays émergents: en Chine, des mesures de relance ont partiellement stimulé la croissance, tandis que la conjoncture est restée atone au Brésil et en Russie. Le commerce mondial s'est redressé au deuxième trimestre, mais uniquement grâce aux exportations plus dynamiques des pays émergents, notamment d'Asie (voir graphique 2.1).

La BNS table sur une reprise de l'économie mondiale plus faible qu'attendu jusqu'ici dans les trimestres à venir. Aux Etats-Unis, la conjoncture devrait continuer de fournir des impulsions positives. Par contre, la croissance devrait rester modeste dans la zone euro, et ce avant tout car les perspectives se sont assombries dans les principaux Etats membres. En Chine, on s'attend à ce que l'économie progresse conformément à son potentiel. Les impulsions en termes de croissance devraient demeurer limitées dans les autres pays émergents. D'importants risques de dégradation continuent de peser sur la reprise de

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

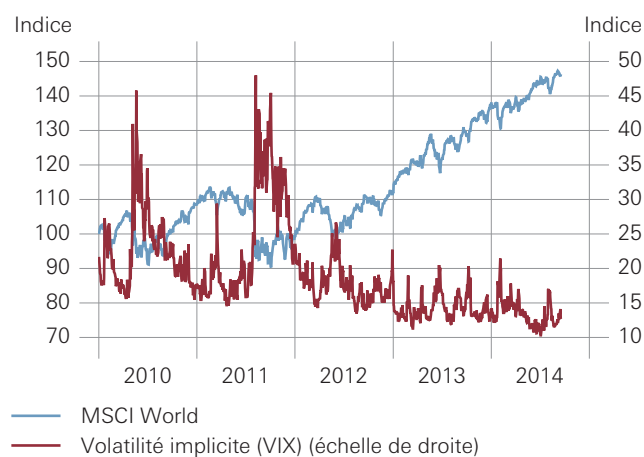


Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Début de la période = 100 (échelle de gauche)



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2010	2011	2012	2013	Scénario	
					2014	2015
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	5,1	3,7	2,9	3,0	3,1	3,8
Etats-Unis	2,5	1,6	2,3	2,2	2,1	3,4
Zone euro	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,5
Japon	4,7	-0,4	1,5	1,5	1,0	0,9
Prix du baril de pétrole en USD ²	79,6	111,4	111,7	108,7	106,0	103,0

¹ Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong, Singapour, Inde, Brésil et Russie).
² Niveau.

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

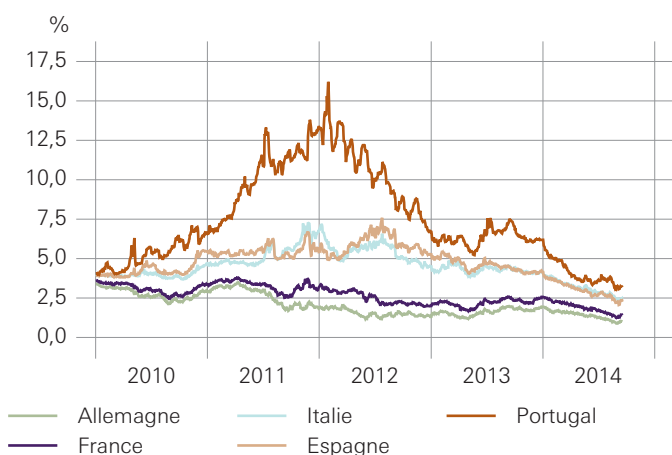


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

Pondéré par le commerce extérieur; début de la période = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

l'économie mondiale. La zone euro reste confrontée aux défis majeurs que représentent la consolidation des finances publiques, la mise en œuvre de réformes visant à stimuler la croissance et la clôture de l'examen des bilans des banques, défis auxquels sont venues s'ajouter les incertitudes liées aux tensions géopolitiques.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 103 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,34 dollar pour 1 euro.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen trimestriel de mi-juin, les marchés des actions ont souffert de l'incertitude engendrée par la crise ukrainienne et par les sanctions de l'UE et des Etats-Unis contre la Russie (voir graphique 2.2). L'indice de volatilité afférent aux actions américaines (VIX) a affiché une forte hausse sur une courte période. Les cours des actions se sont toutefois redressés en août sur un large front. L'indice du marché des actions S&P500 aux Etats-Unis a même atteint un nouveau record.

Dans ce contexte d'incertitude accrue, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont encore fléchi au niveau mondial, en particulier dans les Etats membres de la zone euro (voir graphiques 2.3 et 2.4). Les mesures décidées par la BCE en juin et en septembre en vue d'assouplir sa politique monétaire y ont contribué. Compte tenu de l'évolution de la politique monétaire, l'euro a encore reculé en valeur pondérée par le commerce extérieur (voir graphique 2.5). Le yen a lui aussi cédé du terrain. Le dollar des Etats-Unis s'est en revanche apprécié.

Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont diminué (voir graphique 2.6). Le cours du pétrole a faibli malgré de nombreux foyers de conflits, car les réserves sont importantes, et la demande est demeurée modeste. Les prix des denrées alimentaires ont baissé en raison des bonnes perspectives de récolte. Par contre, ceux des métaux industriels ont bénéficié de la demande plus forte provenant des Etats-Unis et de Chine.

ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, le PIB a affiché une progression robuste de 4,2% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7), ce qui a permis de rattraper la baisse d'activité enregistrée pendant le trimestre hivernal à cause des intempéries. Le taux de chômage a continué de fléchir (voir graphique 2.10).

Les perspectives de croissance restent favorables grâce à l'amélioration continue de la situation financière des ménages, à une politique monétaire toujours expansionniste et à une politique budgétaire un peu moins restrictive. Le bon climat dans l'industrie manufacturière et les services laisse également présager une solide dynamique de croissance. Pour les Etats-Unis, la BNS table sur une croissance du PIB inchangée de 2,1% en 2014 et de 3,4% en 2015 (voir tableau 2.1).

Le renchérissement des prix à la consommation a progressé au premier semestre, pour s'établir à 1,7% en août (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente s'est elle aussi inscrite à 1,7% durant la même période (voir graphique 2.12). La BNS s'attend à des taux de renchérissement d'environ 2% aux Etats-Unis ces prochains trimestres. L'inflation salariale est demeurée très modérée.

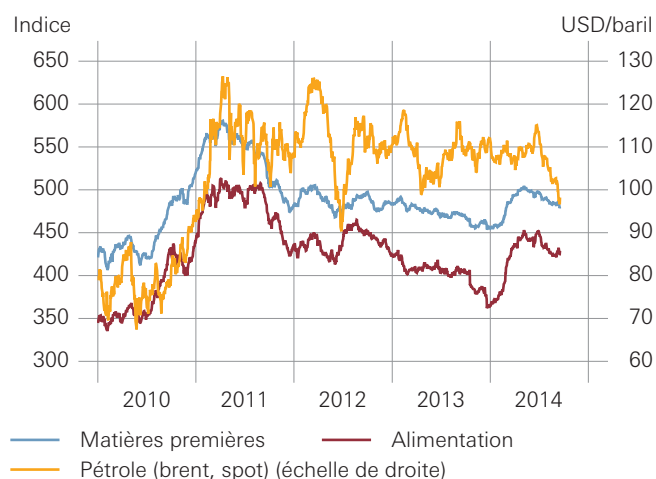
La Réserve fédérale (Fed) a encore réduit ses achats mensuels de titres. Le programme correspondant devrait cesser fin octobre. Depuis décembre 2008, la marge de fluctuation du taux directeur est maintenue à 0%-0,25% (voir graphique 2.13). La Fed a confirmé que le premier relèvement de taux ne devrait pas intervenir avant un certain temps, une fois que le programme d'achat de titres aura pris fin. Elle continue en outre à tabler sur des taux d'intérêt s'inscrivant à un niveau plus bas que d'ordinaire, même si elle devait déjà presque avoir atteint ses objectifs de politique monétaire, à savoir la stabilité des prix et le plein emploi.

ZONE EURO

Dans la zone euro, l'évolution conjoncturelle a déçu au deuxième trimestre. Le PIB y a presque stagné, s'établissant à 0,1% (voir graphique 2.7). D'un côté, la création de valeur a fléchi dans la construction, alors que cette dernière avait bénéficié de conditions météorologiques favorables au trimestre précédent. De l'autre, l'activité industrielle a étonnamment perdu de sa vigueur, probablement sous l'influence du conflit en Ukraine. En Allemagne, qui constituait jusqu'à présent un moteur de croissance, la performance économique a reculé contre toute attente. Le PIB s'est également contracté en France et en Italie, alors que certains Etats membres plus petits ont enregistré une légère reprise de l'activité. Le taux de chômage est resté très élevé dans la zone euro (voir graphique 2.10).

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

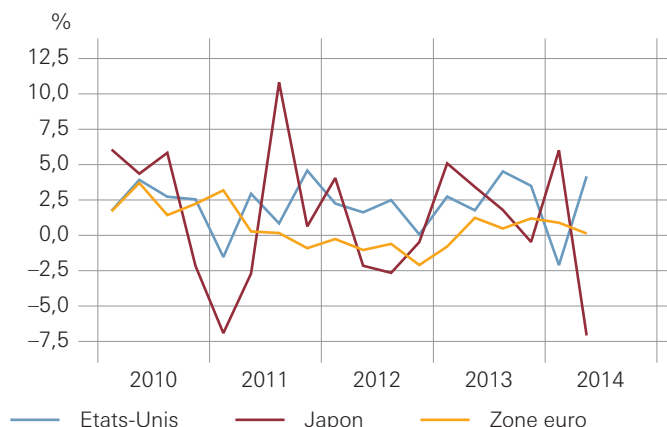


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

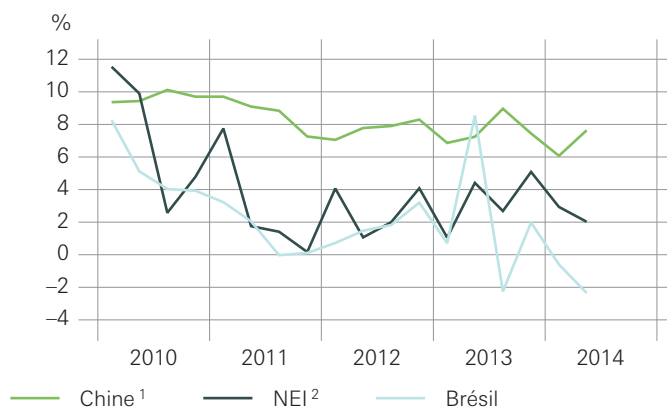


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

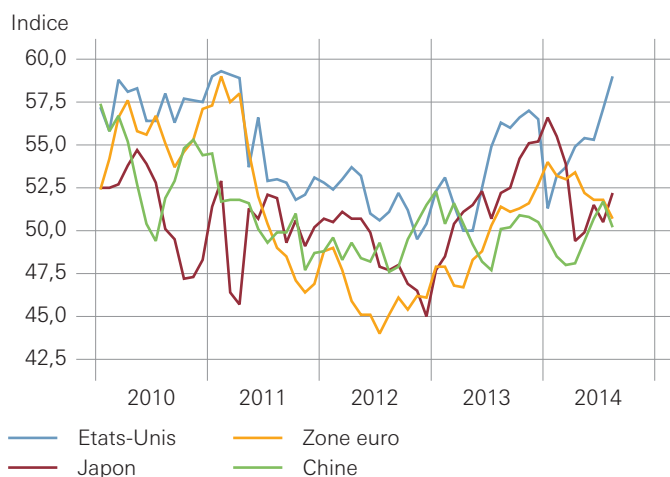


¹ Estimation BNS.

² Pondération PPA (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour).

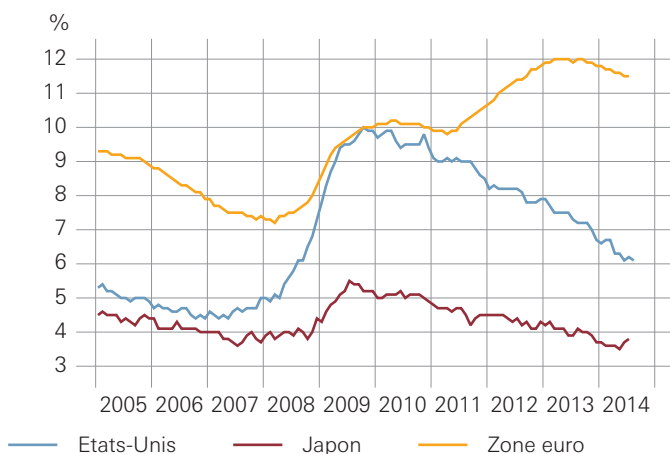
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

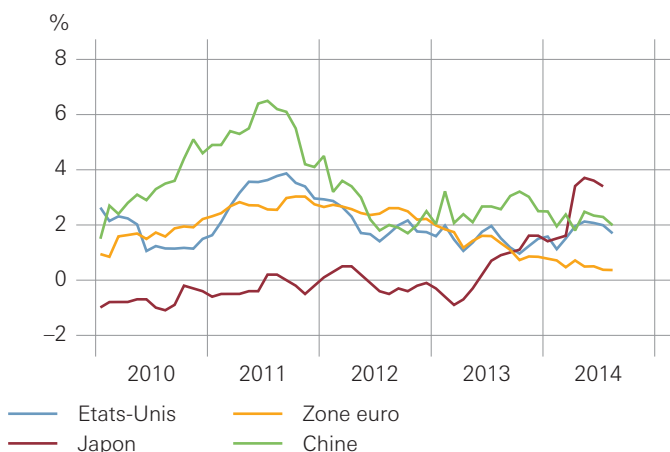
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les perspectives pour la zone euro sont très incertaines. La BNS continue de tabler sur un affermissement progressif de la conjoncture, mais le conflit ukrainien devrait retarder la reprise. Des enquêtes menées dans l'industrie traduisent une nouvelle détérioration du climat commercial. L'incertitude persiste pour ce qui est de l'assainissement des finances publiques, notamment en France et en Italie. La clôture de l'examen des banques par la BCE, fin octobre, devrait toutefois tendre à lever certains doutes sur la solidité du système bancaire. De plus, les récentes mesures de politique monétaire de la BCE et un euro plus faible devraient stimuler légèrement la croissance. La BNS a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro: elle table désormais sur une progression du PIB de 0,8% en 2014 et de 1,5% en 2015.

Le renchérissement des prix à la consommation a encore baissé au cours des derniers mois pour s'inscrire à 0,4% en août, principalement en raison de l'évolution des prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires. La hausse des prix alimentaires pourrait encore ralentir en raison des restrictions imposées par la Russie sur ses importations, si les denrées concernées devaient être proposées dans la zone euro. En revanche, l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté et s'inscrit à 0,9%.

En septembre, la BCE a de nouveau abaissé les taux directeurs: le taux des opérations principales de refinancement s'inscrit désormais à un niveau proche de zéro (0,05%), et celui de la facilité de dépôt demeure négatif (-0,2%). La BCE a par ailleurs annoncé son intention d'acheter des créances titrisées (*asset-backed securities* ou ABS) et des obligations sécurisées (*covered bonds*) à partir d'octobre. Elle complète ainsi les vastes mesures d'assouplissement prises en juin, qui englobaient notamment une baisse des taux directeurs et l'octroi de crédits spéciaux conditionnels aux banques.

JAPON

Le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) au 1^{er} avril a entraîné de fortes fluctuations de la performance économique au premier semestre: le PIB a progressé de 6% au cours des trois premiers mois de l'année en raison d'effets d'anticipation au niveau de la demande privée, alors qu'il a reculé de 7,1% entre mars et juin (voir graphique 2.7). Les dépenses de consommation ont sensiblement baissé au deuxième trimestre. Les investissements des entreprises et les exportations ont également fléchi. Dans l'ensemble, le PIB est légèrement inférieur à son niveau de la même période de l'année précédente.

L'économie devrait surmonter rapidement les effets de la hausse de TVA. Les plans de production de l'industrie manufacturière pour le troisième trimestre laissent présager une croissance économique positive. Le moral des entreprises est bon grâce à l'évolution favorable des bénéfices. La reprise de la demande aux Etats-Unis et en Asie ainsi que le train de mesures conjoncturelles adopté en décembre 2013 devraient soutenir la croissance au deuxième semestre. Les réformes structurelles prévues, qui n'ont été que partiellement mises en œuvre jusqu'à présent, devraient elles aussi fournir des impulsions supplémentaires. La BNS estime que l'économie japonaise progressera modérément dans les années à venir.

La hausse des prix à la consommation a eu tendance à stagner ces derniers mois. Le renchérissement annuel s'inscrit autour de 3,5% depuis le relèvement de la TVA (voir graphique 2.11). Il reste inférieur à 1% si l'on exclut l'effet estimé de cette augmentation et celui des prix volatils des biens et services. Le renchérissement annuel devrait provisoirement diminuer quelque peu en raison d'effets de base négatifs. Les anticipations d'inflation à plus long terme n'ont pas progressé ces derniers mois; elles restent en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon.

Cette dernière a maintenu les directives de politique monétaire définies en avril 2013, qui prévoient d'accroître chaque année la base monétaire (monnaie centrale) d'environ 60 à 70 milliards de yens en achetant des obligations d'Etat japonaises à long terme. La valeur visée pour fin 2014 s'établit à 270 milliards de yens, soit environ la moitié du PIB nominal (voir graphique 2.14). Cette mesure doit contribuer à relever l'inflation à 2% dans un délai raisonnable.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

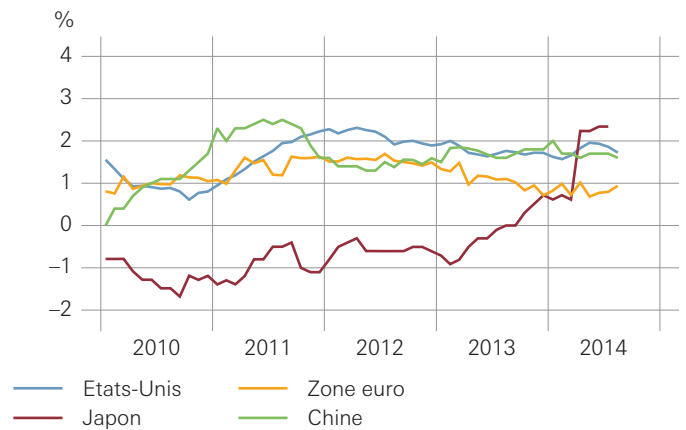
Dans les économies émergentes, la conjoncture a de nouveau évolué de manière contrastée au deuxième trimestre: alors qu'en particulier l'Inde et la Chine ont renoué avec la croissance – notamment grâce à des mesures de soutien à la conjoncture –, d'autres pays ont affiché un faible dynamisme économique.

Les perspectives de croissance sont modérées pour les trimestres à venir. Malgré les risques de dégradation liés au marché du crédit et au marché immobilier, la Chine devrait encore apporter la principale contribution à la croissance. Les perspectives se sont détériorées au Brésil: les problèmes structurels et la baisse des salaires réels due à l'inflation élevée devraient continuer de peser sur la productivité et la demande intérieure. En Russie, les perspectives se sont nettement dégradées en raison du conflit avec l'Ukraine. Le renforcement des sanctions économiques et l'inquiétude sans doute persistante des investisseurs nationaux et étrangers auront probablement de graves conséquences sur la conjoncture.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

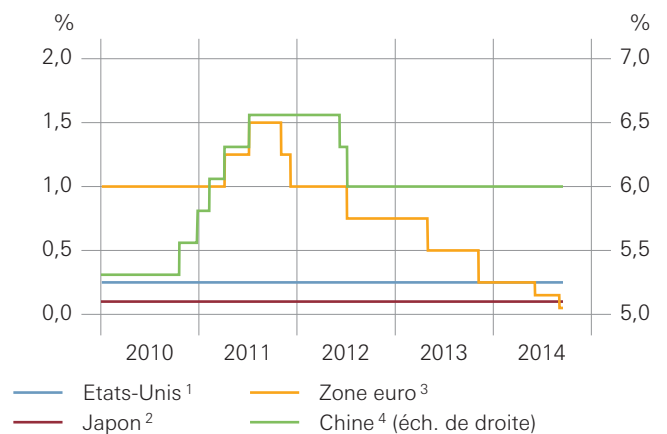


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



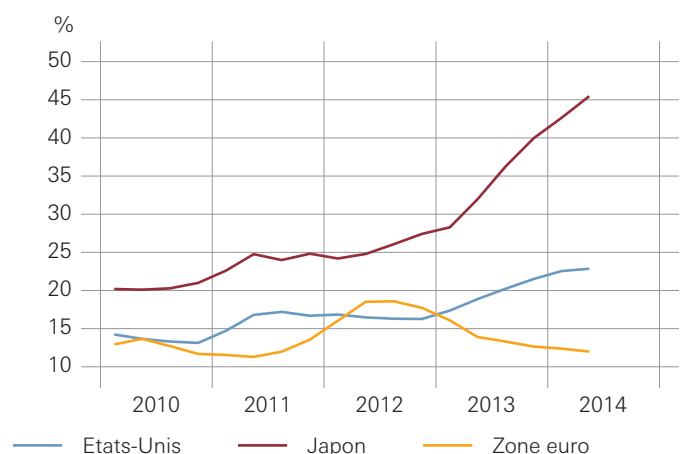
¹ Taux des fonds fédéraux. ² Taux cible au jour le jour. ³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement. ⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

L'inflation a elle aussi évolué de manière hétérogène dans les économies émergentes: en Chine et en Corée du Sud, elle est demeurée sensiblement inférieure aux valeurs cibles fixées par les banques centrales respectives; dans ce dernier pays, l'appréciation continue de la monnaie locale y a contribué. Le renchérissement est, par contre, resté élevé au Brésil, en Inde et en Russie.

En conséquence, chacun de ces pays a opté pour un cap différent dans le domaine de la politique monétaire. Depuis le début des tensions avec l'Ukraine, la Russie a déjà relevé trois fois son taux directeur pour freiner la fuite rapide des capitaux et la dépréciation de sa monnaie. La politique monétaire demeure restrictive au Brésil et en Inde en raison du renchérissement persistant, tandis qu'elle continue à soutenir la conjoncture en Chine.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, l'évolution conjoncturelle au deuxième trimestre a été en dessous des attentes. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB en termes réels a stagné (-0,2%) après avoir augmenté au trimestre précédent. Le rythme des exportations s'est ralenti tandis que la demande intérieure est restée très faible. La croissance a marqué une pause dans presque toutes les branches.

Il en a découlé que l'écart de production négatif s'est de nouveau quelque peu creusé au deuxième trimestre. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est demeuré inférieur à la moyenne. Le faible niveau d'activité observé au deuxième trimestre s'est également traduit par un tassement de la demande de main-d'œuvre.

Le PIB devrait se redresser durant le reste de l'année. Compte tenu du résultat étonnamment médiocre enregistré au deuxième trimestre et de l'assombrissement des perspectives conjoncturelles mondiales, la BNS ne table plus que sur une croissance de près de 1,5% pour 2014. Cette prévision est toutefois soumise à une incertitude plus élevée qu'à l'accoutumée car les Comptes nationaux de la Suisse vont faire l'objet d'une révision de grande envergure¹. La statistique des Comptes nationaux nouvellement établie selon le Système européen des comptes de 2010 (SEC 2010) sera publiée par l'Office fédéral de la statistique (OFS) et le SECO le 30 septembre 2014.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

Faible croissance sur une vaste échelle

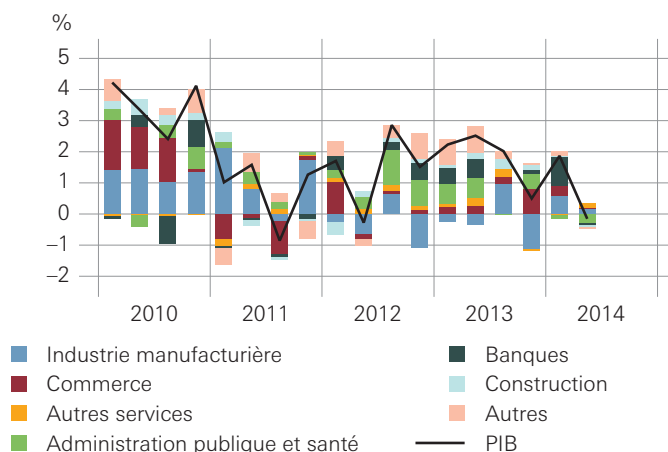
La timide évolution du PIB au deuxième trimestre s'est reflétée dans presque toutes les branches (voir graphique 3.1). La création de valeur a légèrement progressé dans l'industrie manufacturière et le commerce, mais elle a stagné, voire reculé, dans de nombreuses branches. Le secteur public a connu une évolution particulièrement négative.

¹ Voir Actualités OFS (mars 2014), «Révision 2014 des Comptes nationaux: principaux changements et impacts».

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

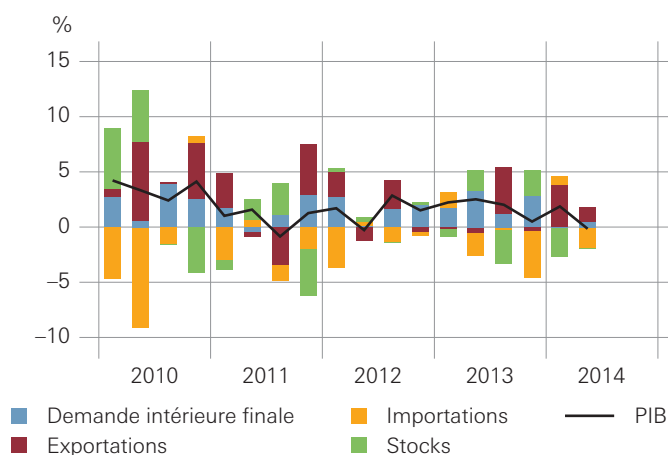


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

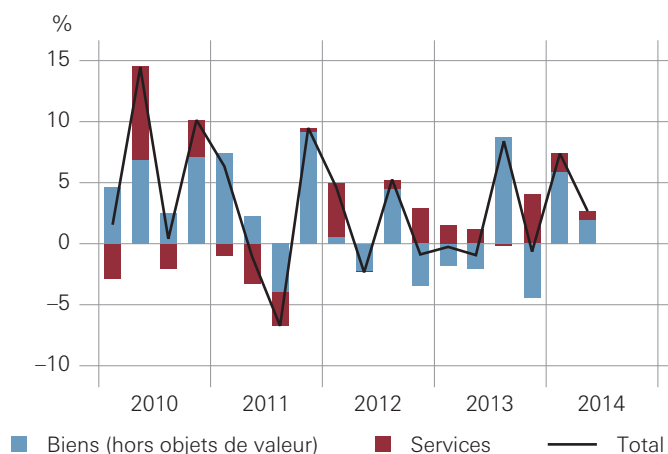


Source: SECO.

Graphique 3.3

EXPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Contribution négative du commerce extérieur

Les exportations de biens et services n'ont enregistré qu'une faible progression au deuxième trimestre (voir graphique 3.3). La croissance des exportations de machines est restée modérée. Les importations ont augmenté un peu plus fortement que les exportations après avoir accusé un repli à la période précédente (voir graphique 3.4). La contribution du commerce extérieur à la croissance a donc été légèrement négative (voir graphique 3.2 et tableau 3.1).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2010	2011	2012	2013	2012		2013				2014	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	1,7	1,1	2,4	2,3	2,7	3,3	2,7	2,1	0,6	2,5	0,3	1,0
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	1,2	3,2	2,4	3,5	2,5	2,3	0,6	3,5	1,7	-2,8	-1,0
Investissements	4,8	4,5	-0,4	1,8	-1,8	-1,0	-0,4	10,4	2,2	5,7	0,7	0,0
Construction	3,5	2,5	-2,9	3,8	-0,5	1,9	3,3	6,5	6,8	7,7	7,7	-3,0
Biens d'équipement	5,8	6,1	1,7	0,2	-2,8	-3,3	-3,5	13,9	-1,5	4,1	-5,1	2,8
Demande intérieure finale	2,2	1,8	1,8	2,2	1,8	2,2	1,9	3,7	1,3	3,1	0,0	0,5
Variation des stocks ¹	0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,8	1,8	-3,2	2,4	-2,7	-0,1
Exportations totales ²	7,4	3,8	2,0	1,1	5,3	-0,9	-0,3	-0,9	8,4	-0,6	7,4	2,7
Biens ²	9,3	6,3	1,9	-0,5	6,7	-5,1	-2,7	-3,1	13,1	-6,6	8,9	2,9
Services	3,5	-1,6	2,4	4,4	2,2	8,9	4,5	3,5	-0,4	12,3	4,6	2,3
Importations totales ²	9,1	3,8	3,9	1,3	3,4	0,8	-3,7	5,3	0,5	10,7	-2,0	4,6
Biens ²	10,6	3,1	2,5	0,1	3,5	-2,9	-4,6	6,2	1,0	4,8	-0,9	3,0
Services	3,0	6,8	9,4	5,7	2,9	16,3	-0,8	2,3	-1,3	33,8	-5,6	10,0
Commerce extérieur ³	0,2	0,4	-0,5	0,0	1,3	-0,8	1,3	-2,6	4,0	-4,6	4,5	-0,5
PIB	3,0	1,8	1,0	1,9	2,9	1,5	2,2	2,5	2,0	0,5	1,9	-0,2

1 Contribution à la croissance en points de pourcentage (y compris l'écart statistique).

2 Hors objets de valeur (métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SECO.

Faiblesse de la demande intérieure

La demande intérieure finale est restée atone au deuxième trimestre (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). En dépit de la progression favorable des revenus et d'une forte immigration, les dépenses de consommation privée ont de nouveau affiché une croissance inférieure à la moyenne. Tandis que les chiffres d'affaires du commerce de détail ont connu une évolution très positive, la croissance de la consommation s'est ralentie, traduisant notamment le repli des dépenses de santé.

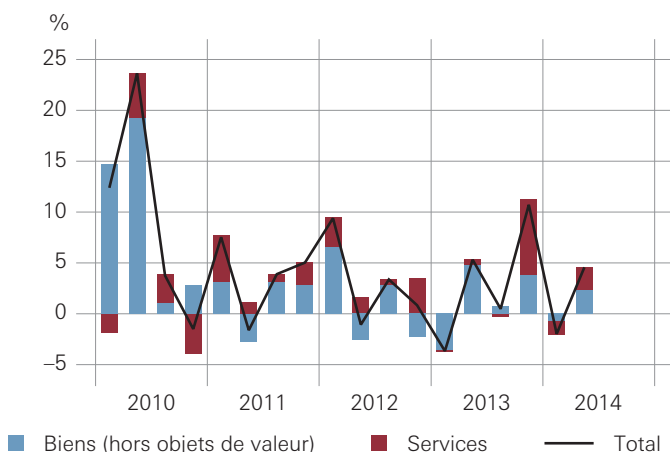
Si les investissements en biens d'équipement ont légèrement progressé au deuxième trimestre, leur évolution reste globalement faible. Cela est notamment dû au fait que les entreprises investissent toujours nettement moins qu'avant la crise économique et financière. Compte tenu de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie, inférieure à la moyenne, et des incertitudes au niveau de l'économie mondiale, la propension des entreprises à investir devrait rester limitée.

Les investissements en constructions ont reculé au deuxième trimestre. Il devrait toutefois s'agir d'une correction temporaire faisant suite à la forte croissance des investissements en constructions enregistrée au trimestre précédent, notamment en raison des conditions météorologiques. L'activité dans la construction reste extrêmement dynamique dans l'ensemble. Aucun renversement de tendance n'est en vue pour l'instant. Du fait de la persistance de volumes de commandes élevés, les entreprises du secteur de la construction affichent toujours une très bonne utilisation des capacités de production.

Graphique 3.4

IMPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

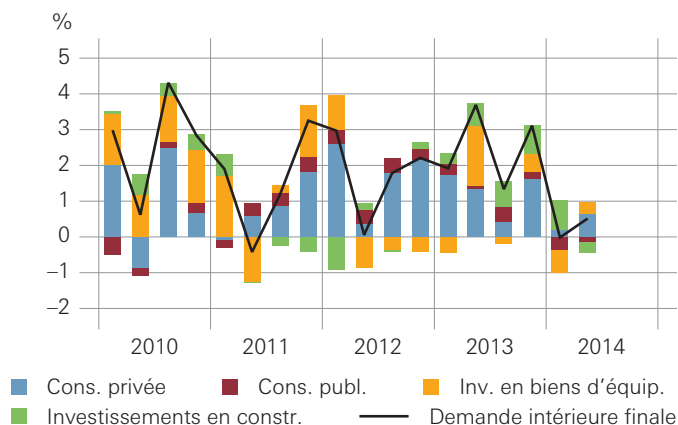


Source: SECO.

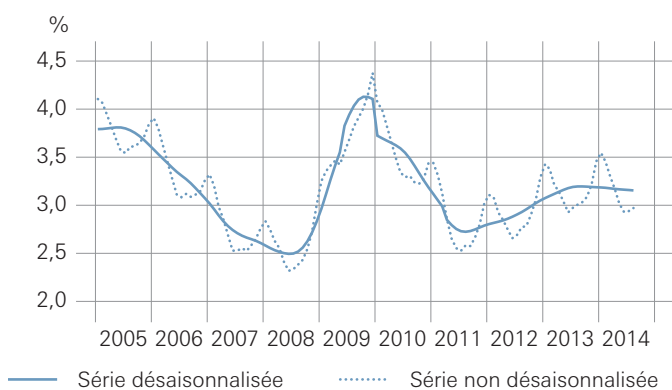
Graphique 3.5

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

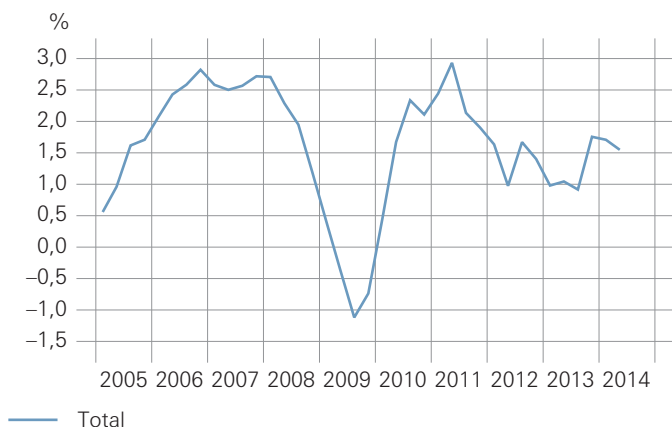
TAUX DE CHÔMAGE

Chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes) jusqu'à 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010.
Source: SECO.

Graphique 3.7

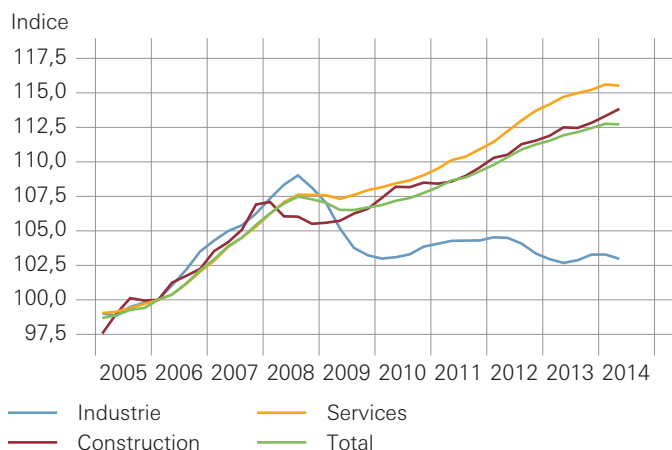
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente



Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.8

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS1^{er} trimestre 2006 = 100

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le dynamisme du marché du travail reste modéré. Jusqu'ici, l'augmentation du nombre de personnes actives occupées n'a pas suffi à réduire sensiblement le chômage. La situation sur le marché du travail demeure favorable en comparaison internationale, mais elle ne s'est guère améliorée depuis l'été dernier.

Stagnation du taux de chômage

Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières se maintient à 3,2% depuis mai 2013 (voir graphique 3.6). Par rapport à septembre 2013, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a cependant quelque peu reculé en données désaisonnalisées.

Légère hausse du nombre de personnes actives occupées

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) a légèrement augmenté au deuxième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la hausse s'établit à 1,5% (voir graphique 3.7). Parallèlement, la proportion de postes à temps plein s'est toutefois réduite. Au total, le nombre d'heures de travail effectuées devrait donc n'avoir que légèrement progressé au deuxième trimestre.

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois en équivalents plein temps a légèrement reculé dans l'industrie et les services. Dans la construction, en revanche, des postes ont de nouveau été créés (voir graphique 3.8).

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Légère amélioration de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie

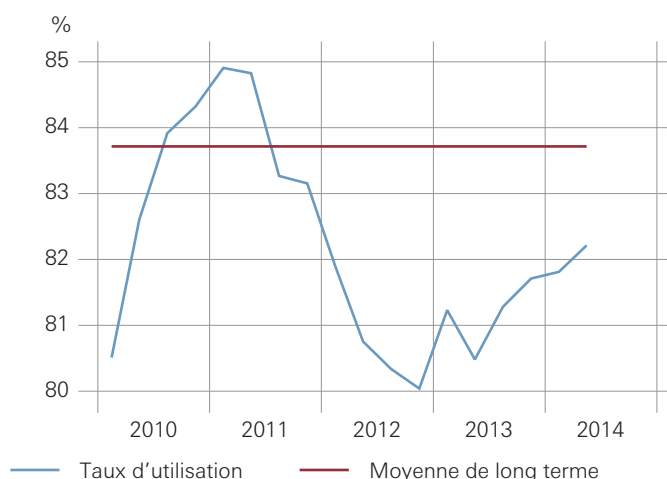
Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière s'est accru de 0,4 point au deuxième trimestre et s'inscrit à 82,2%. Il demeure ainsi inférieur à sa moyenne de long terme, mais la lente tendance à la hausse observée ces derniers trimestres s'est poursuivie (voir graphique 3.9). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines s'est quelque peu accru lui aussi. Contrairement à l'industrie manufacturière, la construction présente un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.10). Dans les services, les enquêtes continuent d'indiquer un taux d'utilisation moyen.

Accroissement de l'écart de production

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Etant donné que le PIB a stagné au deuxième trimestre et que le potentiel de production a continué de croître, l'écart de production s'est à nouveau creusé. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -1,1% au deuxième trimestre (voir graphique 3.11). En utilisant d'autres méthodes pour calculer le potentiel de production (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), on obtient un écart certes un peu plus faible (-0,7%), mais qui s'est lui aussi sensiblement accentué.

Graphique 3.9

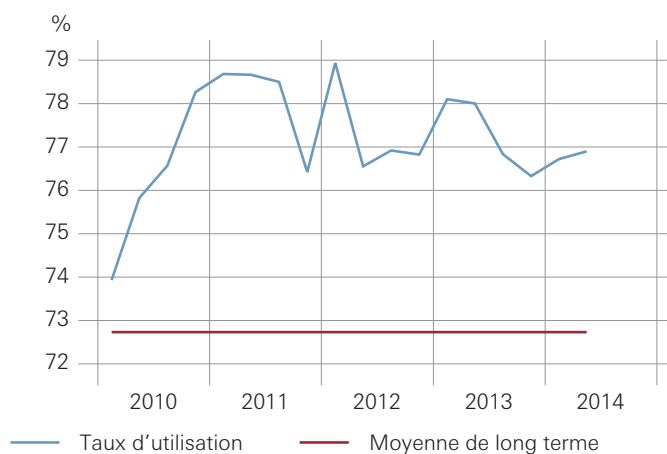
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

Graphique 3.10

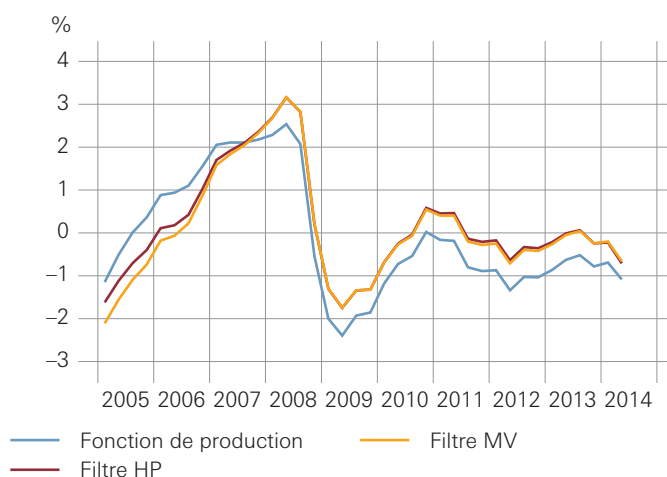
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

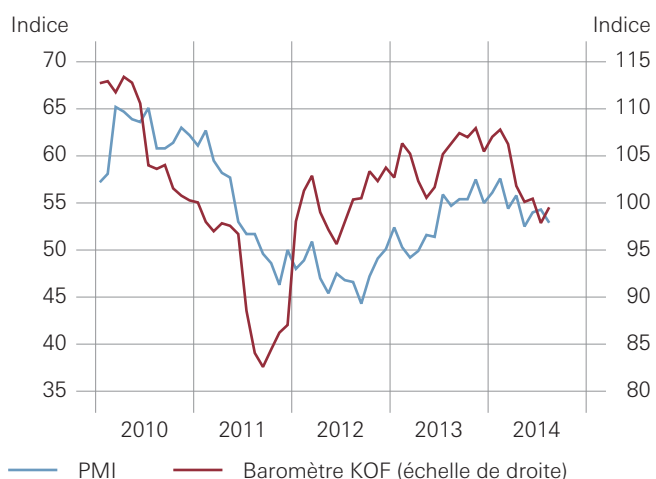
Graphique 3.11

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

Graphique 3.12

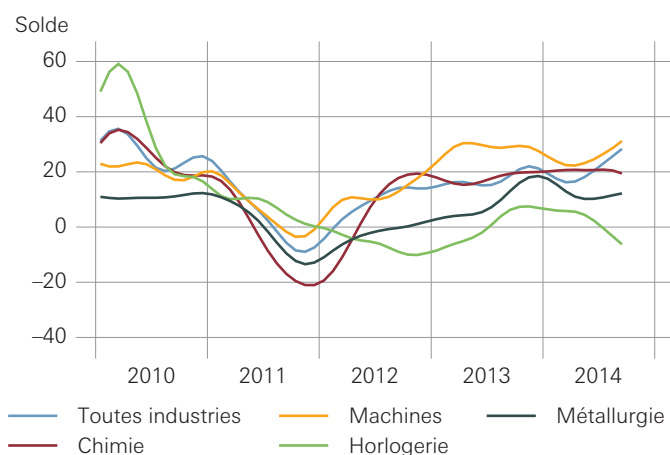
INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Credit Suisse.

Graphique 3.13

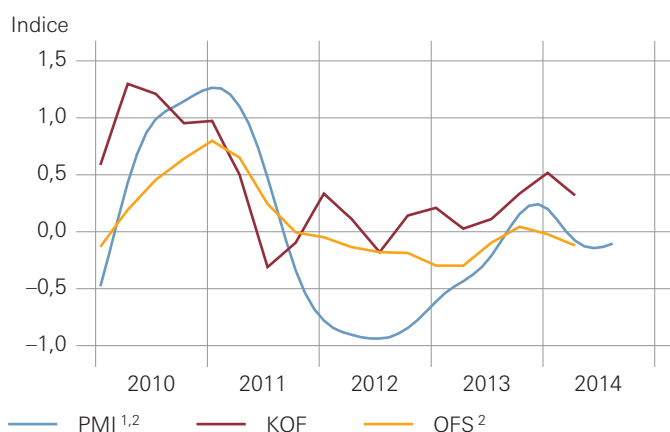
ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

Composante tendance-cycle



Source: KOF.

Graphique 3.14

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI

1 Valeurs mensuelles

2 Composante tendance-cycle: BNS

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

La BNS table sur une reprise modérée à partir du troisième trimestre. Les exportations de biens ont encore nettement progressé durant la période allant de juin à août, ce qui aura des répercussions positives sur les secteurs exportateurs. Selon le dernier scénario de base, les impulsions de croissance fournies par l'étranger devraient toutefois être plus modestes que prévu (voir scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale au chapitre 2). En outre, l'incertitude accrue concernant la conjoncture mondiale va encore peser sur les investissements des entreprises.

Dans ces conditions, la BNS ne table plus que sur une croissance de près de 1,5% pour 2014. Etant donné que la reprise à moyen terme devrait, elle aussi, être un peu moins dynamique, il faut s'attendre à ce que l'écart de production reste négatif plus longtemps qu'escompté. Le redressement du marché du travail devrait donc également intervenir plus tardivement.

Cette prévision reste assortie d'incertitudes non négligeables. Les plus importantes émanent toujours de l'étranger, mais il n'est pas exclu que des facteurs domestiques, telle l'inquiétude des entreprises à l'égard de la politique d'immigration future, freinent aussi la conjoncture.

4

Prix et anticipations d'inflation

PRIX À LA CONSOMMATION

Renchérissement annuel toujours proche de zéro

L'indice suisse des prix à la consommation (IPC) affiche une évolution horizontale depuis 2008: il fluctue depuis environ 6 ans autour du niveau mesuré en août 2014.

Le renchérissement annuel, c'est-à-dire la variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, s'inscrivait à 0,1% en août (voir tableau 4.1).

Les prix à la consommation sont demeurés largement inchangés ces derniers mois, de sorte que le taux de renchérissement annuel continue de s'inscrire à un niveau proche de 0%. Certains taux d'inflation sous-jacente (moyenne tronquée) ont affiché des valeurs légèrement positives.

L'inflation zéro des prix à la consommation découle d'une baisse des prix des biens et d'une hausse des prix des services. Les prix de l'offre de biens (prix à la production et à l'importation) étaient également inférieurs à ceux de la même période de l'année précédente. Ils ont donc encore exercé une légère pression à la baisse sur les prix à la consommation.

Les anticipations d'inflation recensées à l'aide d'enquêtes se situent dans une fourchette conforme à la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la BNS. L'inflation attendue à court terme a un peu progressé au troisième trimestre 2014 par rapport à la période précédente, alors que celle à moyen terme est demeurée pratiquement inchangée.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

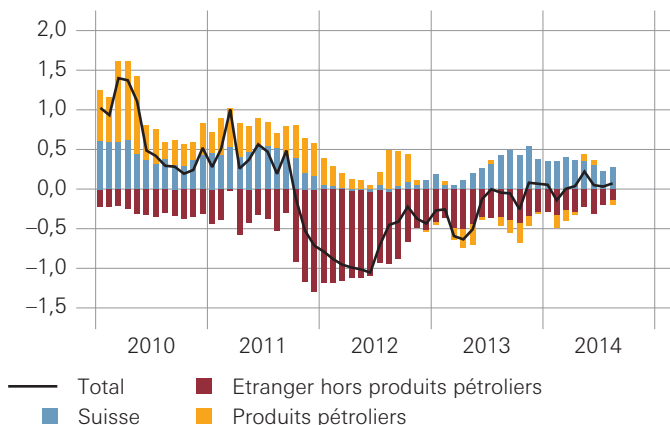
	2013	2013		2014		2014		
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
IPC, indice général	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Biens et services d'origine suisse	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Biens	-0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,0	0,4
Services	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Services privés (hors loyers)	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Loyers	0,4	0,7	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	1,2
Services publics	1,0	1,1	0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,1
Biens et services de l'étranger	-1,9	-1,7	-1,8	-1,5	-0,9	-1,0	-0,7	-0,7
Hors produits pétroliers	-1,8	-1,7	-1,6	-1,3	-1,3	-1,4	-0,8	-0,6
Produits pétroliers	-2,5	-1,6	-3,1	-2,4	1,1	1,6	0,1	-1,6

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points

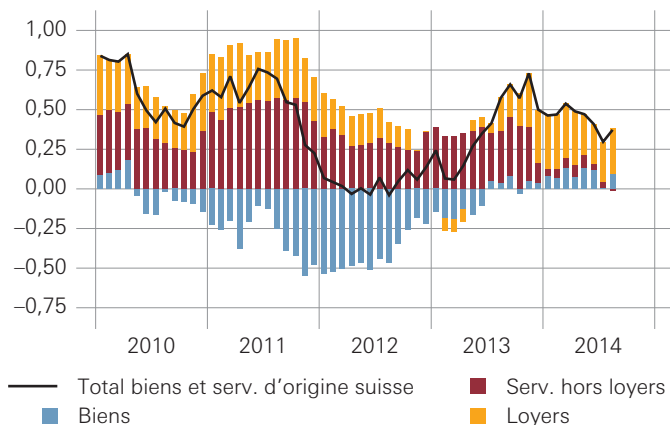


Source: OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points

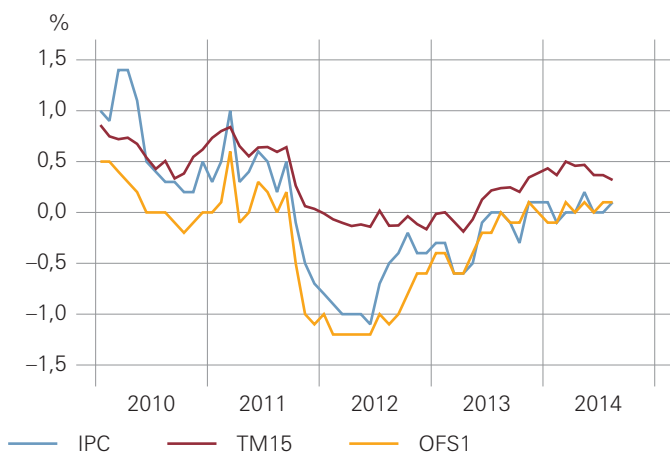


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

Recul des prix des biens et services importés...

En août, comme durant les mois précédents, le niveau des prix des biens et services étrangers entrant dans la composition de l'IPC était inférieur à celui observé un an auparavant. Tant les produits pétroliers que les autres produits provenant de l'étranger ont exercé une pression à la baisse sur le renchérissement annuel. Cette contribution négative des biens et services importés a cependant un peu fléchi depuis le début de l'année (voir graphique 4.1).

... et légère augmentation des prix des biens et services suisses par rapport à l'année précédente

Le niveau des prix des biens et services suisses entrant dans la composition de l'IPC était, en août, comme durant les mois précédents, légèrement supérieur à celui observé un an auparavant. Cette contribution positive au renchérissement a néanmoins un peu faibli en cours d'année.

Le renchérissement des biens et services suisses continue d'être principalement porté par l'augmentation des loyers (voir graphique 4.2). En août, les loyers ont progressé de 1,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

Inflation sous-jacente toujours faible

Les taux d'inflation sous-jacente reflétaient en août 2014 une tendance inflationniste basse et stable (voir graphique 4.3). La moyenne tronquée (TM15) calculée par la BNS était de nouveau légèrement supérieure à l'inflation sous-jacente 1 établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1), qui évoluait au niveau du renchérissement annuel (non corrigé) mesuré par l'IPC.

Les biens et services présentant des prix volatils sont exclus du panier de l'IPC lors du calcul de l'inflation sous-jacente. L'OFS1 écarte toujours les mêmes biens et services (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), alors que la TM15 exclut les biens et services dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) durant la période concernée.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

Baisse des prix de l'offre

La variation annuelle des prix de l'offre totale est demeurée négative en août 2014. L'écart entre le niveau actuel et celui de la même période de l'année précédente continue d'être plus grand pour les prix à l'importation que pour ceux à la production (voir graphique 4.4). Depuis avril, l'indice des prix à l'importation est largement inchangé alors que celui des prix à la production a continué de fléchir.

PRIX DE L'IMMOBILIER

Nouvelle hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Les prix de l'immobilier résidentiel ont poursuivi leur progression au deuxième trimestre 2014. D'après la plupart des indices disponibles, la hausse des prix a même été de nouveau un peu plus marquée que durant les trimestres précédents. L'indice des prix de l'immobilier résidentiel de Fahrländer Partner a certes légèrement fléchi par rapport à la période précédente, mais il avait auparavant augmenté plus fortement que les autres indices, de sorte que les prix affichent une croissance similaire d'environ 3% sur l'ensemble de l'année. Les prix du deuxième trimestre n'ont donc pas concrétisé les attentes concernant un nouveau ralentissement sur le marché immobilier.

Les tendances des derniers trimestres ont perduré au niveau régional. Le relèvement des prix s'est sensiblement réduit dans l'arc lémanique, alors que les prix sont nettement plus élevés qu'un an auparavant en Suisse centrale ou en Suisse orientale, par exemple.

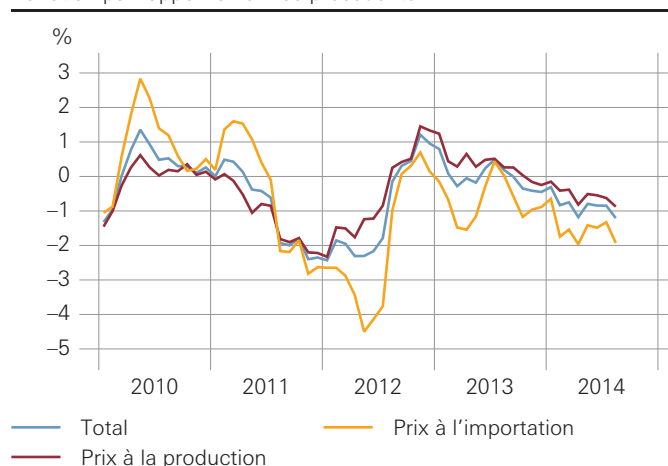
Légère augmentation des loyers des baux en cours

Le renchérissement annuel des loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner a faibli au deuxième trimestre. Leur progression de 2,6% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente est cependant sensiblement plus forte que celle des loyers entrant dans la composition de l'IPC, qui peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours. L'écart entre les loyers des nouveaux baux et ceux des baux en cours tient principalement au fait que ces derniers sont légalement liés au taux d'intérêt de référence, qui a progressivement baissé ces dernières années pour s'établir à 2% depuis septembre 2013 (voir graphique 4.6).

Graphique 4.4

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

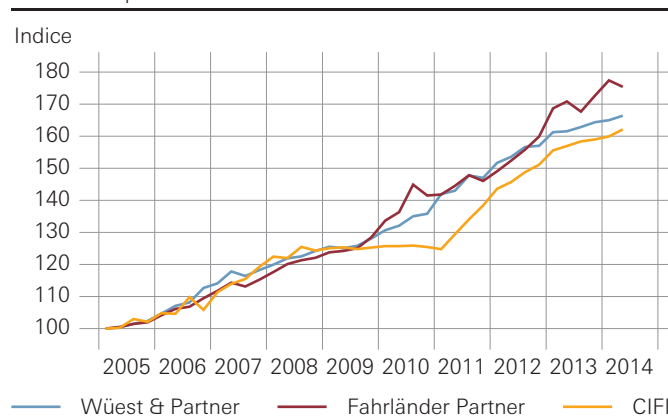


Source: OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

En termes nominaux (selon la méthode hédoniste); début de la période = 100

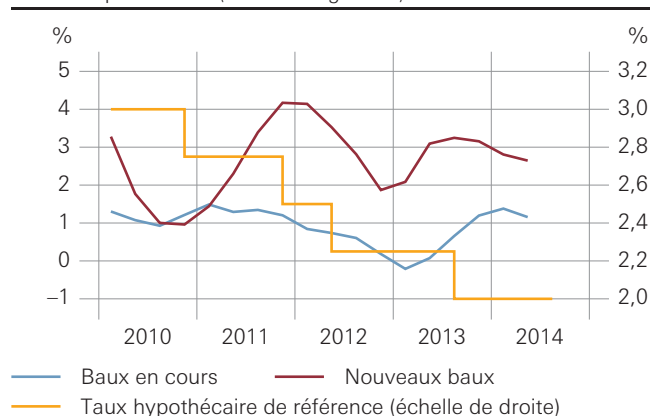


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

Graphique 4.6

LOYERS DES LOGEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE

En termes nominaux, variation par rapport à l'année précédente (échelle de gauche)



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

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Anticipations d'inflation à moyen terme toujours basses et stables

Selon plusieurs enquêtes, les anticipations d'inflation à court terme ont légèrement augmenté. Celles à moyen terme sont toutefois demeurées basses.

Plus des deux tiers des analystes financiers interrogés en août 2014 dans le cadre du rapport sur le marché financier publié par le Credit Suisse et le Centre européen de recherche économique (*Credit Suisse ZEW Financial Market Report*) ne prévoyaient aucun changement des taux d'inflation dans les six mois, alors qu'un bon quart tablaient sur une hausse. Par rapport à l'enquête réalisée en mai, la part des personnes s'attendant à des taux d'inflation plus élevés a légèrement progressé au détriment de celles n'anticipant aucun changement.

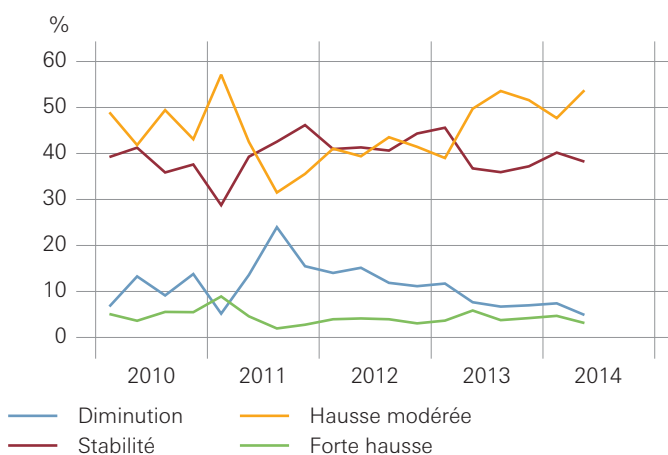
L'enquête menée par le SECO en juillet 2014 auprès des ménages montre que 54% de ces derniers tablaient sur une hausse modérée des prix et 3%, sur une forte hausse, dans les douze prochains mois, tandis que 38% s'attendaient à des prix constants et les quelque 5% restants, à une baisse sur la même période. La proportion des personnes interrogées prévoyant des prix en augmentation s'est légèrement accrue par rapport au trimestre précédent, alors que celle des personnes comptant sur des prix inchangés ou en baisse a diminué (voir graphique 4.7).

Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des entreprises de toutes les branches, les interlocuteurs tablaient au troisième trimestre 2014 sur un taux d'inflation de 0,4% pour les six à douze prochains mois, contre 0,2% au deuxième trimestre. Le taux d'inflation attendu dans trois à cinq ans s'établissait quant à lui à 1,1% (trimestre précédent: 1,2%). Par ailleurs, d'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ces derniers prévoyaient au deuxième trimestre 2014 un taux d'inflation d'à peine 1,2% dans deux ans, contre 1,3% au premier trimestre 2014.

Graphique 4.7

PRIX ATTENDUS

Enquête sur l'évolution attendue des prix dans les 12 mois



Sources: BNS et SECO.

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin 2014, les taux d'intérêt se sont maintenus à des niveaux bas sur le marché monétaire. Les rendements à long terme des emprunts de la Confédération ont encore fléchi pour s'inscrire un peu au-dessus des niveaux les plus bas historiques, qui remontent à 2012. Ce repli reflète la légère détérioration des perspectives pour l'économie mondiale et l'incertitude politique qu'ont alimentée les crises en Ukraine et au Proche-Orient, incertitude qui a stimulé la demande de placements sûrs.

Les taux hypothécaires ont eux aussi de nouveau reculé, ce qui a soutenu la demande de prêts hypothécaires. L'affaiblissement de la croissance de ces prêts, observé depuis quelque temps, s'est cependant poursuivi. Les taux annuels de croissance des agrégats monétaires au sens large (monnaie en mains des ménages et des entreprises) ont de même diminué.

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc est toujours nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Elle n'a guère varié depuis l'introduction du cours plancher.

Poursuite de la politique monétaire axée sur le cours plancher

Ces trois derniers mois, la Banque nationale a poursuivi la politique monétaire annoncée en septembre 2011 et réaffirmée lors des examens ultérieurs de la situation économique et monétaire. Le 6 septembre 2011, la BNS avait fixé un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, après avoir réduit, en août de la même année, la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'avoir ainsi ramenée à 0%-0,25%.

Stabilité des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-juin 2014, les avoirs à vue à la BNS sont restés quasiment inchangés. Ils portaient sur 368,2 milliards de francs dans la semaine du 8 au 12 septembre (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-septembre), contre 367 milliards dans la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2014. Entre mi-juin et mi-septembre 2014, ils s'établissaient en moyenne à 367,8 milliards de francs. De ce montant, 309,3 milliards revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse, et le solde, soit 58,5 milliards, était constitué des autres avoirs à vue.

Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé

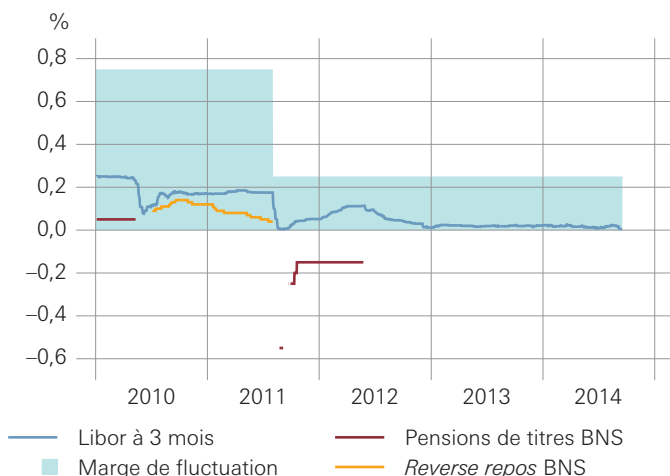
Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 14,7 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 mai au 19 août 2014. Elles sont restées quasiment inchangées par rapport à la période précédente (du 20 février au 19 mai 2014). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 297,8 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 304,6 milliards). Les réserves excédentaires des banques sont donc toujours extrêmement élevées.

Relèvement du volant anticyclique de fonds propres

Sur proposition de la Banque nationale, le Conseil fédéral a relevé, le 22 janvier 2014, le volant anticyclique sectoriel de fonds propres et l'a fait passer de 1% à 2%. Depuis le 30 juin 2014, les positions pondérées en fonction des risques, garanties par des gages immobiliers sur des objets d'habitation situés en Suisse, doivent être couvertes par des fonds propres supplémentaires.

Le relèvement du volant anticyclique de fonds propres vise avant tout à renforcer la capacité de résistance du secteur bancaire. Il doit également permettre de prévenir une nouvelle aggravation des déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier.

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

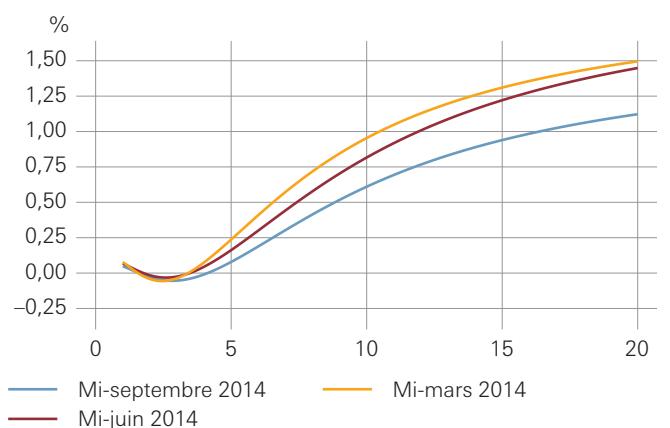


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

Selon Nelson-Siegel-Svensson; durées en années (abscisse)

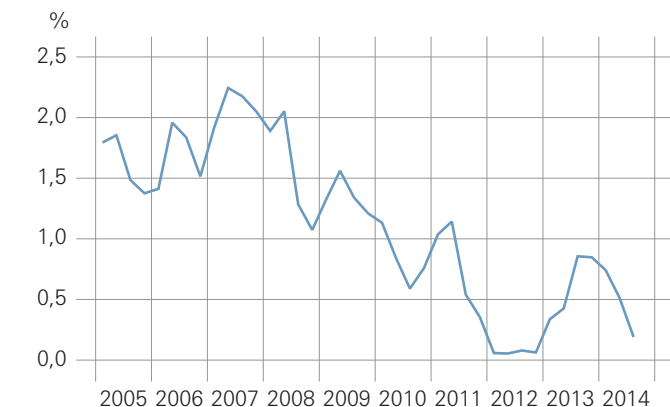


Source: BNS.

Graphique 5.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

Obligations à dix ans de la Confédération; inflation attendue estimée à l'aide d'un modèle VAR



Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

Les liquidités étant abondantes, le volume des opérations est resté faible ces derniers mois sur le marché monétaire. Les taux d'intérêt se sont maintenus à un très bas niveau (voir graphique 5.1).

Mi-septembre, le Libor à trois mois s'établissait à 0,01%. Les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) ont fluctué pour la plupart dans la zone négative. En outre, les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération sont eux aussi restés négatifs.

Nouveau repli des taux d'intérêt à long terme

Les risques géopolitiques accrus et les perspectives plus modérées pour l'économie mondiale ont renforcé la demande d'emprunts d'Etat à long terme des principales économies. Il en a découlé une baisse des rendements, en Suisse également. Le rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'établissait à 0,6% mi-septembre, contre 0,8% mi-juin. Il était ainsi de nouveau très proche de son niveau le plus bas historique, observé au cours de l'année 2012.

Tassement de la courbe des rendements

Les taux d'intérêt à court terme étant restés inchangés, la courbe des rendements s'est tassée du fait du repli des taux à long terme (voir graphique 5.2). Comme précédemment, la courbe des rendements des emprunts de la Confédération est plus plate que celle observée dans les grands pays industrialisés, à l'exception du Japon.

Baisse des taux d'intérêt réels

Les anticipations d'inflation à long terme n'ayant guère varié, le repli des rendements nominaux à long terme a engendré un recul des taux d'intérêt réels à long terme. En septembre, le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à environ 0,2%, se situant ainsi légèrement au-dessus de son niveau le plus bas, qui remonte à l'année 2012 (voir graphique 5.3). Il est calculé à partir du rendement des obligations fédérales à dix ans et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR).

COURS DE CHANGE

Affaiblissement de l'euro

Les mesures d'assouplissement monétaire de la BCE, les conflits en Ukraine et au Proche-Orient et le cours plancher pour l'euro vis-à-vis du franc ont influé sur l'évolution des cours du franc ces derniers mois. L'euro s'est déprécié face à la plupart des monnaies; vis-à-vis du franc, son affaiblissement a été relativement peu marqué étant donné le cours plancher. Le franc s'est ainsi légèrement apprécié par rapport à l'euro, mais a nettement faibli face au dollar (voir graphique 5.4). Fin août et début septembre, l'euro approchait par moments 1,21 franc, soit son niveau le plus bas depuis fin 2012. Il a toutefois conservé un léger écart par rapport au cours plancher de 1,20 franc, ce qui montre la crédibilité du cours plancher.

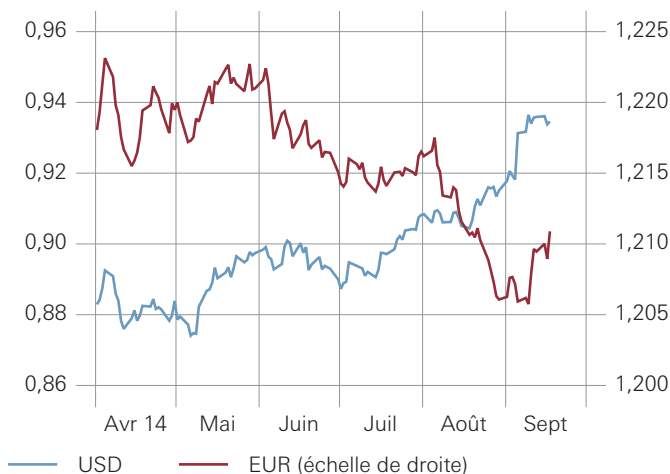
Valeur extérieure du franc élevée en termes réels

Depuis mars 2014, la valeur extérieure du franc en données réelles et pondérées par le commerce extérieur a légèrement diminué (voir graphique 5.5). Le franc s'est quelque peu raffermi vis-à-vis de l'euro, mais a faibli face à la plupart des autres monnaies. Sa valeur extérieure, en données réelles et pondérées par le commerce extérieur, reste toutefois nettement au-dessus de sa moyenne de long terme.

La diminution que la valeur extérieure du franc a enregistrée en termes réels entre mars et août 2014 a découlé, pour quatre cinquièmes environ, de la baisse de la valeur extérieure en termes nominaux et, pour un cinquième environ, des écarts entre les taux d'inflation à l'étranger et en Suisse. Le renchérissement ayant été un peu plus faible en Suisse qu'à l'étranger, la valeur extérieure du franc s'est repliée davantage en termes réels qu'en termes nominaux.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE RÉELLE DU FRANC

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

MARCHÉ DES ACTIONS

Nouveau pic de l'année en septembre

Entre mi-juin et mi-août, les cours des actions ont marqué des replis, en partie sensibles, dans un environnement caractérisé par une recrudescence des tensions géopolitiques et par une détérioration des indicateurs économiques pour l'Europe. Les cours se sont ensuite redressés, et le Swiss Market Index (SMI) a même atteint, début septembre, un nouveau pic de l'année (voir graphique 5.6).

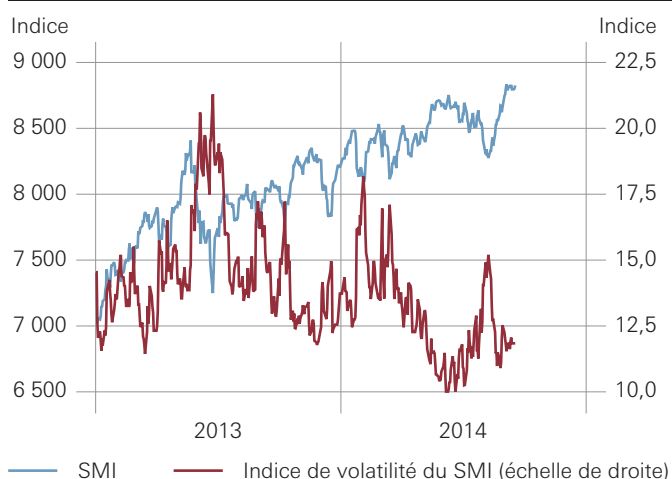
La volatilité attendue pour le SMI a suivi pour l'essentiel une évolution calquée sur celle du SMI. Elle se calcule à partir des prix des options sur le SMI et est exprimée en % par année. Selon l'indice de volatilité du SMI, l'incertitude sur le marché a augmenté fin juillet et début août, puis a diminué pour s'établir à un bas niveau en comparaison historique.

Sous-indices en progression pour les principales branches

Début septembre, les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) (un indice plus large que le SMI) atteignaient des niveaux supérieurs à ceux du début de l'année. Le sous-indice *Santé*, dans lequel les grandes entreprises pharmaceutiques jouent un rôle dominant, est celui qui a enregistré la plus forte progression (voir graphique 5.7). Après avoir marqué une sensible hausse au printemps, il a continué sur cette lancée au troisième trimestre.

Graphique 5.6

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

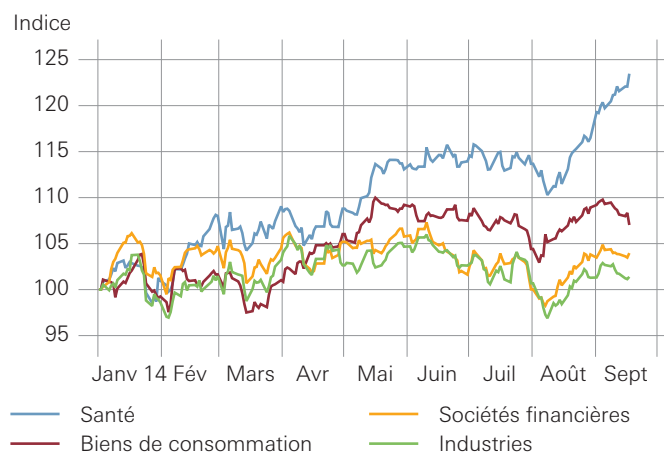


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.7

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Monnaie centrale à un niveau toujours aussi élevé

Ces derniers mois, la monnaie centrale est restée pour l'essentiel inchangée et a ainsi continué à évoluer à un niveau très élevé (voir graphique 5.8).

L'accroissement que la monnaie centrale a enregistré par étapes depuis le début de la crise économique et financière reflète en premier lieu les mouvements intervenus dans les avoirs détenus par les banques en comptes de virement à la BNS. La dernière augmentation substantielle, qui remonte aux mois de juin et juillet 2013, est due toutefois à l'octroi d'une licence bancaire à PostFinance SA. Sans ce cas particulier, la monnaie centrale serait restée largement stable depuis septembre 2012.

Croissance moins vive des agrégats monétaires

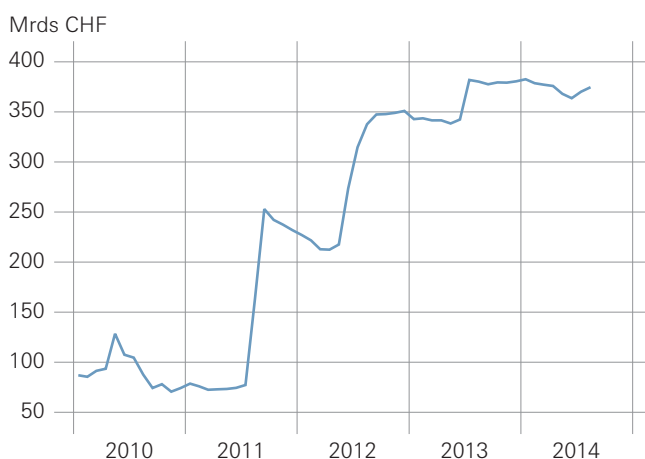
Les agrégats monétaires au sens large, qui englobent la monnaie en mains des ménages et des entreprises, ont eux aussi peu varié ces derniers mois (voir graphique 5.9). Leurs taux annuels de croissance ont diminué (voir tableau 5.1).

En août 2014, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 2,7% son niveau du mois correspondant en 2013. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 2,8% et 3,4%.

Des comparaisons aussi bien à long terme qu'avec d'autres pays montrent que les agrégats M1, M2 et M3 ont connu un très fort accroissement depuis le début de la crise économique et financière. Deux facteurs y ont contribué: les octrois de crédits des banques, stimulés par des taux d'intérêt bas, et des remaniements de portefeuille, les ménages et les entreprises ayant réduit leurs placements en titres au profit de dépôts à vue.

Graphique 5.8

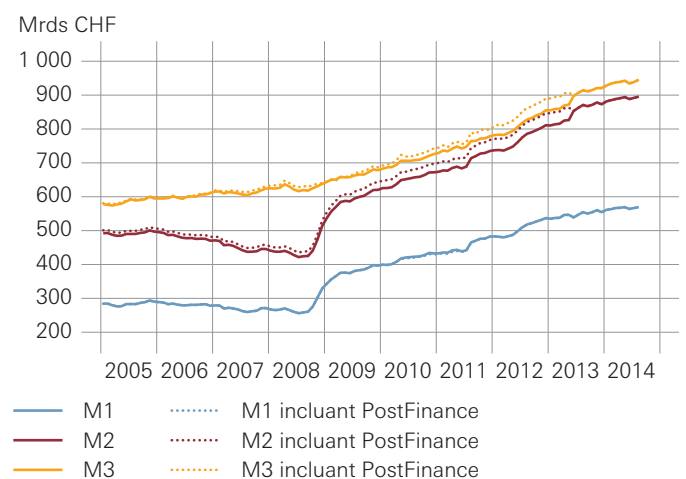
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.9

AGRÉGATS MONÉTAIRES



Source: BNS.

Ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent les quatre cinquièmes environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient, au deuxième trimestre 2014, de 3,8% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le ralentissement de la croissance de ces prêts, observé depuis quelque temps, a ainsi continué tant du côté des ménages que de celui des entreprises (voir tableau 5.1).

La croissance des prêts hypothécaires est devenue moins vive après les diverses mesures qui ont été adoptées depuis 2012 pour freiner la propension au risque des banques et renforcer la capacité de résistance de celles-ci. Ainsi, les banques ont pris des mesures d'autorégulation qui portent sur un durcissement des exigences minimales dans les financements à l'aide d'hypothèques. En outre, le Conseil fédéral a, sur proposition de la Banque nationale, activé en 2013 le volant anticyclique de fonds propres et l'a relevé durant l'année en cours. Les banques sont par conséquent tenues de couvrir par des fonds propres supplémentaires leurs prêts hypothécaires servant au financement d'objets d'habitation.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2013	2013		2014		2014		
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
M1 (incluant PostFinance) ¹	8,3	6,6	4,6	5,0	4,2	4,7	3,6	2,7
M2 (incluant PostFinance) ¹	7,3	5,9	4,2	4,2	3,7	4,1	3,4	2,8
M3 (incluant PostFinance) ¹	7,3	5,9	4,2	4,5	3,9	4,1	3,6	3,4
Crédits bancaires, total ^{2, 4}	3,5	3,5	3,3	4,0	4,5	4,5	4,4	
Créances hypothécaires ^{2, 4}	4,5	4,5	4,3	4,2	3,8	3,9	3,8	
Ménages ^{3, 4}	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,4	
Entreprises du secteur privé ^{3, 4}	6,2	6,5	6,2	5,8	4,5	4,3	4,5	
Autres crédits ^{2, 4}	-1,2	-1,8	-1,7	3,1	7,7	7,7	7,8	
gagés ^{2, 4}	0,4	-1,5	-3,8	-3,4	4,3	5,2	6,8	
non gagés ^{2, 4}	-2,2	-2,0	-0,3	7,5	10,0	9,4	8,5	

¹ PostFinance SA a obtenu la licence bancaire le 26 juin 2013. Les taux de croissance indiqués ici reposent sur les chiffres retraités pour la période allant de janvier 2005 à mai 2013 (voir *Bulletin mensuel de statistiques économiques*, tableau B2a sur Internet, et les explications détaillées dans le *Bulletin mensuel de statistiques économiques* d'août 2013, page III).

² Bilans mensuels.

³ Statistique sur l'encours des crédits.

⁴ Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les 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.

Tracé tendanciellement plat des autres crédits

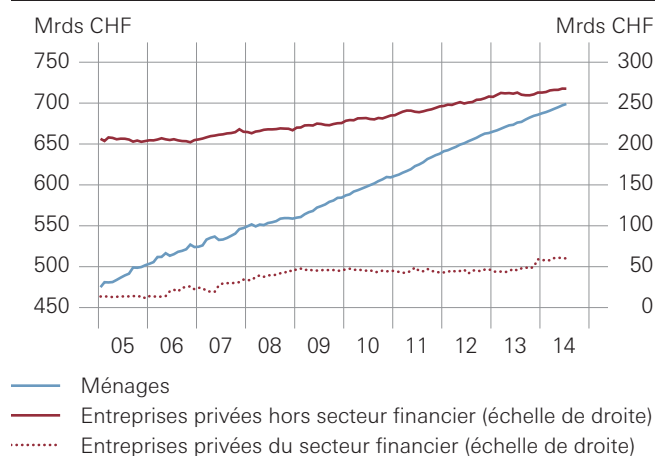
Depuis le début de la crise économique et financière, le volume des autres crédits, soit les prêts qui ne sont pas couverts par des hypothèques, a évolué avec une sensible volatilité tout en suivant un tracé tendanciellement plat. En décembre 2013, les autres crédits ont certes fortement augmenté, mais cette évolution est due pour l'essentiel à un seul gros crédit accordé à une entreprise financière.

Croissance des crédits reposant sur une large assise sectorielle

Ces dernières années, toutes les catégories de débiteurs ont tiré profit des conditions de financement avantageuses et accru leurs crédits bancaires (voir graphique 5.10). Fin juin 2014, les crédits aux ménages dépassaient de 23,7 milliards de francs, ou de 3,5%, le niveau observé un an auparavant. Dans la même période, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 6,2 milliards de francs, ou de 2,4%, tandis que les crédits aux entreprises financières, qui sont plus volatils, ont marqué une expansion de 13,1 milliards, ou de 27,6%.

Graphique 5.10

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de septembre 2014

Troisième trimestre 2014

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des divers secteurs de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés durant les mois de juillet et d'août 2014 avec 175 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

Régions

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

Délégués

Jean-Marc Falter
Martin Wyss
Walter Näf
Daniel Hanimann
Fabio Bossi
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, la croissance de l'économie suisse s'est ralentie au troisième trimestre 2014. Elle a surtout été freinée par la demande intérieure. Les exportations continuent de croître à un rythme modéré. La pression exercée sur les marges s'est légèrement renforcée; dans l'ensemble, celles-ci restent quelque peu inférieures au niveau considéré comme habituel, notamment dans l'industrie.

Même si l'incertitude s'est accentuée en raison des risques géopolitiques et de certains développements politiques en Suisse dont les retombées sont difficiles à évaluer, les interlocuteurs continuent de se montrer prudemment optimistes dans l'évaluation des perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels pour les prochains mois. Depuis le début de l'année, on constate néanmoins que cet optimisme s'est quelque peu atténué. D'une façon générale, les entreprises font toujours preuve de réserve tant au niveau des plans de recrutement que des plans d'investissement.

Industrie: affaiblissement de la dynamique

Dans l'industrie manufacturière, la marche des affaires a été moins dynamique qu'au trimestre précédent. Les chiffres d'affaires en termes réels ont augmenté dans environ 40% des entreprises (contre près de 50% au trimestre précédent).

Dans l'industrie des machines et des matières plastiques, l'activité a stagné. Parmi les branches qui continuent d'enregistrer une bonne marche des affaires figurent les producteurs de denrées alimentaires, la chimie, l'industrie pharmaceutique ainsi que les fabricants d'équipements électriques et d'instruments de précision.

La demande intérieure a quelque peu fléchi. Sur le plan des exportations, plusieurs régions jouent un rôle moteur, avec toutefois des différences selon les branches. Les Etats-Unis, les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) ainsi que les pays d'Asie et d'Océanie font partie des débouchés affichant une dynamique attrayante. Pour ce qui est de l'Europe, la demande en provenance d'Allemagne et du Royaume-Uni, notamment, s'est maintenue à un bon niveau, même si elle a légèrement faibli en comparaison trimestrielle. Les impulsions venant d'Espagne se multiplient. Si l'on considère la répartition des exportations par branches, les constructeurs automobiles et les technologies médicales génèrent une demande toujours aussi vigoureuse.

Construction: ralentissement

Dans la construction, la dynamique s'est ralentie. Les chiffres d'affaires affichent toujours une hausse relativement marquée dans le bâtiment – en particulier dans la construction de logements – tandis qu'ils sont restés stables dans le génie civil et le second œuvre.

Services: stabilité

Dans les services, les chiffres d'affaires se sont plus ou moins maintenus au niveau enregistré le trimestre précédent. Ils ont été plus élevés pour un tiers des entreprises interrogées et ont stagné pour 45% d'entre elles.

La marche des affaires a été relativement dynamique dans les banques, les technologies de l'information, le secteur du voyage et dans certaines branches de l'hôtellerie. L'évolution favorable constatée dans l'hôtellerie est surtout attribuable aux hôtels urbains. Le tourisme d'affaires fournit des impulsions considérables. Le nombre de voyageurs en provenance des Etats-Unis et des pays arabes est élevé. Néanmoins, cette évolution positive s'explique en partie par la faiblesse de la marche des affaires au trimestre précédent.

Les transports, le commerce de détail et les restaurants font notamment partie des branches ayant enregistré des chiffres d'affaires inférieurs à ceux du trimestre précédent. Dans les régions de montagne, les conditions

météorologiques ont eu des répercussions fortement négatives sur le tourisme. Les représentants du commerce de détail sont toujours nombreux à souligner les conséquences notables du tournant structurel vers une augmentation de la part du commerce en ligne, tournant qui se traduit par une plus forte sensibilité aux prix de la part de la clientèle. Certains ont en outre évoqué une recrudescence du tourisme d'achat, due à l'assouplissement des conditions d'importation.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Dans l'ensemble, les capacités de production sont légèrement sous-utilisées, mais de grandes disparités subsistent entre les secteurs.

Dans l'industrie manufacturière, les représentants de presque toutes les branches ont jugé l'utilisation des capacités globalement un peu plus faible qu'à l'accoutumée. Les entreprises disposent donc de réserves considérables pour réagir à un éventuel afflux de demande. Les représentants de l'industrie chimique et les fabricants d'instruments de précision indiquent une légère surutilisation de leurs capacités de production.

L'utilisation des capacités techniques dans la construction a été, dans l'ensemble, plutôt supérieure à la moyenne, ce qui s'explique surtout par un taux d'utilisation assez élevé dans le bâtiment et le génie civil. Les carnets de commandes restent bien remplis.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire essentiellement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités de transport – a été dans l'ensemble légèrement sous-utilisée. L'utilisation des capacités a été plutôt faible notamment dans les entreprises de transport, les restaurants, les agences de publicité et le commerce de détail. En ce qui concerne les remontées mécaniques, les conditions météorologiques défavorables ont eu un impact négatif sur les excursions à la journée. Le commerce de gros et les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, en revanche, ont fait état d'un taux d'utilisation plutôt élevé. Dans le secteur financier, l'utilisation des capacités de production a été normale.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Besoins en personnel toujours stables

Dans l'ensemble, les effectifs ont été conformes aux besoins; la demande de main-d'œuvre est donc restée inchangée, alors qu'elle avait enregistré une légère augmentation au trimestre précédent. Cette évolution traduit une prudence accrue. Des différences considérables subsistent d'une branche à l'autre quant à l'adéquation des effectifs. Les interlocuteurs n'ont pas évoqué de mesures de politique du personnel.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs ont été qualifiés de conformes aux besoins. Seuls le secteur des instruments de précision, l'industrie pharmaceutique et

l'industrie de la transformation des métaux ont signalé des effectifs un peu trop faibles.

Dans la construction, des représentants isolés du second œuvre ont mentionné des effectifs plutôt trop bas; ceux du bâtiment et du génie civil ont fait état d'effectifs appropriés, mais ont recouru à du personnel temporaire pour absorber les pics d'activité. Dans les services, les effectifs se sont avérés trop faibles pour certaines entreprises du secteur des technologies de l'information. Le commerce de détail enregistre un léger sureffectif.

Dans l'ensemble, les entreprises ont considéré que le recrutement a nécessité un peu plus d'efforts et de temps qu'à l'accoutumée, mais cela principalement en raison d'une légère aggravation du manque de personnel qualifié; les ingénieurs, les chimistes, les chefs de chantier et les artisans qualifiés comptent parmi les spécialistes les plus recherchés. De nombreuses entreprises continuent à recevoir un nombre élevé, voire très élevé, de candidatures spontanées, en particulier dans les régions frontalières. La proportion de demandeurs d'emploi correspondant au profil recherché s'avère très faible, et le temps consacré à la sélection des candidatures est en augmentation. Quelques entreprises ont constaté que l'origine géographique des frontaliers s'est encore élargie. Certaines catégories professionnelles sont cependant introuvables même dans les régions frontalières.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Marges légèrement réduites

Dans l'ensemble, les marges ont été jugées légèrement plus faibles que d'ordinaire par environ 45% des entreprises interrogées, tandis que 35% d'entre elles indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel.

Les représentants de presque toutes les branches de l'industrie manufacturière ont fait état de marges bénéficiaires plus modestes qu'à l'accoutumée. Cette évolution concerne surtout la métallurgie, l'industrie des machines, l'industrie des matières plastiques ainsi que les fabricants d'équipements électriques et d'appareils de précision. Dans l'industrie chimique et pharmaceutique, la situation a été jugée normale. Les entreprises industrielles s'attendent à des prix d'achat stables et à des prix de vente en légère baisse pour les prochains mois.

Dans la construction, les entrepreneurs interrogés ont signalé des marges normales dans l'ensemble. Elles ont été un peu plus confortables dans le second œuvre et légèrement inférieures à la moyenne dans le génie civil. Pour les mois à venir, les représentants de ces branches s'attendent à une stagnation des prix d'achat des matières premières et à une baisse des prix de la construction.

Dans les services, les entreprises ont de nouveau estimé leurs marges globalement plus faibles qu'à l'accoutumée. Les transports, la construction automobile, les

technologies de l'information, les banques et les bureaux d'architectes, notamment, ont été confrontés à des marges basses. De nombreux représentants des banques ont avancé les coûts de mise en œuvre des réglementations comme principale cause de cette évolution, en plus de la faiblesse persistante des taux d'intérêt. La marge d'intérêt a néanmoins légèrement augmenté. Le commerce de détail a enregistré des marges normales.

D'une manière générale, le thème des taux de change a été abordé un peu plus souvent par les interlocuteurs. Dans les trois secteurs, les entreprises continuent d'apprécier la stabilité du cours de change entre le franc et l'euro. Par contre, la dépréciation du yen et d'autres monnaies est une source de préoccupation pour les entrepreneurs exposés au risque de change sur ces monnaies.

PERSPECTIVES

Persistance d'un optimisme prudent

Bien qu'une légère accentuation de l'incertitude soit observée actuellement, les entreprises demeurent confiantes quant à la marche de leurs affaires au cours des prochains mois. Depuis le début de l'année, cet optimisme s'érode toutefois à vue d'œil. Dans toutes les branches à l'exception de l'hôtellerie, les entreprises escomptent une augmentation modérée des chiffres d'affaires dans les six mois à venir. Par contre, le secteur de la construction se prépare petit à petit à un ralentissement de l'activité.

Les plans d'embauche des interlocuteurs prévoient un très léger renforcement des effectifs pour cette même période. Cela concerne notamment le secteur de l'industrie, et plus précisément la chimie, la pharmacie, la métallurgie et la fabrication d'instruments de précision. Les plans d'investissement restent modestes eux aussi; pour les douze prochains mois, seule une hausse minime des dépenses est attendue, tant pour les investissements en biens d'équipement que pour les investissements en constructions.

Parmi les préoccupations majeures des interlocuteurs figurent toujours la possible altération des conditions générales en Suisse, qui fait suite à un grand nombre d'interventions et de développements politiques, la densité croissante des réglementations et l'augmentation de la bureaucratie. L'accentuation des risques géopolitiques tend également à renforcer l'incertitude actuelle.

INITIATIVE CONTRE L'IMMIGRATION DE MASSE: CONSÉQUENCES ET RÉACTIONS DES ENTREPRISES

Dans le cadre de l'enquête effectuée auprès des entreprises au troisième trimestre 2014, les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale et leurs interlocuteurs ont approfondi le thème de l'acceptation de l'initiative contre l'immigration de masse, comme au trimestre précédent. Les entrepreneurs ont évalué les implications de l'initiative pour leur propre entreprise et pour l'économie suisse en général.

D'après les réponses obtenues, l'incertitude a augmenté sensiblement pour les entreprises du fait de l'acceptation de l'initiative. Ainsi, elle s'est accentuée pour 43% des interlocuteurs, que ce soit légèrement (27%) ou fortement (16%), ce qui représente une légère progression par rapport au deuxième trimestre. Elle est restée inchangée pour 57% d'entre eux.

Etant donné que la mise en œuvre de l'initiative n'est pas encore claire, la grande majorité des entreprises n'a toutefois pas adopté de mesures d'emploi ou d'investissement jusqu'ici.

Les interlocuteurs qui prévoient un impact négatif pour leur entreprise appréhendent surtout un recrutement plus difficile. Ils redoutent en second lieu que la baisse de l'immigration n'entraîne une réduction de la base de clientèle. Les craintes d'une hausse des coûts salariaux, d'un accroissement des difficultés d'accès aux marchés et d'une augmentation des entraves à l'exportation de la part de l'UE ne sont pas non plus insignifiantes.

Un peu plus de la moitié des interlocuteurs estiment que l'acceptation de l'initiative aura à moyen et à long terme un impact économique négatif pour leur entreprise, et environ 70% tablent sur des conséquences négatives pour la Suisse dans son ensemble.

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.

<p>Lors de l'examen du 18 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre immédiatement des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%-0,25%. Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires.</p>	<p>Septembre 2014</p>
<p>Lors de l'examen du 19 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%-0,25%. Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait s'accroître de nouveau.</p>	<p>Juin 2014</p>
<p>Lors de l'examen du 20 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle reste prête à acheter des devises en quantité illimitée si cela s'avère nécessaire pour faire prévaloir ce cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%-0,25%. Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant déjà proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait s'accroître de nouveau.</p>	<p>Mars 2014</p>
<p>Le 22 janvier, le Conseil fédéral relève, sur proposition de la BNS, le volant anticyclique de fonds propres. Il réagit par cette mesure aux déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier, qui ont continué de s'accroître depuis l'introduction de cet instrument en février 2013. Le volant anticyclique de fonds propres se monte désormais à 2% (contre 1% jusqu'alors) des prêts hypothécaires, pondérés en fonction des risques, servant à financer l'immobilier résidentiel en Suisse. Les banques concernées devront détenir un tel volant à compter du 30 juin 2014.</p>	<p>Janvier 2014</p>
<p>Lors de l'examen du 12 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle reste prête à acheter des devises en quantité illimitée si cela s'avère nécessaire pour faire prévaloir ce cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%-0,25%. Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant déjà proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait s'accroître de nouveau.</p>	<p>Décembre 2013</p>
<p>Le 31 octobre, la BNS convertit, conjointement avec la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque du Japon et la Réserve fédérale des Etats-Unis leurs accords de swap bilatéraux temporaires en accords permanents. Ces accords permettent à la BNS d'approvisionner en francs, si nécessaire, les banques centrales participantes, mais également de fournir aux banques suisses, en cas de besoin, des liquidités dans les monnaies concernées. La BNS entend approvisionner le marché jusqu'à nouvel avis en dollars des Etats-Unis, au moyen de pensions de titres portant sur des durées d'une semaine et de trois mois.</p>	<p>Octobre 2013</p>

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale, CH-8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:
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

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



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français: www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand: www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais: www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
italien (Tendances conjoncturelles): www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale

Internet

www.snb.ch

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.

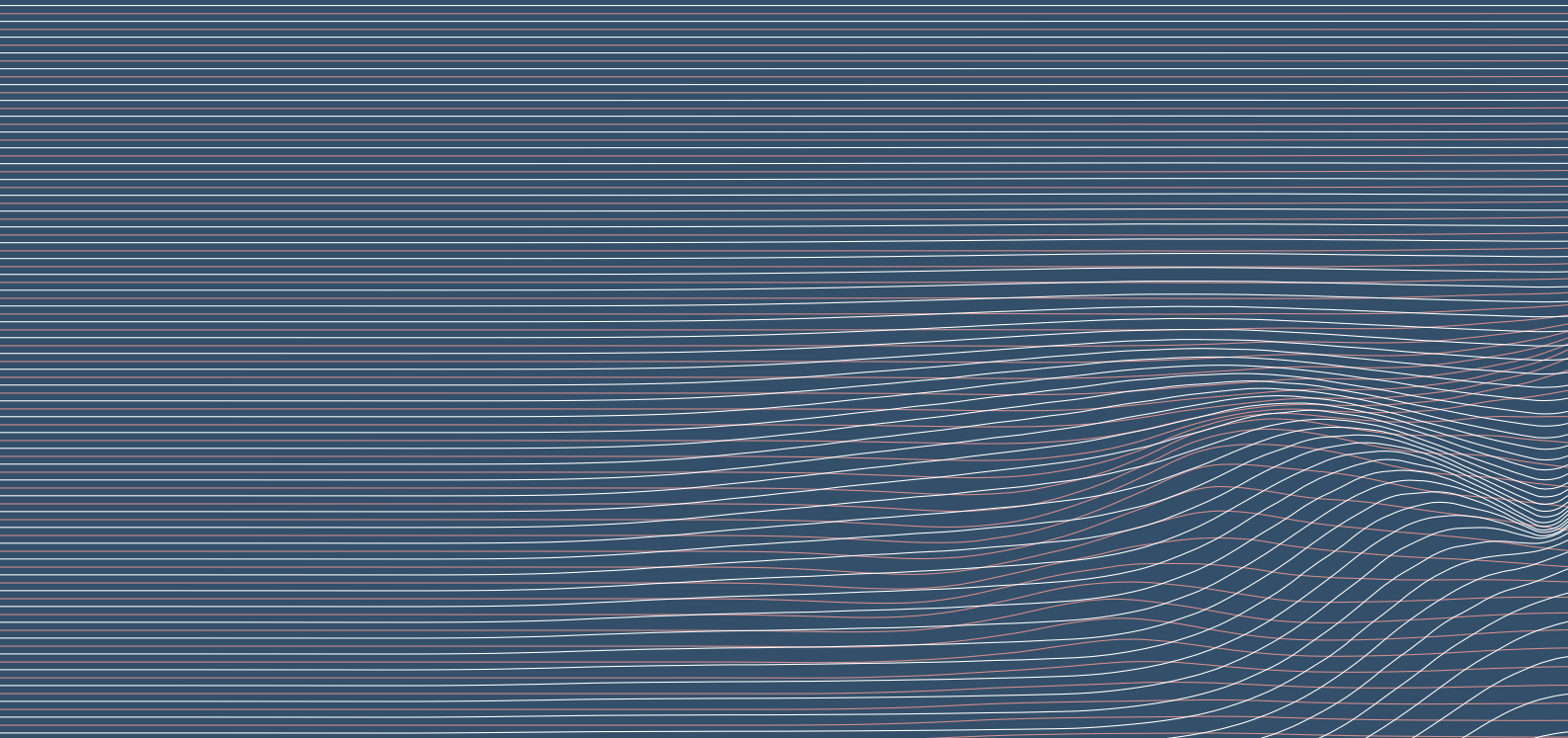
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2014



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

