

Bulletin trimestriel
4/2014 Décembre

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



Bulletin trimestriel 4/2014 Décembre

32^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 11 décembre 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
Remerciements	34
Chronique monétaire	38

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de décembre 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 11 décembre 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 11 décembre 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 11 décembre 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 risques de déflation se sont de nouveau accrus, et le franc demeure à un niveau élevé. 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. Le Libor à trois mois s'inscrivant à zéro, le cours plancher constitue l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires. La BNS prendra immédiatement des mesures supplémentaires en cas de besoin.

La BNS a de nouveau corrigé vers le bas sa prévision d'inflation conditionnelle par rapport à celle de septembre. Le renchérissement passe dans la zone négative durant les quatre prochains trimestres, principalement en raison du recul sensible des cours du pétrole. A moyen et à long terme, la persistance du bas niveau de l'inflation à l'échelle mondiale et le nouvel affaiblissement des perspectives conjoncturelles dans la zone euro freinent le renchérissement en Suisse. Pour 2014, la BNS a abaissé

sa prévision d'inflation de 0,1 point pour l'établir à 0,0%. En 2015, l'inflation prévue devient même négative et s'inscrit à -0,1%. Une légère reprise de l'inflation n'est attendue qu'en 2016, avec un taux de 0,3%. Cela correspond à une révision à la baisse de 0,3 point pour 2015, et de 0,2 point pour 2016. Ces prévisions reposent sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0% pendant les trois prochaines années et d'un affaiblissement du franc.

L'évolution de l'économie mondiale demeure contrastée. Alors que les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Chine ont affiché une croissance robuste au troisième trimestre, la dynamique a été plus faible que prévu dans la zone euro et au Japon. La BNS table sur une consolidation progressive de la croissance au niveau international courant 2015. Le repli marqué des cours du pétrole devrait y contribuer. Cependant, les perspectives restent très hétérogènes selon les pays. Elles devraient se présenter sous un jour favorable aux Etats-Unis, mais demeurent très modérées dans la zone euro.

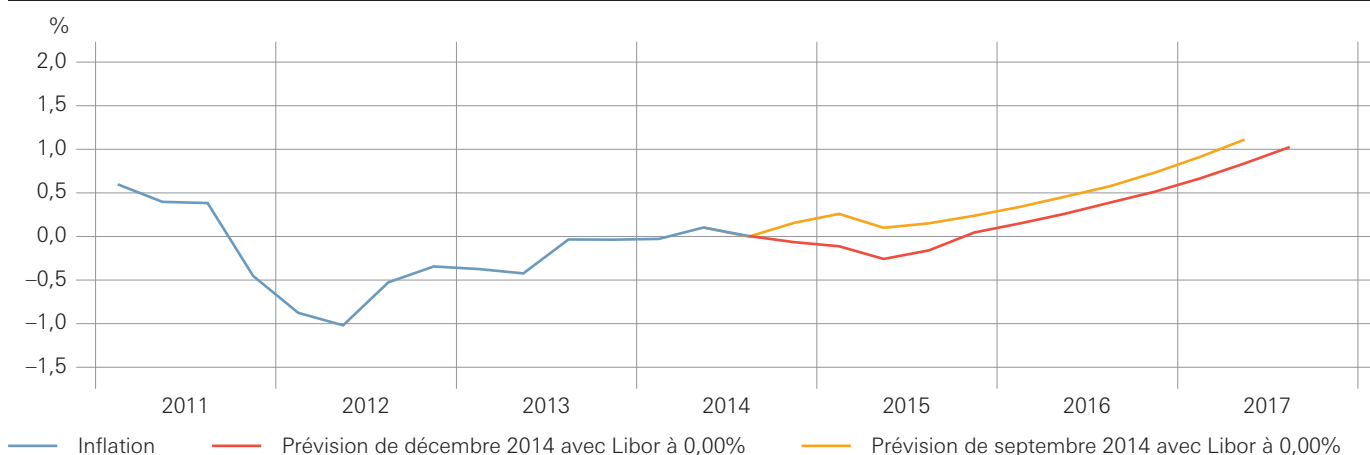
Dans l'ensemble, le contexte économique international continue de se caractériser par des risques de dégradation, notamment du fait de la persistance des difficultés dans la zone euro et d'un possible durcissement des tensions géopolitiques.

En Suisse, la croissance du produit intérieur brut (PIB) en termes réels a positivement surpris au troisième trimestre, après un deuxième trimestre médiocre. Les exportations de biens, notamment, ont contribué à stimuler la demande, la dynamique étant par contre demeurée faible du côté des investissements en biens d'équipement. En outre, la croissance au troisième trimestre est due en partie à des facteurs spéciaux. L'utilisation des capacités de

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2014

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



Source: BNS.

production reste par ailleurs insatisfaisante. Au quatrième trimestre, la croissance devrait de nouveau s'avérer sensiblement plus faible. Les chiffres des trimestres précédents ayant été corrigés à la hausse en raison de la révision complète des Comptes nationaux, la croissance du PIB en 2014 devrait s'inscrire à 1,5%-2%, soit à un niveau un peu plus élevé que dans la prévision de septembre. Toutefois, la dynamique conjoncturelle sous-jacente est demeurée inchangée. Pour 2015, la BNS escompte une croissance d'environ 2%. La sous-utilisation des capacités de production ne devrait donc s'améliorer que lentement.

La croissance des prêts hypothécaires a encore fléchi au troisième trimestre. Dans le même temps, les prix immobiliers ont continué d'augmenter. Néanmoins, comme déjà en 2013, cette dynamique est restée plus faible que les années précédentes. Les déséquilibres qui se sont formés sur ces marchés au cours des dernières années demeurent cependant élevés. La BNS observe attentivement l'évolution de la situation et examine régulièrement s'il convient d'adapter le niveau du volant anticyclique de fonds propres.

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, DÉCEMBRE 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	0,0				0,2	-0,7	-0,2

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 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 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
Prévision de décembre 2014, avec Libor à 0,00%					-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0			0,0	-0,1	0,3

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

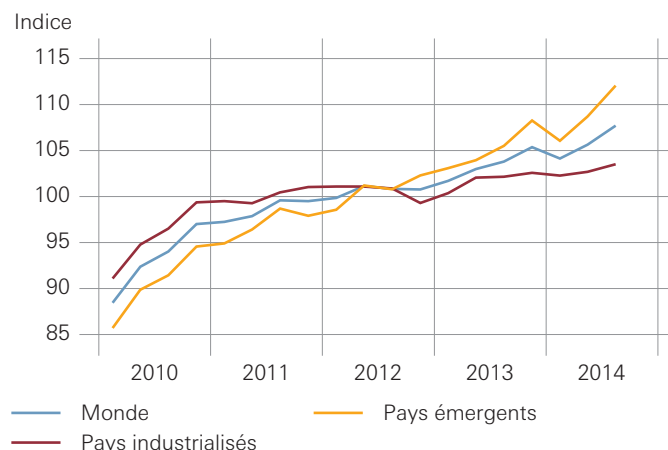
L'évolution de l'économie mondiale demeure contrastée. Alors que les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Chine ont affiché une croissance robuste au troisième trimestre, la dynamique a déçu les attentes dans la zone euro. Même l'Allemagne n'a enregistré qu'une progression très modeste. Au Japon, la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) a entraîné un recul sensible du PIB.

La conjoncture mondiale devrait s'affermir progressivement au cours de l'année 2015. Le repli marqué des cours du pétrole devrait également y contribuer. Cependant, les perspectives restent très différentes selon les pays. La BNS pense que la croissance robuste aux Etats-Unis et au Royaume-Uni conduira peu à peu à une meilleure utilisation des capacités de production. La zone euro n'a montré jusqu'à présent aucun signe de reprise notable, et les autres perspectives de croissance se sont encore dégradées. Même les pays émergents présentent une grande hétérogénéité. La Chine continue de soutenir l'économie mondiale, mais sa croissance devrait faiblir peu à peu. En Inde, les perspectives de croissance redeviennent plus favorables grâce aux réformes économiques prévues, alors qu'elles sont toujours mitigées au Brésil et en Russie.

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

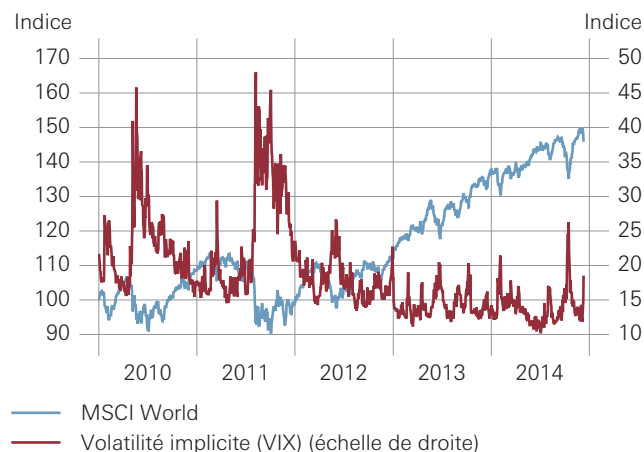


Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

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	5,4	4,0	3,1	3,2	3,3	3,9
Etats-Unis	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	3,6
Zone euro	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,1
Japon	4,7	-0,4	1,7	1,6	0,4	0,9
Prix du baril de pétrole en USD ²						
	79,6	111,4	111,7	108,7	101,0	84,0

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

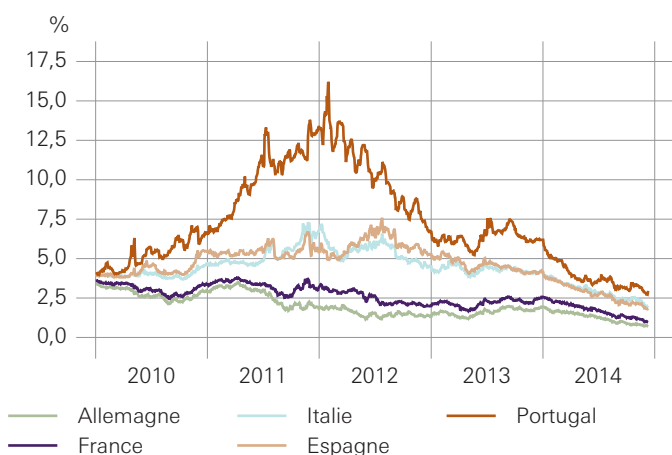


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

Les perspectives restent très incertaines pour l'économie mondiale. Les principaux facteurs de risque consistent en la persistance des difficultés dans la zone euro et en un possible durcissement des tensions géopolitiques.

Dans les pays industrialisés, l'inflation s'est maintenue en dessous des valeurs visées par les banques centrales. Elle n'est même qu'à peine positive dans la zone euro. Le recul des prix des matières premières, notamment du pétrole, devrait continuer, à court terme, de freiner l'inflation dans ces pays. Le renchérissement devrait cependant se raffermir au cours de l'année 2015 en raison de l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production.

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 États-Unis. Elle part d'un prix de 84 dollars des États-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,26 dollar pour 1 euro.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

La volatilité a caractérisé les marchés financiers depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre. Les inquiétudes relatives à l'évolution conjoncturelle mondiale ont dans un premier temps fortement affecté les marchés des actions, mais les pertes subies ont ensuite été compensées à partir de la mi-octobre (voir graphique 2.2). Soutenu par la baisse des prix des matières premières, l'indice des actions américaines S&P 500 a affiché un nouveau record, et l'indice japonais Nikkei a atteint son niveau le plus élevé des sept dernières années, principalement en raison de la dépréciation notable du yen. L'indice de volatilité afférant aux actions américaines (VIX), qui est calculé d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a diminué en novembre après une forte et courte hausse le mois précédent. Les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont eu tendance à fléchir au niveau mondial, atteignant parfois de nouveaux plateaux en Europe (voir graphiques 2.3 et 2.4). Les évolutions divergentes de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro ont contribué, en valeurs pondérées par le commerce extérieur, à une appréciation du dollar et à une nouvelle dépréciation de l'euro. Le yen a également faibli après que la Banque du Japon a encore assoupli sa politique monétaire (voir graphique 2.5).

Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont diminué (voir graphique 2.6). Ceux du pétrole ont atteint leur niveau le plus bas depuis quatre ans en raison, à la fois, d'une offre croissante et d'une demande modeste. Les prix des denrées alimentaires ont eux aussi reculé, alors que ceux des métaux industriels sensibles à la conjoncture ont eu tendance à stagner.

ÉTATS-UNIS

Les Etats-Unis ont de nouveau présenté des signes conjoncturels positifs. Le PIB a progressé de 3,9% au troisième trimestre, après une augmentation de 4,6% durant la période précédente (voir graphique 2.7). La hausse de l'emploi est demeurée solide, et le taux de chômage a continué de baisser (voir graphique 2.10). Néanmoins, les capacités de production demeurent dans l'ensemble sous-utilisées malgré l'évolution conjoncturelle favorable. S'élevant à 5,8% en novembre, le taux de chômage est encore nettement supérieur à son niveau le plus bas de 2007, soit avant le début de la crise économique et financière. De plus, le taux de participation au marché du travail de la population en âge de travailler a reculé davantage que ne le laissait prévoir l'évolution démographique.

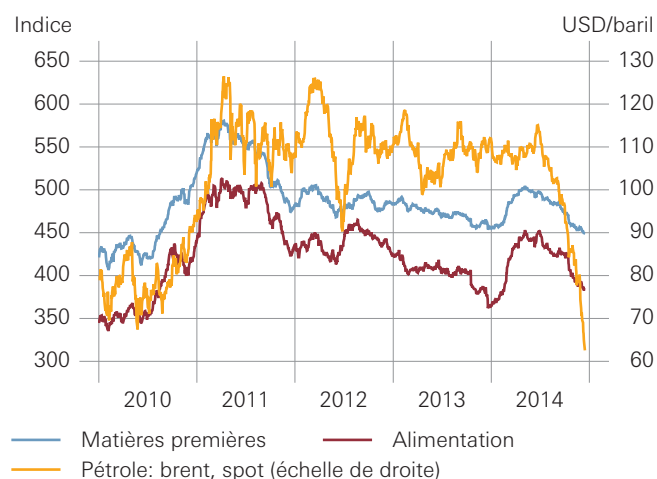
Le recul significatif du prix du pétrole devrait soutenir la croissance ces prochains trimestres et compenser largement les effets négatifs de l'appréciation du dollar. La baisse du prix de l'essence a suscité un nouveau regain de confiance chez les consommateurs et devrait stimuler la consommation. De plus, la politique monétaire, qui demeure expansionniste, et une politique budgétaire moins restrictive fournissent des impulsions positives. La BNS table sur une croissance économique de 2,2% en 2014 et de 3,6% en 2015 (voir tableau 2.1). Les perspectives de croissance sont légèrement plus élevées qu'il y a trois mois en raison du fléchissement du prix du pétrole et de la révision des données relatives au PIB.

La hausse des prix à la consommation était stable ces derniers mois et s'élevait à 1,7% en octobre (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est, elle aussi, demeurée presque inchangée, à 1,8% (voir graphique 2.12). Le renchérissement devrait fléchir dans les prochains mois en raison de la baisse du prix du pétrole. Restée très faible pendant une période prolongée, l'inflation salariale a cependant de nouveau légèrement progressé ces derniers temps.

Conformément aux attentes, la Réserve fédérale (Fed) a achevé son programme d'achat de titres fin octobre, compte tenu des progrès enregistrés sur le marché du travail. Elle n'étendra donc plus son bilan, mais continuera jusqu'à nouvel ordre à réinvestir les remboursements des emprunts arrivant à terme. Depuis décembre 2008, la marge de fluctuation du taux directeur est maintenue à 0%-0,25% (voir graphique 2.13). La Fed estime que le premier relèvement de taux ne devrait pas intervenir avant un certain temps et que les taux d'intérêt devraient continuer à s'inscrire à un niveau plus bas que d'ordinaire, même si elle devait atteindre ses objectifs de politique monétaire, à savoir la stabilité des prix et le plein emploi.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

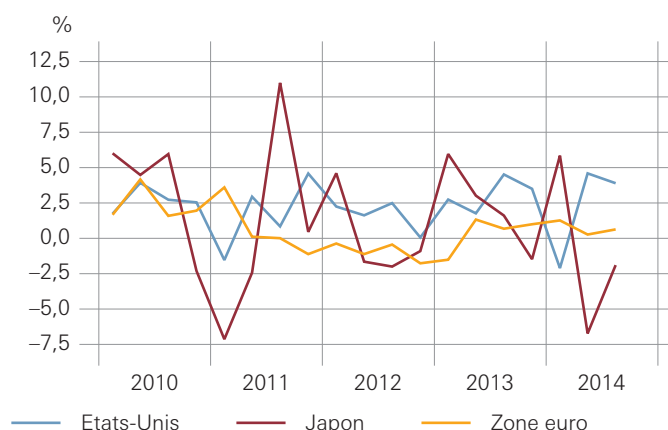


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

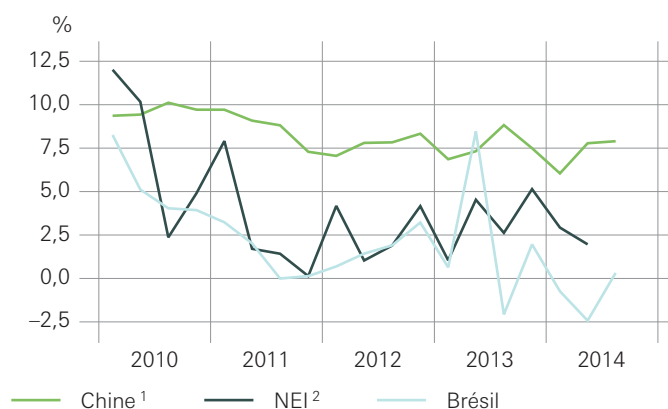


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

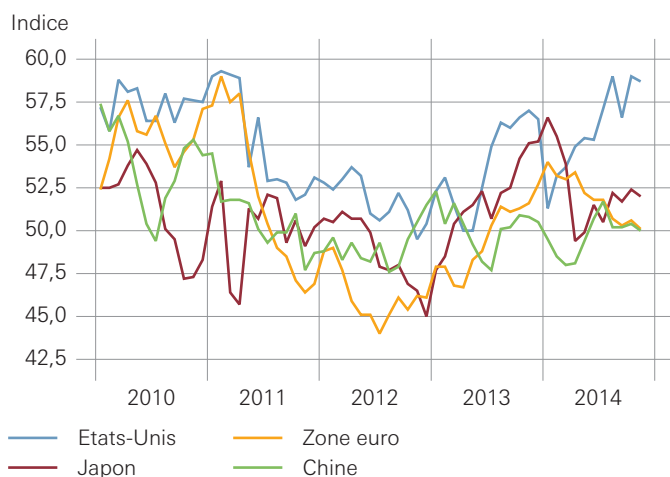
Variation par rapport à la période précédente



1 Estimation BNS.

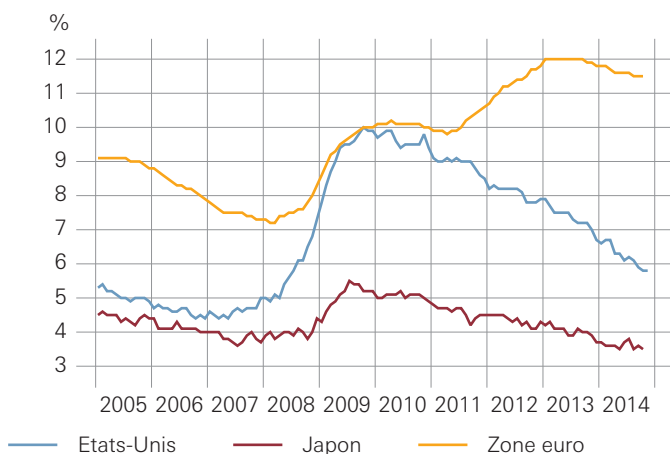
2 Pondération PPA (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour).

Source: Thomson Reuters Datastream.

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

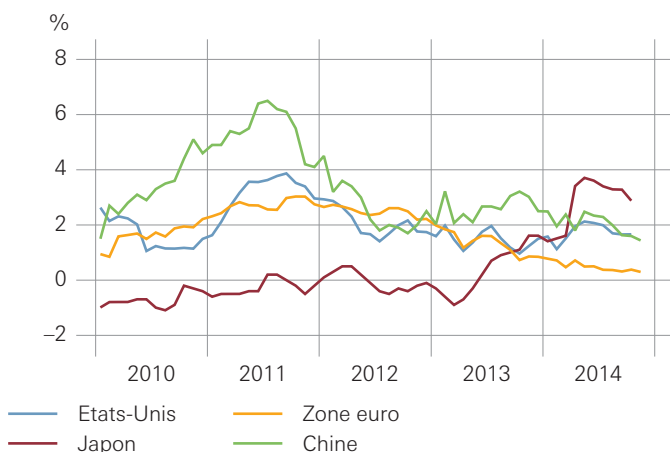
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

L'évolution économique est demeurée très faible dans la zone euro. Le PIB a augmenté d'à peine 0,6% au troisième trimestre (voir graphique 2.7). La création de valeur s'est certes raffermie dans le secteur tertiaire et dans l'industrie, mais l'activité a fléchi dans la construction. Les investissements ont continué à reculer. La conjoncture est restée atone dans la plupart des Etats membres: l'Allemagne a pratiquement stagné, décevant de nouveau les attentes, tandis que la récession s'est poursuivie en Italie. Le taux de chômage s'est maintenu à 11,5% dans la zone euro (voir graphique 2.10).

Les perspectives de croissance pour la zone euro se sont encore dégradées depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Les efforts entrepris en vue de réaliser des économies, tant dans le secteur public que privé, et le chômage élevé continuent de peser sur la demande intérieure. De plus, l'enlisement du conflit en Ukraine et l'évolution conjoncturelle modeste dans certains pays émergents atténuent les attentes en matière d'exportation. Il ne faut donc pas compter sur une reprise rapide des investissements. La baisse des prix de l'énergie devrait soutenir un peu la consommation privée. Par ailleurs, les récentes mesures de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et un euro plus faible devraient légèrement stimuler la croissance. L'incertitude liée à la solidité du système bancaire devrait, en outre, avoir baissé en raison de la clôture de l'examen des banques par la BCE et de la centralisation de la surveillance bancaire sous son égide. 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 1,1% en 2015.

Le renchérissement des prix à la consommation est à peine positif (0,3% en novembre; voir graphique 2.11) et dès lors nettement inférieur à l'objectif poursuivi par la BCE, soit un peu moins de 2%. L'inflation sous-jacente a stagné à 0,7% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation déterminées lors d'enquêtes et sur les marchés financiers sont également demeurées faibles.

La BCE a maintenu ses taux directeurs à un niveau inchangé (voir graphique 2.13). En novembre, elle a commencé à mettre en œuvre le programme d'achat de titres annoncé en septembre pour les obligations sécurisées (*covered bonds*) et les créances titrisées (*asset-backed securities* ou ABS). Elle compte aller vers un accroissement du bilan de l'Eurosystème, le portant à quelque 3 000 milliards d'euros (environ 30% du PIB). Début 2015, la politique monétaire devrait toutefois être réexaminée et, si nécessaire, adaptée.

JAPON

Au Japon, les espoirs d'une reprise rapide de la croissance ont été déçus. Après une évolution déjà faible au premier semestre en raison du relèvement de la TVA au 1^{er} avril, le

PIB a, contre toute attente, reculé de 1,9% au troisième trimestre (voir graphique 2.7). La demande privée a de nouveau fléchi, tandis que la demande publique a légèrement progressé. Dans l'ensemble, le PIB est inférieur de 1,3% à son niveau de la même période de l'année précédente.

Il faut compter sur un effet de rattrapage ces prochains trimestres. Les exportations et la production industrielle ont récemment progressé de manière notable. De plus, les ménages devraient de nouveau dépenser davantage, après que les conditions météorologiques exceptionnelles ont atténué la demande au cours de l'été. Les dépenses publiques, la récente dépréciation du yen et la baisse du prix du pétrole devraient également stimuler la conjoncture. Par ailleurs, il a été décidé en novembre de reporter à avril 2017 la hausse de la TVA initialement prévue pour octobre 2015. Cela devrait réduire le risque d'un nouveau ralentissement conjoncturel l'année prochaine. Compte tenu de l'évolution étonnamment faible au troisième trimestre, la BNS a abaissé ses prévisions de croissance pour 2014, mais ne les a pas modifiées pour 2015.

La hausse des prix à la consommation au Japon a légèrement ralenti ces derniers mois. En octobre, le renchérissement annuel s'établissait à 2,9% (voir graphique 2.11). Il reste inférieur à 1% si l'on exclut l'effet estimé de la TVA et celui des prix volatils de biens et services. Il devrait encore provisoirement diminuer en raison d'effets de base négatifs et de la baisse des prix de l'énergie. Les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné ces derniers mois, restant en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon.

Cette dernière a de nouveau assoupli sa politique monétaire fin octobre. L'acquisition supplémentaire d'obligations d'Etat japonaises à long terme devrait accroître la base monétaire de 80 000 milliards de yens par an (environ 17% du PIB). Jusqu'à présent, un rythme annuel de 60 000 à 70 000 milliards de yens était visé (voir graphique 2.14). Cette mesure doit contribuer à soutenir les anticipations d'inflation et à relever l'inflation à 2% dans un délai raisonnable.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

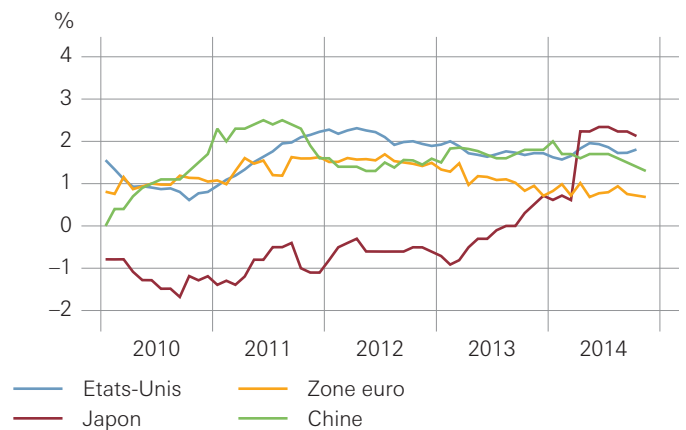
Dans les économies émergentes, la conjoncture a poursuivi son évolution contrastée. La Chine a encore enregistré une solide progression au troisième trimestre, notamment grâce aux dépenses publiques d'infrastructure et aux mesures de soutien sur le marché immobilier (voir graphique 2.8). La demande totale s'est affermie en Inde, alors que la dynamique de croissance est restée faible au Brésil.

Les perspectives de croissance sont modérées pour les trimestres à venir. La Chine est sur la voie d'une croissance plus durable, mais également plus faible. Son marché immobilier continue de présenter des risques de

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

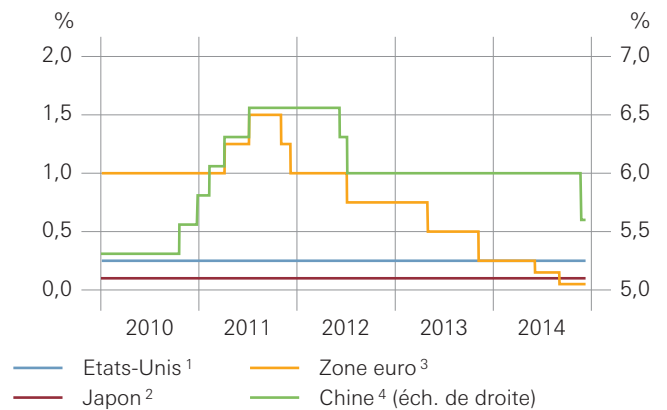
Variation par rapport à l'année précédente



¹ Hors alimentation et énergie.
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

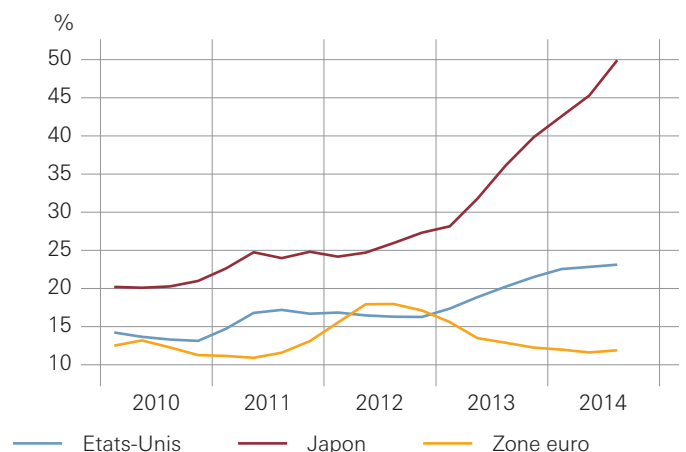


¹ Taux des fonds fédéraux. ³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.
² Taux cible au jour le jour. ⁴ Taux des prêts à 1 an.
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

dégradation. En Inde, les réformes économiques prévues devraient fournir des impulsions positives. En revanche, les perspectives restent modestes pour le Brésil en raison d'une politique monétaire rigoureuse et d'une situation budgétaire précaire. En Russie, les sanctions économiques et la baisse du prix du pétrole devraient affecter la croissance.

Eu égard à la situation conjoncturelle divergente, l'inflation a également évolué de manière disparate dans les économies émergentes. En Chine, elle est demeurée sensiblement inférieure à l'objectif poursuivi par la banque centrale à cause de la persistance des surcapacités, d'une devise forte et d'une diminution des prix des matières premières. Cependant, le renchérissement est resté exceptionnellement élevé au Brésil et en Russie. Il a par contre nettement fléchi en Inde à la suite du recul des prix des denrées alimentaires.

En conséquence, chacun de ces pays a opté pour une politique monétaire différente: la Chine a abaissé ses taux directeurs pour soutenir la croissance économique (voir graphique 2.13), tandis que la Russie et le Brésil les ont de nouveau relevés pour combattre l'inflation et la dépréciation de leur monnaie respective.

3 Evolution économique en Suisse

Après avoir faiblement progressé au deuxième trimestre, le PIB en Suisse a connu une évolution étonnamment positive au troisième trimestre. Du côté de la demande, la croissance a surtout été portée par les exportations de biens. La consommation privée et publique, modérée au premier semestre, a également connu un regain de vigueur, tandis que les investissements en biens d'équipement sont restés atones.

L'écart de production négatif s'est ainsi légèrement réduit. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est toutefois demeuré inférieur à la moyenne. L'emploi a connu une évolution positive et le taux de chômage a affiché un léger recul.

La BNS table sur un sensible ralentissement de la croissance du PIB au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année en cours, la progression du PIB devrait être légèrement supérieure aux prévisions du mois de septembre, avec des valeurs comprises entre 1,5% et 2%. Cette évolution est due au résultat étonnamment positif enregistré au troisième trimestre et à la révision des données des trimestres précédents résultant du passage à de nouvelles normes pour l'établissement des Comptes nationaux (CN, voir encadré page 16). Pour 2015, la BNS s'attend à une croissance du PIB d'environ 2%. La sous-utilisation des capacités de production observée actuellement ne devrait se réduire que lentement. Egalement en ce qui concerne le marché du travail, la BNS n'escompte qu'une reprise modérée.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

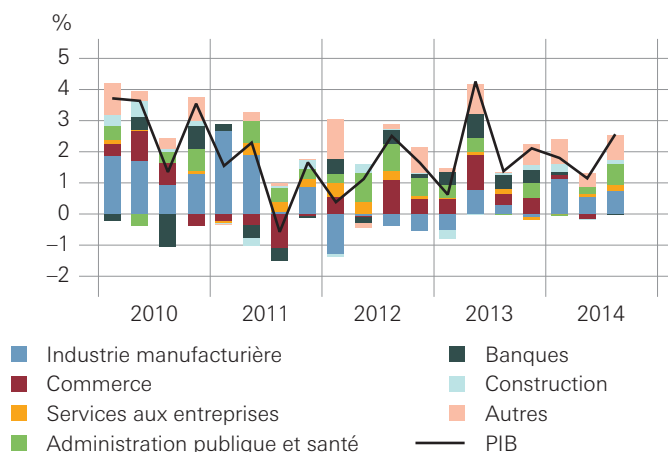
Croissance robuste

Presque toutes les branches ont connu une évolution positive au troisième trimestre (voir graphique 3.1). La création de valeur a continué de progresser dans l'industrie manufacturière et a crû plus fortement qu'à l'accoutumée dans le domaine de la santé. Elle n'est restée légèrement inférieure à son niveau du trimestre précédent que dans le commerce et le secteur bancaire.

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

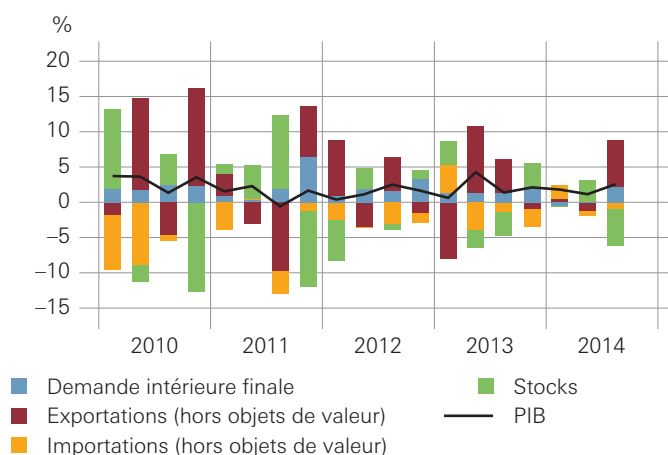


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

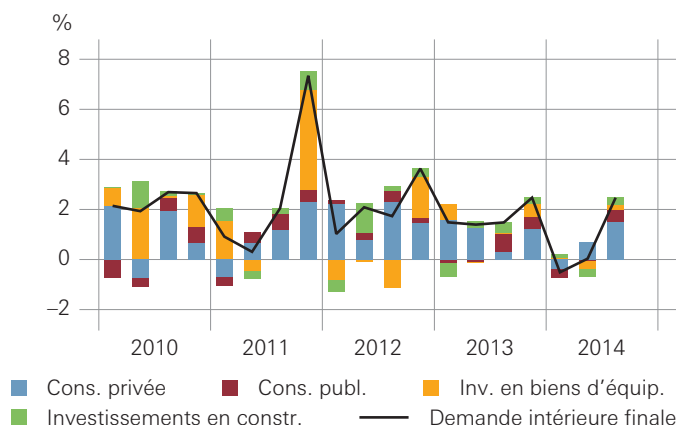


Source: SECO.

Graphique 3.3

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Evolution dynamique du commerce extérieur

Après avoir enregistré une progression modeste au premier semestre, les exportations de biens et de services se sont fortement accrues au troisième trimestre. Les produits chimiques et pharmaceutiques ainsi que les instruments de précision et l'horlogerie ont largement contribué à cette évolution, mais les exportations ont également augmenté dans de nombreuses autres branches. Les principales impulsions sont venues de la demande en provenance des Etats-Unis, d'Asie et du Proche-Orient. Les importations n'ayant que légèrement progressé, la contribution du commerce extérieur est clairement positive (voir tableau 3.1).

Croissance toujours modérée des investissements en biens d'équipement

La demande intérieure finale a connu un regain de dynamisme au troisième trimestre (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). Favorisées par l'immigration toujours forte, les dépenses de consommation privée ont affiché une croissance solide. Les investissements en biens d'équipement n'ont que faiblement progressé. Ils sont toujours légèrement inférieurs au niveau enregistré en 2008, avant le déclenchement de la crise économique et financière. Compte tenu de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie, toujours inférieure à la moyenne, et des perspectives incertaines de l'économie mondiale, la propension des entreprises à investir reste limitée. Les investissements en constructions ont recommencé d'augmenter. Tandis que la construction de bâtiments industriels et commerciaux a quelque peu gagné en vigueur, la construction de logements donne des signes d'un léger ralentissement.

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		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Consommation privée	1,6	0,9	2,8	2,2	2,4	2,6	2,1	0,5	2,0	-0,6	1,2	2,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	2,1	2,9	1,4	1,6	-1,0	-0,8	5,7	3,9	-2,8	-0,6	3,7
Investissements	4,2	4,4	2,5	1,8	7,6	0,2	0,9	1,9	3,0	0,8	-2,3	1,9
Construction	3,5	2,5	2,9	1,3	3,5	-5,6	2,4	4,3	2,6	1,6	-2,9	3,2
Biens d'équipement	4,6	5,5	2,3	2,1	10,2	3,9	-0,1	0,4	3,2	0,4	-1,8	1,1
Demande intérieure finale	2,1	1,9	2,7	2,0	3,6	1,5	1,4	1,5	2,5	-0,5	0,0	2,5
Variation des stocks ¹	0,8	0,3	-1,0	0,7	1,3	3,4	-2,7	-3,3	3,4	-0,2	3,0	-5,2
Exportations totales ²	7,9	3,5	2,6	0,0	-2,9	-15,3	18,9	9,1	-1,7	0,9	-2,2	12,8
Biens ²	11,4	6,2	0,9	-2,3	-5,0	-20,0	16,9	15,2	-3,5	-4,5	4,0	17,2
Services	1,3	-2,3	6,1	4,7	1,4	-5,1	22,8	-1,8	1,9	12,2	-13,1	4,4
Importations totales ²	9,2	5,0	4,2	1,5	3,2	-9,3	9,3	3,3	6,1	-4,6	1,9	2,4
Biens ²	10,9	3,1	2,3	0,7	-5,2	-4,1	6,2	1,4	12,4	-11,4	9,5	4,2
Services	6,6	8,5	8,1	3,3	24,5	-19,7	16,5	7,5	-6,6	11,9	-12,6	-1,5
Commerce extérieur ³	0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-2,9	-4,1	5,7	3,3	-3,5	2,4	-1,9	5,6
PIB	3,0	1,8	1,1	1,9	1,6	0,6	4,3	1,4	2,1	1,8	1,1	2,6

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SECO.

MARCHÉ DU TRAVAIL

La dynamique semble s'améliorer peu à peu sur le marché du travail. Le nombre de personnes actives occupées s'est modérément accru au troisième trimestre. Le chômage ne s'est toutefois réduit que légèrement au cours des derniers mois.

Progression modeste du nombre de personnes actives occupées

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) a continué d'augmenter au troisième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la hausse s'établit à 1,7% (voir graphique 3.4).

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), l'industrie manufacturière a recommencé de créer des postes. L'emploi y reste néanmoins nettement inférieur au niveau atteint avant le début de la crise (voir graphique 3.5). Dans les services, l'accroissement du nombre de postes s'est poursuivi dans l'ensemble. En revanche, les effectifs ont diminué dans la construction.

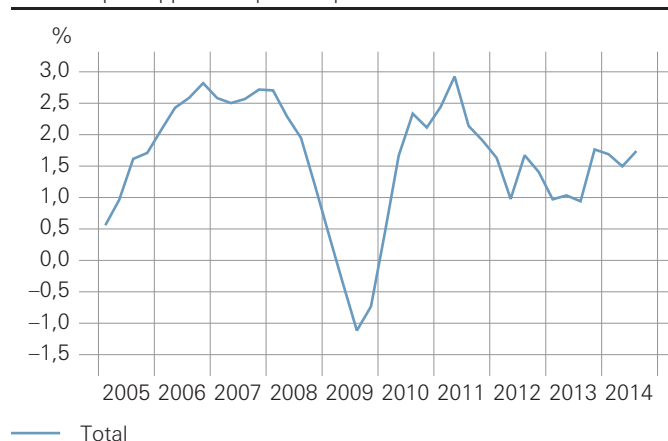
Léger recul du taux de chômage

Par rapport à septembre 2013, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a reculé très faiblement en données désaisonnalisées. Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières s'est ainsi maintenu à 3,2% entre mai 2013 et septembre 2014. Il a finalement reculé légèrement en octobre pour s'établir à 3,1%, puis est resté à ce niveau en novembre (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

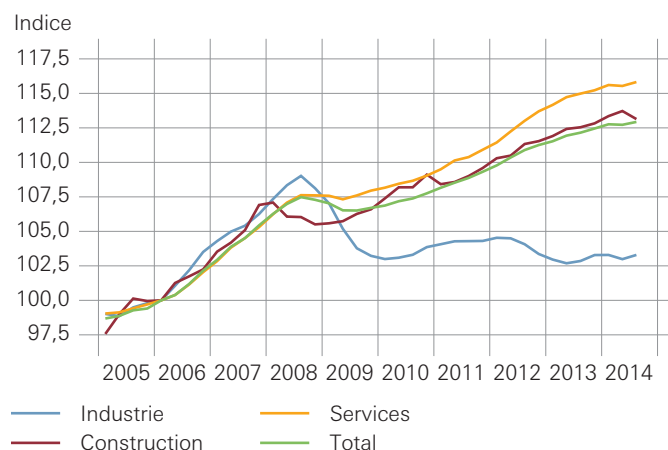


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

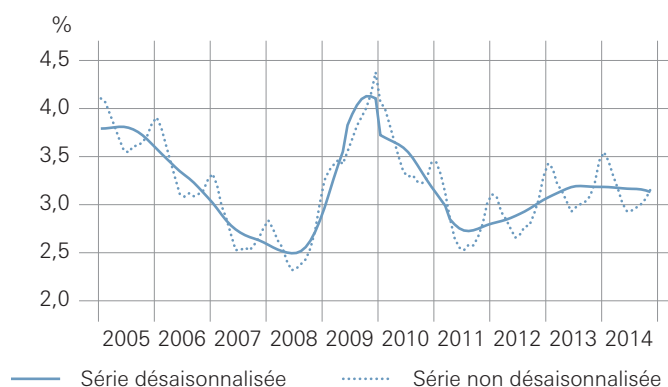
1^{er} trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

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.

Révision des Comptes nationaux et conséquences sur l'écart de production

Le 30 septembre, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publié la statistique révisée des Comptes nationaux (CN) de la Suisse, établie sur la base du Système européen des comptes de 2010 (SEC 2010). La prise en compte des nouvelles normes a donné lieu à la refonte la plus vaste depuis sept ans. Celle-ci se traduit par une série de changements méthodologiques ainsi que par une amélioration de la base de données¹. Les nouvelles normes doivent permettre une appréhension plus précise de la performance économique.

Cette révision entraîne une augmentation d'environ 5% à 6% du PIB de la Suisse pour la période courant depuis 1995. La correction à la hausse est essentiellement due au fait que les dépenses de recherche et de développement sont désormais considérées comme des investissements.

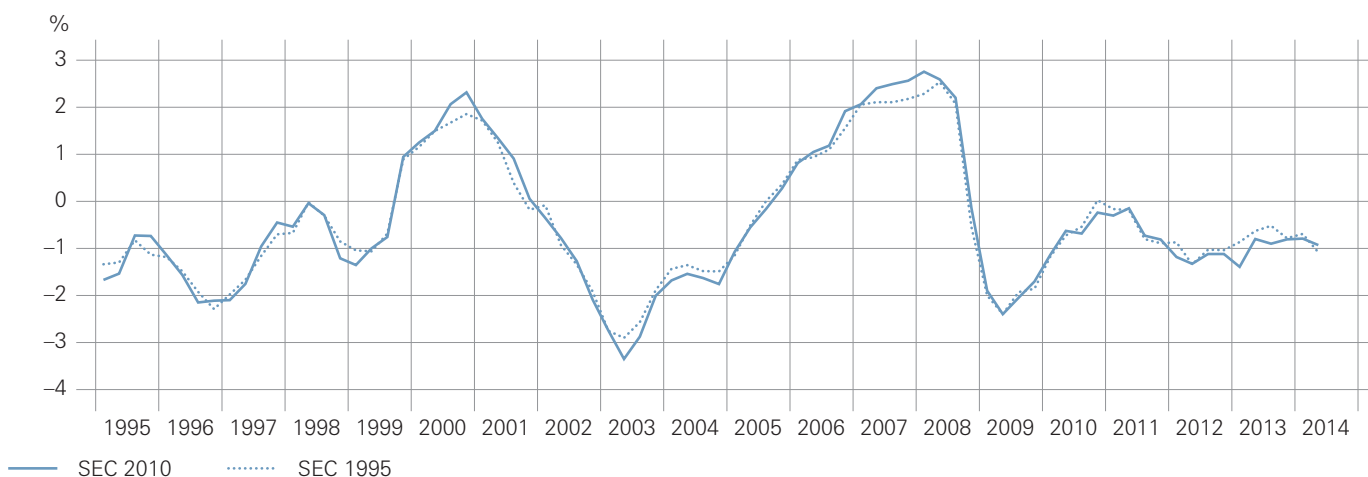
Le passage aux nouvelles normes modifie certes quelque peu l'évolution trimestrielle du PIB et mène à des taux de croissance légèrement plus élevés pour

le passé récent; au total, la dynamique conjoncturelle et l'appréciation du cycle conjoncturel suisse ne s'en trouvent toutefois guère modifiées.

Du point de vue de la politique monétaire, il s'agit avant tout de savoir dans quelle mesure les nouvelles normes influent sur l'estimation de l'écart de production économique. En effet, ce n'est pas tant le niveau du PIB en valeur absolue qui importe pour la politique monétaire, que l'évolution du PIB par rapport au potentiel de production. Le graphique ci-dessous établit une comparaison entre l'écart de production estimé sur la base des données selon le SEC 1995 et celui estimé à partir des données selon le SEC 2010. Les deux estimations reposent sur la méthode de la fonction de production de la BNS et couvrent la période comprise entre le premier trimestre 1995 et le deuxième trimestre 2014. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, le passage aux nouvelles normes n'a qu'une influence marginale sur l'écart de production. La raison en est que les révisions ont eu un impact similaire sur le potentiel de production estimé et sur le PIB. Ainsi, l'écart de production au deuxième trimestre 2014 était d'environ -1%, même après les révisions. Le changement de normes n'a donc pas entraîné de modification au niveau de l'appréciation de la situation économique actuelle par la BNS.

¹ Voir www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/news/medienmitteilungen.html?pressID=9717 pour de plus amples informations.

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

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

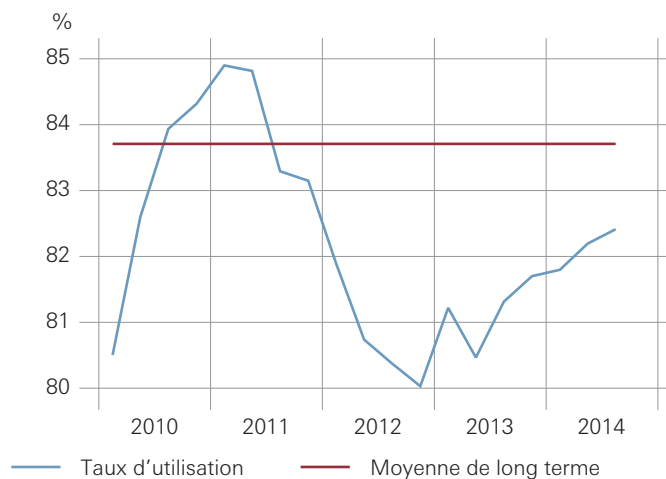
Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière s'est accru de 0,2 point au troisième trimestre, s'inscrivant à 82,4%. Il demeure ainsi inférieur à sa moyenne de long terme, mais la lente tendance à la hausse observée ces derniers trimestres s'est poursuivie (voir graphique 3.7). Dans la construction, en revanche, le taux d'utilisation des machines a quelque peu diminué. Contrairement à l'industrie manufacturière, la construction présente toutefois un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, les enquêtes indiquent toujours un taux d'utilisation moyen.

Ecart de production négatif

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. En phase avec l'augmentation de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie, l'écart de production s'est contracté au troisième trimestre, mais est resté négatif. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -0,7% au troisième trimestre. En utilisant d'autres méthodes pour calculer le potentiel de production (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), on obtient un écart un peu plus petit (voir graphique 3.9).

Graphique 3.7

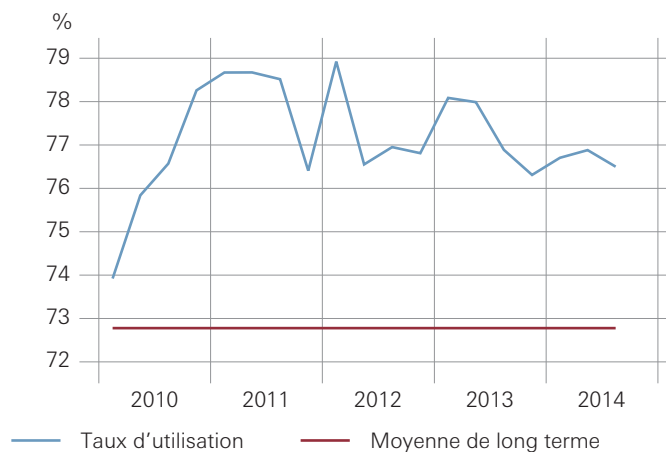
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



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

Graphique 3.8

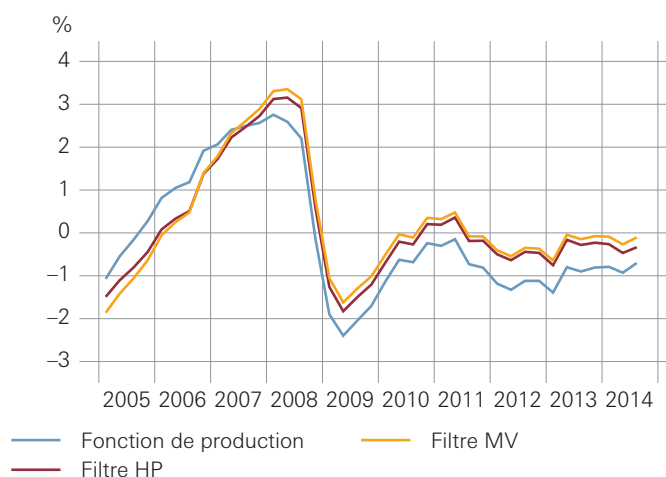
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



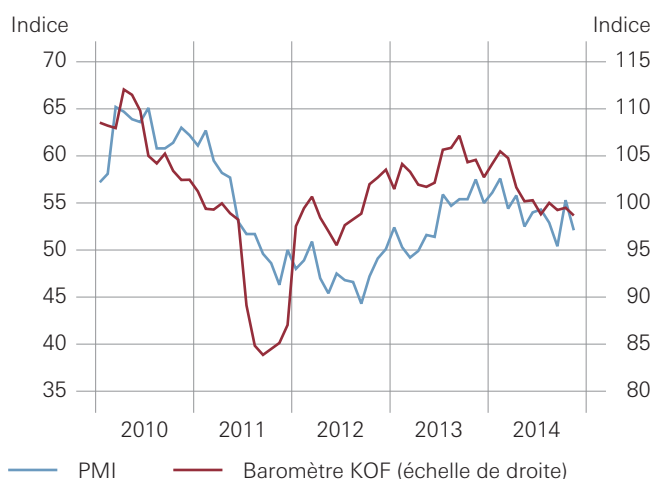
Source: KOF.

Graphique 3.9

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

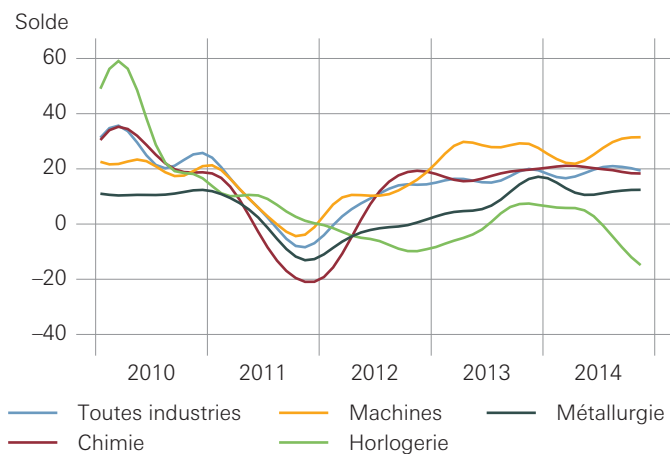
INDICATEURS AVANCÉS

Source: Credit Suisse.

Graphique 3.11

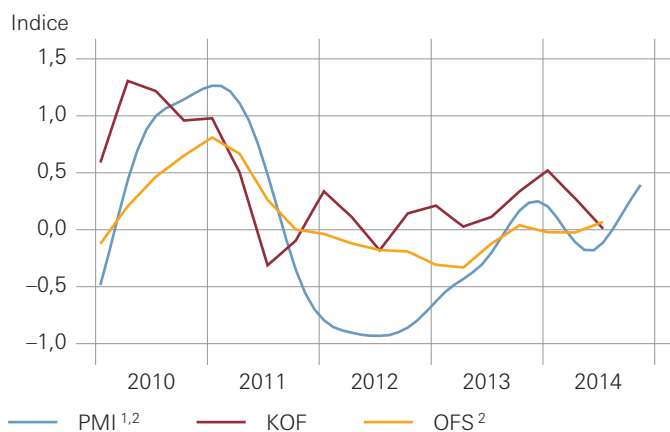
ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

Composante tendance-cycle



Source: KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI

1 Valeurs mensuelles

2 Composante tendance-cycle: BNS

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les indicateurs disponibles laissent présager un net ralentissement de la croissance économique au quatrième trimestre. L'évolution des exportations, notamment, devrait s'affaiblir nettement. Pour l'année 2014, la BNS table désormais sur une progression du PIB comprise entre 1,5% et 2%. Cette appréciation légèrement plus favorable que celle de septembre s'explique principalement par le résultat étonnamment positif enregistré au troisième trimestre et par la correction à la hausse des chiffres du premier semestre, due au passage aux nouvelles normes dans la Comptabilité nationale (voir encadré page 16).

La conjoncture devrait connaître un léger regain de vigueur début 2015. La reprise conjoncturelle progressive à l'étranger (voir scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale au chapitre 2) devrait entraîner une nouvelle amélioration de la situation des secteurs à vocation exportatrice et une augmentation du taux d'utilisation des capacités de production. Dans de telles circonstances, il faut s'attendre à ce que les investissements en biens d'équipement se redressent également au cours de l'année. Les branches axées sur le marché intérieur devraient continuer de bénéficier du contexte domestique favorable. Pour 2015, la BNS table sur une croissance du PIB d'environ 2%. La sous-utilisation des capacités de production observée actuellement ne se réduira que progressivement. Par conséquent, le taux de chômage devrait aussi diminuer lentement.

Cette prévision reste soumise à des incertitudes non négligeables. Les risques les plus importants émanent toujours de l'étranger, mais il n'est pas exclu que des facteurs domestiques, tels que l'inquiétude persistante des entrepreneurs à l'égard de la politique d'immigration future, freinent également la conjoncture.

Après une phase prolongée caractérisée par un renchérissement négatif, l'inflation fluctue autour de zéro depuis plus d'un an. Le cours plancher a certes empêché une évolution déflationniste, mais le renchérissement se situe encore dans la partie inférieure de la fourchette que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. En outre, d'après les enquêtes disponibles, les attentes à moyen terme ont régulièrement diminué ces dernières années. Avoisinant 1% actuellement, elles demeurent toutefois proches de la moyenne à long terme du taux d'inflation.

PRIX À LA CONSOMMATION

Renchérissement mesuré par l'IPC toujours proche de zéro

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est resté pratiquement inchangé ces derniers mois. Il s'inscrivait à -0,1% en novembre, après s'être établi à 0,0% en moyenne sur le troisième trimestre (voir tableau 4.1). Le recul marginal du renchérissement s'explique par la baisse des prix du pétrole. Si l'on exclut les produits pétroliers, les prix auraient augmenté de 0,1% en novembre par rapport au même mois de l'année précédente.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

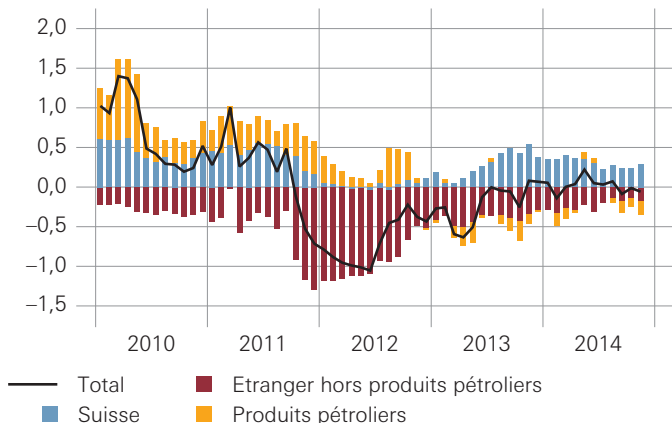
	2013	2013	2014			2014		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
IPC, indice général	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Biens et services d'origine suisse	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Biens	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2
Services	0,6	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Services privés (hors loyers)	0,5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

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

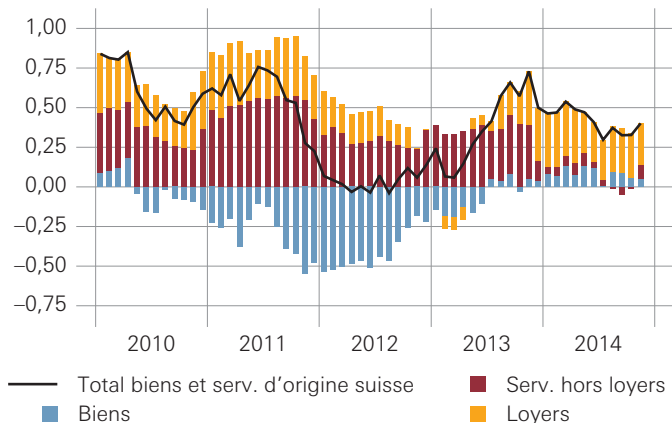


Source: OFS.

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

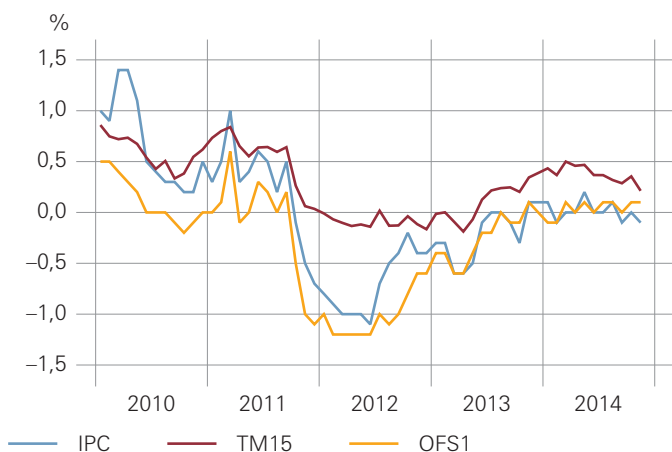


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

Chute des prix des produits pétroliers

Les biens et services suisses étant une fois encore un peu plus chers qu'à la même période de l'année précédente, le renchérissement annuel négatif mesuré par l'IPC tient aux biens et services étrangers. Les prix des produits pétroliers contribuent pour moitié environ au renchérissement annuel des biens et services importés (voir graphique 4.1). Le fléchissement des prix des autres biens et services étrangers a nettement ralenti depuis début 2012. Cette évolution peut être imputée à l'effet stabilisateur du cours plancher du franc vis-à-vis de l'euro.

Renchérissement inchangé des biens et services suisses

Le renchérissement annuel des biens et services suisses est largement inchangé depuis le mois d'août. Compte tenu de la hausse des loyers, les services contribuent toujours beaucoup plus fortement à l'augmentation des prix que les biens (voir graphique 4.2). Le ralentissement de la progression au niveau des biens découle principalement de l'évolution des prix des denrées alimentaires.

Inflation sous-jacente faible et stable

Ces derniers mois, les taux d'inflation sous-jacente ont légèrement fluctué et se situaient à un niveau très bas (voir graphique 4.3). La moyenne tronquée (TM15) calculée par la BNS est demeurée supérieure à l'inflation sous-jacente 1 qui est établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1) et qui, jusqu'en octobre, était pratiquement similaire au renchérissement annuel mesuré par l'IPC. En raison de la baisse des prix du pétrole, le taux de renchérissement annuel tel qu'il ressort de l'IPC était toutefois, en novembre, légèrement inférieur à celui de l'inflation sous-jacente OFS1 qui repose sur un panier-type réduit écartant les produits frais et saisonniers ainsi que l'énergie et les carburants.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

Baisse des prix de l'offre

La variation annuelle des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) était également négative en novembre (voir graphique 4.4). Le recul en glissement annuel était de nouveau plus important pour les prix à l'importation que pour les prix à la production. L'écart entre les deux taux de renchérissement s'est cependant légèrement resserré en novembre 2014.

PRIX DE L'IMMOBILIER

Ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel

D'après la plupart des indices disponibles, les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé plus faiblement au troisième trimestre 2014 qu'au trimestre précédent ou ont même reculé. L'indice des prix de l'immobilier résidentiel de Fahrländer Partner, qui est relativement volatil, constitue une exception (voir graphique 4.5).

La tendance à une évolution différente d'une région à l'autre a perduré. Ainsi, les prix stagnent à un niveau très élevé dans l'arc lémanique, alors qu'en Suisse orientale par exemple, ils continuent d'afficher un niveau en nette hausse par rapport à celui observé un an auparavant.

Augmentation toujours modérée des loyers des baux en cours

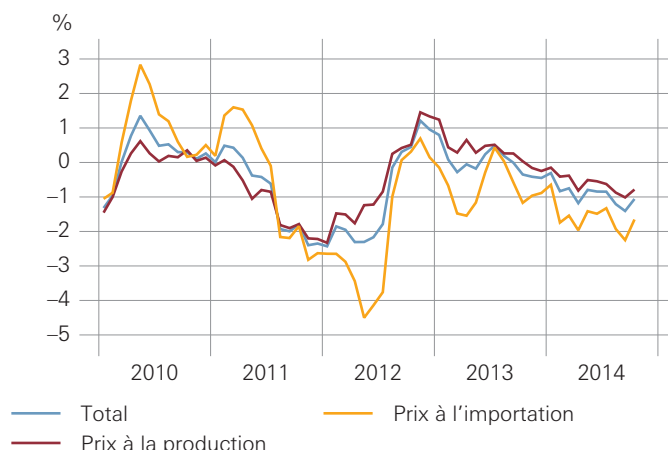
Le renchérissement annuel des loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner a sensiblement faibli au troisième trimestre. Leur progression n'était donc que légèrement supérieure à celle des loyers entrant dans la composition de l'IPC, qui peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours (voir graphique 4.6).

Le taux de vacance calculé par l'OFS a augmenté d'environ 14% entre juin 2013 et juin 2014, ce qui devrait tendre à atténuer les loyers des nouveaux baux et les prix de la propriété par étage. La part des appartements vacants représentait 1,1% du parc de logements.

Graphique 4.4

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

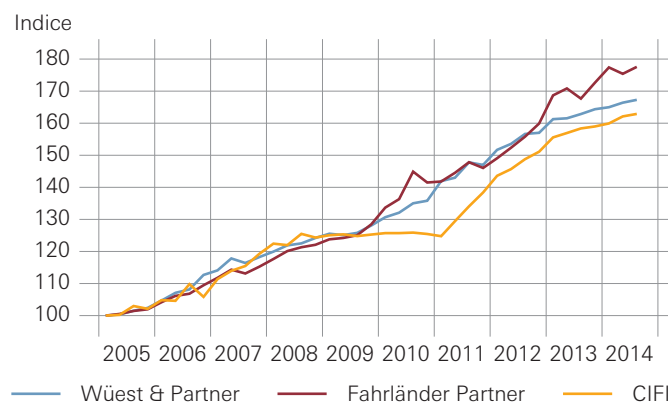


Source: OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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

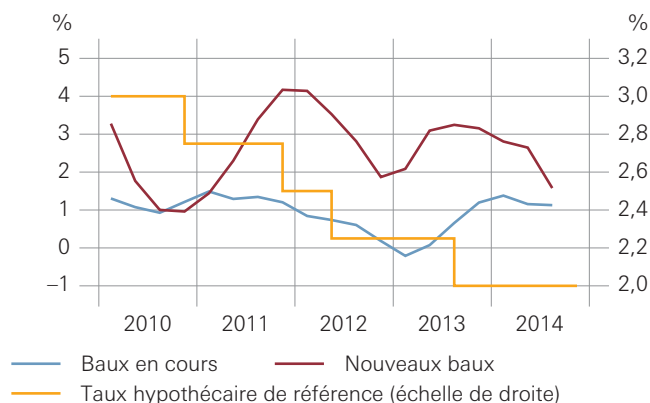


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

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

Léger recul des anticipations d'inflation à court et moyen termes

Plusieurs enquêtes ont révélé un léger recul des anticipations d'inflation à court et moyen termes au dernier trimestre 2014.

La grande majorité des analystes financiers interrogés en novembre 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 prévoyait aucun changement des taux d'inflation dans les six mois. Par rapport à l'enquête réalisée en août, la part des personnes s'attendant à des taux d'inflation inchangés a légèrement progressé au détriment de celles anticipant des taux plus élevés.

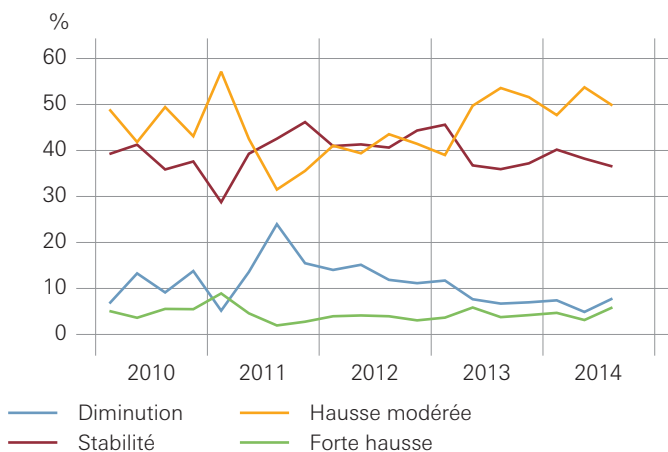
L'enquête menée par le SECO en octobre 2014 auprès des ménages montre que 56% de ces derniers escomptaient une hausse des prix dans les douze prochains mois, 37%, des prix inchangés et 8%, une baisse des prix. Par rapport à l'enquête du trimestre précédent, la part des ménages s'attendant à un recul des prix s'est un peu accrue, tandis que celle des personnes tablant sur des prix en hausse ou constants a fléchi (voir graphique 4.7).

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale réalisent avec des entreprises de toutes les branches fournissent des indications sur les anticipations d'inflation quantitatives. Les interlocuteurs interrogés au dernier trimestre 2014 escomptaient un taux d'inflation de 0,3% pour les six à douze prochains mois (troisième trimestre 2014: 0,4%) et, comme au trimestre précédent, un taux de 1,1% dans les trois à cinq ans. Par ailleurs, d'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ceux-ci prévoyaient au troisième trimestre 2014 que le taux d'inflation serait de 1,1% dans deux ans, alors qu'au trimestre précédent, ils estimaient que ce taux s'inscrirait à 1,2%.

Graphique 4.7

PRIX ATTENDUS

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



Sources: BNS et SECO.

Ces derniers trimestres, les taux d'intérêt sont restés très bas pour toutes les durées. Les taux hypothécaires ont encore diminué, passant au quatrième trimestre à des niveaux inédits, de même que la rémunération des emprunts d'Etat.

Malgré le repli des taux hypothécaires, la croissance des prêts hypothécaires a encore fléchi. Dans le même temps, les prix immobiliers ont continué d'augmenter. Néanmoins, comme en 2013, leur croissance est restée plus faible que les années précédentes. Ce ralentissement indique que les mesures adoptées pour modérer les marchés hypothécaire et immobilier ont commencé à produire des effets. Mais les déséquilibres qui se sont formés sur ces marchés au cours des dernières années restent élevés. C'est pourquoi il est trop tôt pour baisser la garde.

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc a continué de se rapprocher du cours plancher et s'est donc apprécié face à l'euro. Parallèlement, tout comme cette monnaie, il s'est déprécié vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc reste nettement supérieure à sa moyenne de long terme. Le franc demeure donc à un niveau élevé.

Compte tenu des risques accrus de déflation, le cours plancher demeure l'instrument central pour garantir un cadre monétaire approprié. Une nouvelle appréciation du franc serait lourde de conséquences sur les salaires et les prix et ferait passer le renchérissement largement dans la zone négative. Les entreprises suisses devraient une nouvelle fois réduire leurs coûts de manière radicale pour rester compétitives. Un tel scénario menacerait considérablement la stabilité des prix. Le cours plancher contribue à réduire ces risques de déflation.

Poursuite de la politique monétaire annoncée en septembre 2011

Ces trois derniers mois, la Banque nationale a poursuivi la politique monétaire annoncée en septembre 2011 et réaffirmée depuis, lors de chacun de ses examens 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, pour la faire passer à 0%-0,25%.

Stabilité des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-septembre 2014, les avoirs à vue à la BNS sont restés quasiment inchangés. Ils portaient sur 369,2 milliards de francs dans la semaine du 1^{er} au 5 décembre (dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-décembre), contre 368,2 milliards dans la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre. Entre mi-septembre et mi-décembre, ils s'établissaient en moyenne à 368,3 milliards de francs (313,7 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques suisses, et 54,6 milliards pour les autres avoirs à vue).

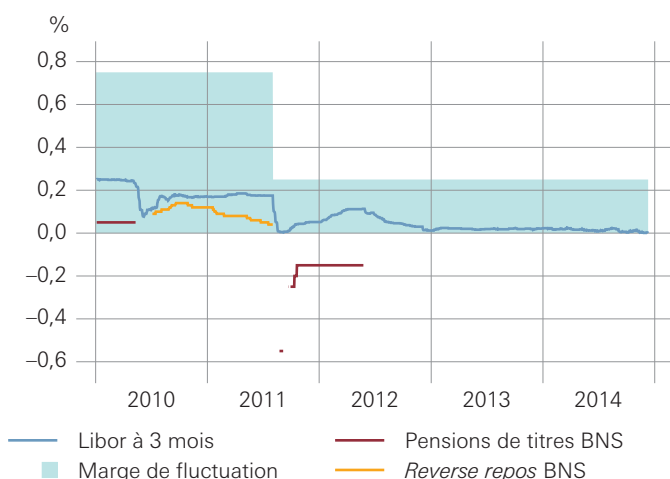
Niveau élevé des réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques ont l'obligation légale de détenir étaient de 14,6 milliards de francs en moyenne sur la période allant du 20 août au 19 novembre 2014. Elles sont restées quasiment inchangées par rapport à la période précédente (du 20 mai au 19 août). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 304,6 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 297,8 milliards). Leurs réserves excédentaires restent donc extrêmement élevées.

Test de la nouvelle plate-forme de négoce électronique

Depuis le 2 mai 2014, la BNS utilise la plate-forme de négoce électronique de SIX Repo SA (SIX) pour effectuer ses opérations de politique monétaire. Cependant, depuis fin mai 2012, étant donné que les liquidités en francs restent abondantes au sein du système financier et que les instruments de politique monétaire sont axés sur le maintien du cours plancher, elle ne propose plus de pensions de titres dans le cadre d'opérations d'*open market*. De mi-août à mi-novembre 2014, elle a conclu des opérations d'*open market* (pensions de titres et Bons de la BNS) afin de tester l'environnement opérationnel de la nouvelle plate-forme de négoce. Les tests ont permis de vérifier que la BNS, ses contreparties et les exploitants des infrastructures ont bien la capacité opérationnelle d'exécuter des opérations de politique monétaire.

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

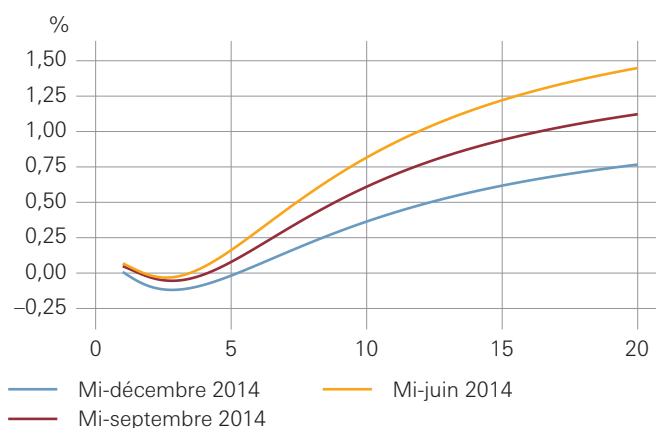


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

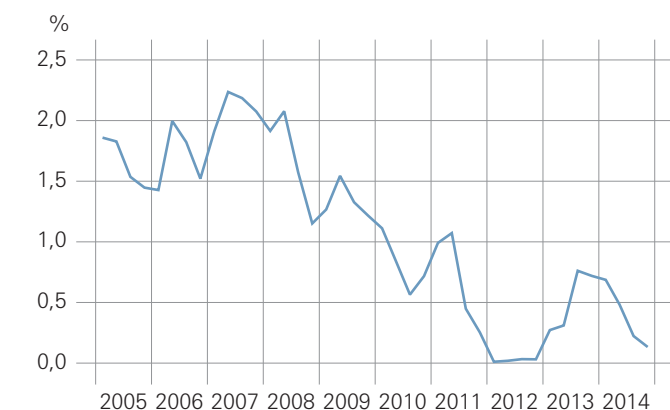


Source: BNS.

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

Le volume des opérations passées sur le marché monétaire est resté faible du fait de l'abondance persistante des liquidités. Les taux d'intérêt se sont maintenus à un très bas niveau (voir graphique 5.1).

Mi-décembre, le Libor à trois mois était proche de 0%. Les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) ont fluctué autour de 0%, et les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération sont restés négatifs.

Poursuite de la baisse des taux d'intérêt à long terme

Des données économiques moins bonnes, principalement dans la zone euro, ont poussé les rendements des obligations à la baisse en Suisse comme à l'étranger. Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération s'établissait à environ 0,4% mi-décembre, contre 0,6% trois mois auparavant. Les rendements des obligations fédérales sont même, par moments, descendus en dessous des planchers historiques enregistrés en 2012.

Nouveau tassement et déplacement vers le bas de la courbe des rendements

Les rendements ont fléchi pour toutes les durées. Leur courbe s'est donc déplacée vers le bas. Elle a en outre marqué un tassement, les taux à long terme ayant diminué davantage que les taux à court terme (voir graphique 5.2). Des comparaisons internationales montrent que la courbe des rendements des emprunts de la Confédération évolue de manière analogue à celle des emprunts d'Etat japonais et qu'elle est donc nettement plus plate que les courbes observées pour d'autres grands pays industrialisés.

Recul des taux d'intérêt réels

Les anticipations d'inflations à long terme n'ayant guère varié, le repli des rendements nominaux à long terme a entraîné une baisse des taux d'intérêt réels. Le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à environ 0,1% mi-décembre et n'était ainsi plus que très légèrement supérieur à son niveau le plus bas, enregistré en 2012 (voir graphique 5.3). Ce taux réel est calculé à partir du rendement des obligations à dix ans de la Confédération 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

Renforcement du franc vis-à-vis de l'euro, affaiblissement face au dollar

L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE a conduit à un affaiblissement de l'euro ces derniers mois face à la plupart des autres monnaies. Le franc s'est lui aussi raffermi vis-à-vis de l'euro. En novembre, ce dernier était ainsi à un niveau proche du cours plancher de 1,20 franc (voir graphique 5.4).

Outre l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, des facteurs temporaires ont joué un rôle dans le repli du cours de l'euro en franc. Parmi ces facteurs figurent notamment l'initiative sur l'or, sur laquelle le peuple se prononçait le 30 novembre, et la conversion en forints, en Hongrie, de crédits libellés jusque-là en francs, ce qui a provisoirement accru la demande de francs.

Le cours plancher a contribué à ce que l'affaiblissement de l'euro soit moins fort par rapport au franc que face à la plupart des autres monnaies. Le franc s'est par conséquent effrité face au dollar des Etats-Unis. Mi-décembre, celui-ci s'échangeait à 0,97 franc, niveau qui n'avait plus été observé depuis la mi-2013.

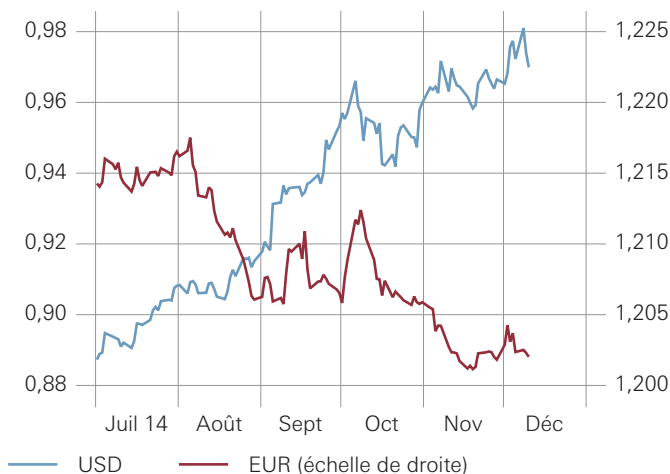
Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a légèrement diminué depuis mars 2014 (voir graphique 5.5). Ce repli s'explique notamment par la faiblesse de l'euro et par la relative stabilité du franc face à ce dernier. Le renchérissement ayant été un peu plus modéré en Suisse qu'à l'étranger, le recul de la valeur extérieure du franc a été plus marqué en termes réels qu'en termes nominaux.

La dépréciation que le franc a enregistrée en termes réels en 2014 a compensé pour l'essentiel l'appréciation de l'année précédente. En novembre, la valeur extérieure de la monnaie helvétique en termes réels s'établissait quasiment à son niveau de la mi-2013, mais restait nettement supérieure à sa moyenne de long terme.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

MARCHÉ DES ACTIONS

Baisse passagère des cours des actions en octobre

Après avoir atteint un nouveau pic de l'année en septembre, les cours des actions ont nettement fléchi, sur le plan mondial, dans la première quinzaine d'octobre à la suite d'incertitudes géopolitiques et d'une dégradation des données économiques. Dans le même temps, les indices de volatilité des grandes places boursières et les cours des obligations d'Etats ont fortement augmenté.

Dans la deuxième quinzaine d'octobre, les cours des actions se sont rapidement redressés, et la volatilité attendue a reculé pour retrouver son niveau de septembre (voir graphique 5.6). Ce redressement des marchés boursiers a notamment été favorisé par le fait que diverses banques centrales ont annoncé la poursuite, voire le renforcement de l'assouplissement quantitatif de leur politique monétaire. En décembre, les indices boursiers atteignaient de nouveaux pics en Suisse (SPI) et aux Etats-Unis (S&P 500).

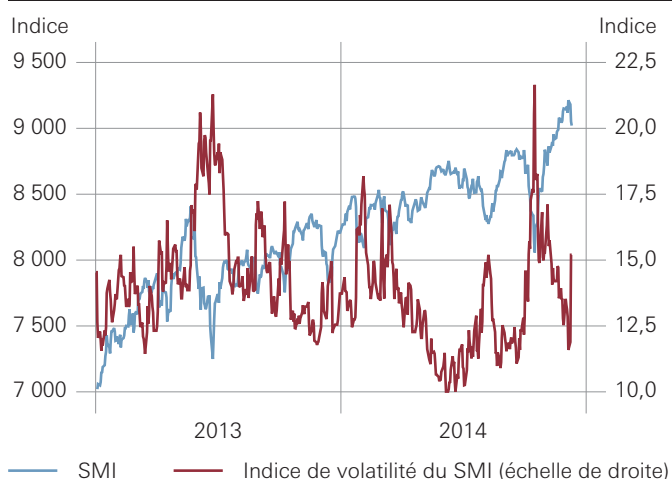
Progression des sous-indices pour les principales branches

Les principaux sous-indices du SPI (Swiss Performance Index) ont suivi une évolution semblable à celle de l'indice général (voir graphique 5.7). Le repli, qui avait commencé un peu plus tôt du côté des valeurs des biens de consommation et des valeurs industrielles, a été suivi d'un vif redressement dans la seconde moitié d'octobre et en novembre.

Sur l'ensemble de l'année, on constate que la progression du SPI a été portée par le sous-indice regroupant les valeurs de la santé, dans lequel les grandes entreprises pharmaceutiques jouent un rôle dominant. Début décembre, les sous-indices des sociétés financières et des biens de consommation étaient cependant eux aussi au-dessus de leur niveau du début de l'année.

Graphique 5.6

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

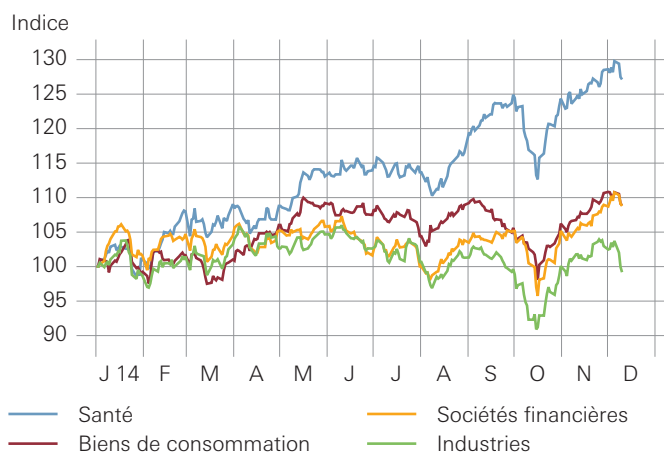


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

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

La monnaie centrale n'a guère varié ces derniers mois et demeure à un niveau très élevé (voir graphique 5.8).

La monnaie centrale englobe les billets de banque en circulation et les avoirs que les banques suisses détiennent en comptes de virement à la BNS.

L'expansion par étapes de cet agrégat depuis le début de la crise économique et financière reflète en premier lieu les mouvements intervenus dans les avoirs des banques en comptes de virement à la BNS. Les billets en circulation ont certes eux aussi augmenté, et de manière continue, mais leur accroissement a été faible en comparaison.

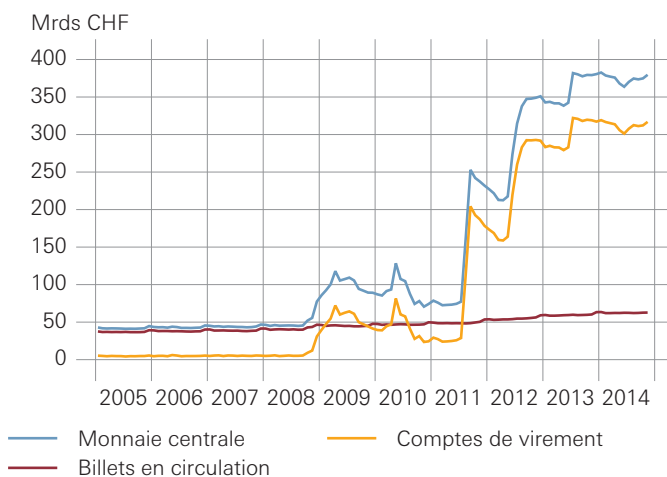
Croissance moins vive des agrégats monétaires

Le graphique 5.9 montre l'évolution des agrégats monétaires au sens large, qui englobent la monnaie détenue par les ménages et les entreprises. L'agrégat M1 est constitué du numéraire en circulation ainsi que des avoirs en comptes à vue et de transactions. M2 comprend, outre M1, les dépôts d'épargne. Quant à M3, il est formé de M2 et des dépôts à terme. Comme l'indique le graphique, des transferts ont été opérés fin 2008 vers des avoirs plus liquides. La BNS avait alors fortement abaissé les taux d'intérêt, ce qui avait réduit l'attrait des dépôts à terme. De 2009 à 2012, les agrégats monétaires au sens large ont enregistré une expansion relativement vive, tant en termes historiques que par rapport à d'autres pays. Depuis 2013, leur croissance marque un ralentissement.

Ces derniers mois, les agrégats monétaires au sens large ont peu varié. En novembre, leurs taux annuels de croissance s'établissaient à 3,1% pour M1 et M2, et à 3,6% pour M3 (voir tableau 5.1).

Graphique 5.8

MONNAIE CENTRALE

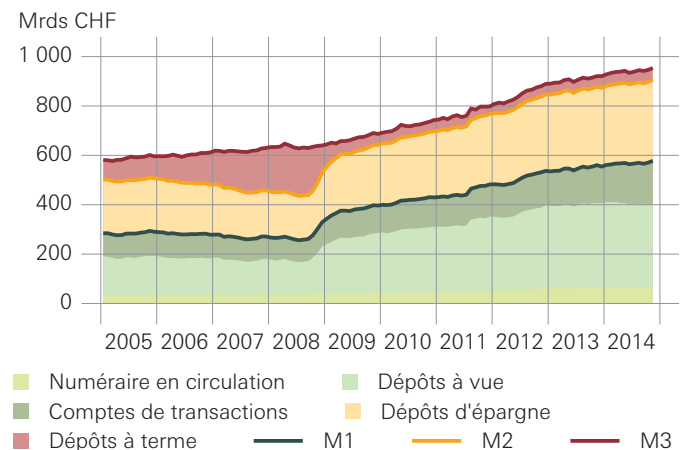


Source: BNS.

Graphique 5.9

AGRÉGATS MONÉTAIRES

Incluant PostFinance



Source: SNB

Expansion de la masse monétaire portée par les crédits bancaires

L'expansion de la masse monétaire depuis l'éclatement de la crise économique et financière est due principalement aux crédits octroyés par les banques. A partir des bilans consolidés du secteur bancaire ainsi que des composantes et des contreparties de M3, on peut déduire que l'accroissement de cet agrégat monétaire entre octobre 2008 et octobre 2014 (+311 milliards de francs) s'explique pour 70% environ par l'augmentation des crédits en francs accordés à des débiteurs domiciliés en Suisse (+216 milliards), et pour 30% par les remaniements de portefeuilles opérés par les ménages et les entreprises – réduction des dépôts de titres et des avoirs en monnaies étrangères au profit de dépôts à vue en francs.

Croissance stable des prêts hypothécaires au troisième trimestre

Aux deuxième et troisième trimestres 2014, les créances hypothécaires des banques, qui constituent les quatre cinquièmes environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des clients domiciliés en Suisse, dépassaient de 3,8%, leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le ralentissement observé depuis quelque temps dans la progression des prêts hypothécaires s'est ainsi confirmé, bien que les taux hypothécaires soient descendus à un plancher historique (voir graphique 5.10). La ventilation selon le débiteur montre que la croissance s'est ralentie tant pour les prêts aux ménages que pour ceux accordés aux entreprises (voir tableau 5.1).

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2013	2013	2014			2014		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
M1 ¹	8,3	4,6	5,0	4,2	3,1	2,8	2,9	3,1
M2 ¹	7,3	4,2	4,2	3,7	3,1	2,9	3,0	3,1
M3 ¹	7,3	4,2	4,5	3,9	3,4	3,4	3,4	3,6
Crédits bancaires, total ^{2,4}	3,5	3,3	4,0	4,5	4,4	4,3	3,7	
Créances hypothécaires ^{2,4}	4,5	4,3	4,2	3,8	3,8	3,7	3,7	
Ménages ^{3,4}	4,0	3,8	3,7	3,6	3,4	3,4	3,3	
Entreprises du secteur privé ^{3,4}	6,2	6,2	5,8	4,5	4,5	4,6	4,6	
Autres crédits ^{2,4}	-1,2	-1,7	3,1	7,7	8,0	7,4	4,0	
gagés ^{2,4}	0,4	-3,8	-3,4	4,3	8,8	12,2	7,9	
non gagés ^{2,4}	-2,2	-0,3	7,5	10,0	7,5	4,3	1,4	

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.

L'expansion des prêts hypothécaires est devenue moins vive à la suite des diverses mesures adoptées pour freiner la propension au risque des banques et pour renforcer la résilience de ces dernières. Ainsi, les banques ont pris des mesures d'autorégulation qui prévoient un durcissement des exigences minimales applicables à l'octroi de prêts hypothécaires. En outre, le Conseil fédéral a, sur proposition de la BNS, activé en 2013 le volant anticyclique de fonds propres et l'a relevé durant l'année en cours. Les banques sont désormais tenues de couvrir par des fonds propres supplémentaires leurs prêts hypothécaires servant au financement d'objet d'habitation. Une enquête que la BNS mène auprès des banques (Bank Lending Survey) indique elle aussi que les critères d'octroi de crédits ont été durcis et que la demande de crédits des ménages et des entreprises a diminué.

Autres crédits pratiquement inchangés

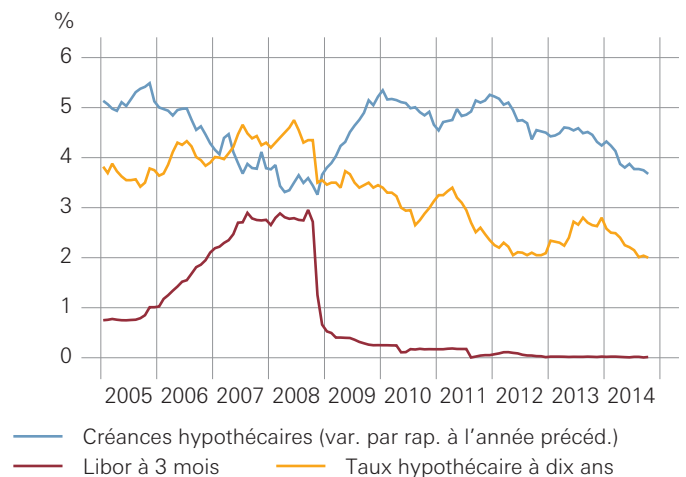
Depuis le début de la crise économique et financière, le volume des autres crédits (c'est-à-dire des prêts qui ne sont pas couverts par des hypothèques) a présenté une sensible volatilité, tout en suivant un tracé tendanciellement plat (voir graphique 5.11). Entre décembre 2013 et octobre 2014, les autres crédits ont marqué temporairement un vif accroissement à la suite de l'octroi, puis du remboursement, d'un gros crédit au sein d'un groupe du secteur financier.

Hausse du ratio crédits bancaires/PIB

La croissance vigoureuse des crédits bancaires ces dernières années se retrouve dans celle du ratio crédits bancaires/PIB en termes nominaux (voir graphique 5.12). Après avoir sensiblement augmenté dans les années 1980, ce ratio est resté stable jusqu'à la mi-2008. Depuis le début de la crise économique et financière, il s'est fortement accru. On peut en déduire que l'activité de crédit exercée par les banques a soutenu la demande globale. Toutefois, une forte expansion des crédits entraîne également des risques pour la stabilité financière. Dans le passé, une croissance excessive des crédits a souvent été à l'origine de difficultés au sein du secteur bancaire.

Graphique 5.10

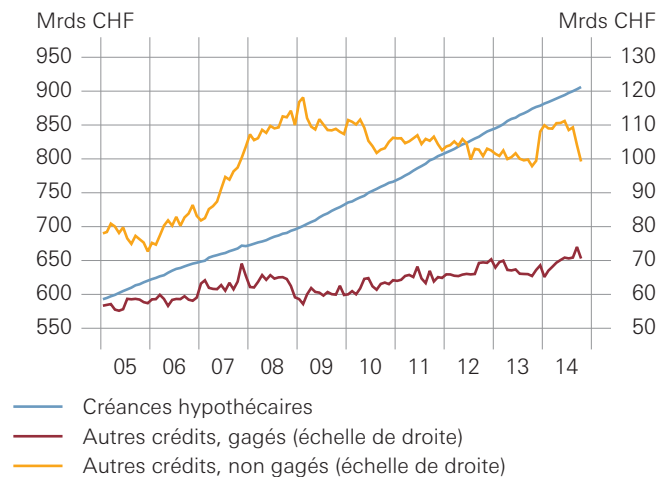
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: BNS et Bloomberg.

Graphique 5.11

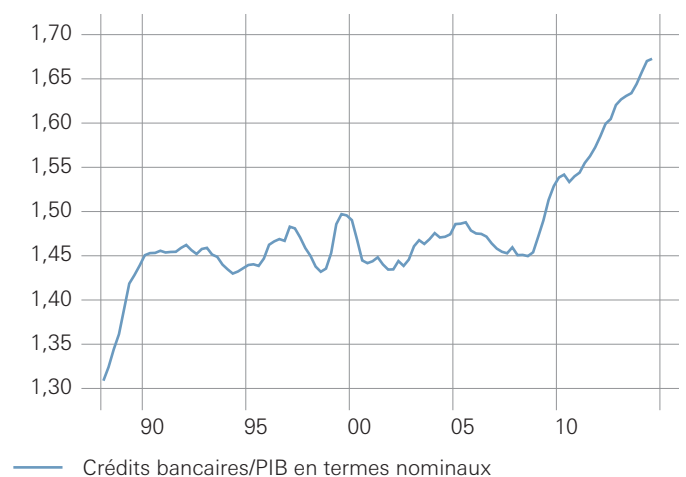
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.12

RATIO CRÉDITS BANCAIRES/PIB



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 décembre 2014

Quatrième 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 d'octobre et de novembre 2014 avec 226 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

RÉSUMÉ

Selon les résultats de l'enquête (secteur public non compris), l'économie suisse a poursuivi sa croissance modérée au quatrième trimestre 2014, croissance qui a été portée surtout par l'évolution du secteur des services. Dans un nombre exceptionnellement élevé de branches, les conditions météorologiques ont joué un rôle déterminant et, au total, plutôt positif pour la marche des affaires. La progression des exportations est restée modeste. Les marges sont stables; dans l'ensemble, elles restent quelque peu inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs.

Malgré une incertitude plus grande en raison des risques géopolitiques et de certains développements politiques en Suisse dont les retombées sont difficiles à évaluer, les perspectives de croissance des chiffres d'affaires réels pour les prochains mois reflètent toujours un optimisme prudent. Depuis le début de l'année, on constate néanmoins que cet optimisme s'est atténué peu à peu. D'une façon générale, les entreprises restent réservées tant au niveau des plans de recrutement que des plans d'investissement.

MARCHE DES AFFAIRES

Industrie: dynamique quasiment inchangée

Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires réels ont marqué une légère hausse par rapport au trimestre précédent; aussi la dynamique de la marche des affaires ne s'est-elle guère modifiée. En termes réels, les chiffres d'affaires ont de nouveau augmenté dans environ 40% des entreprises, tandis qu'ils ont stagné dans 40% d'entre elles. En comparaison annuelle, on observe un net ralentissement de la dynamique.

La branche de la construction de machines enregistre une croissance plutôt dynamique de ses chiffres d'affaires. Aucune branche n'affiche de chiffres d'affaires inférieurs à ceux du trimestre précédent. Dans l'horlogerie et chez les fournisseurs de l'industrie horlogère, la marche des affaires a été nettement moins dynamique, surtout dans les segments du moyen et du haut de gamme. Cette évolution est principalement liée au tassement de la demande en provenance de Chine et de Russie.

S'agissant des exportations, les Etats-Unis ainsi que les pays asiatiques et arabes comptent notamment parmi les débouchés affichant une dynamique relativement élevée. En Europe, la demande provenant d'Allemagne a un effet stabilisateur, mais elle s'est de nouveau légèrement contractée d'un trimestre à l'autre. Les impulsions émanant du Royaume-Uni sont plutôt favorables, alors que celles venant de France et d'Italie sont très hétérogènes. Si l'on considère la répartition des exportations par branches, les constructeurs automobiles ainsi que le secteur des sciences de la vie, des technologies médicales et des télécommunications génèrent une demande toujours aussi vigoureuse.

Construction: stabilisation à un niveau élevé

Dans le secteur de la construction, les chiffres d'affaires se sont maintenus au niveau élevé du trimestre précédent. Ils affichent une légère hausse dans le second œuvre, mais restent stables dans le bâtiment et le génie civil. L'effort accru d'économie fourni par le secteur public est particulièrement perceptible dans le génie civil. Dans la construction de logements, la dynamique semble se ralentir quelque peu.

Services: marche des affaires dynamique

Dans les services, la marche des affaires a progressé par rapport au trimestre précédent. Les chiffres d'affaires ont marqué une hausse dans près de 40% des entreprises interrogées et n'ont guère varié dans 50% d'entre elles. La persistance d'une météo capricieuse a eu un impact considérable, plutôt positif dans l'ensemble, sur la marche des affaires d'un nombre exceptionnellement élevé de branches.

L'activité a été relativement dynamique dans le commerce de détail (à l'exception du segment des biens de consommation durables), les technologies de l'information, la branche du voyage, les services liés à la gestion des bâtiments et l'hôtellerie. L'évolution favorable observée dans l'hôtellerie repose sur une assise plus large qu'auparavant, puisque tant le tourisme urbain que le tourisme dans les régions de montagne enregistrent une bonne marche des affaires. Le nombre de touristes en provenance des Etats-Unis, d'Angleterre, de Chine et d'Inde a augmenté. L'automobile fait partie des branches ayant enregistré des chiffres d'affaires plutôt légèrement inférieurs à ceux du trimestre précédent.

Les représentants du commerce de détail sont toujours nombreux à souligner les conséquences notables de la mutation structurelle qui voit la part du commerce en ligne augmenter et 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, principalement à partir des régions centrales du pays.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

L'utilisation des capacités de production des entreprises interrogées est dans l'ensemble normale.

Dans l'industrie manufacturière, les entreprises de transformation du bois et de l'industrie des matières plastiques ainsi que les fabricants d'appareils de précision ont jugé l'utilisation des capacités un peu plus élevée qu'à l'accoutumée. Dans l'industrie alimentaire, elle a été estimée nettement moins forte que d'ordinaire. Les entreprises de la métallurgie font également état d'une utilisation plutôt faible.

Dans la construction, l'utilisation des capacités techniques a été généralement plutôt supérieure à la moyenne. Cela concerne notamment le second œuvre et le génie civil. Les carnets de commandes restent bien remplis, mais la prospection de la clientèle s'avère plus ardue. Les interlocuteurs ont par conséquent tendance à tabler sur une utilisation quelque peu réduite des capacités.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités de transport – a été normalement utilisée dans l'ensemble. L'utilisation des capacités a été plutôt élevée, notamment dans le commerce de détail, dans les services liés à la gestion des bâtiments et dans les entreprises axées sur des activités de recherche et développement. Par contre, les hôtels et les restaurants signalent une sous-utilisation considérable de leurs capacités malgré une légère hausse de leurs chiffres d'affaires.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Besoins en personnel toujours stables

Dans l'ensemble, les effectifs ont de nouveau été conformes aux besoins dans les trois secteurs; la demande de main-d'œuvre est donc restée inchangée. Il existe néanmoins des différences considérables d'une branche à l'autre quant à l'adéquation des effectifs. Les mesures de politique du personnel telles que le travail le week-end ou le travail supplémentaire en équipes d'une part, mais aussi les suppressions de postes ou le chômage partiel prévus d'autre part, se limitent à des cas isolés.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs ont été qualifiés de conformes aux besoins. L'industrie de transformation des matières plastiques et l'industrie pharmaceutique ont signalé des effectifs un peu trop faibles.

Dans la construction, les effectifs sont appropriés. Dans les services, ils se sont de nouveau avérés trop faibles pour certaines entreprises du secteur des technologies de l'information.

Les entreprises ont estimé que le recrutement avait été, dans l'ensemble, aussi difficile qu'à l'accoutumée. Tandis que le manque de personnel qualifié s'est légèrement aggravé dans l'industrie manufacturière, la situation s'est quelque peu détendue dans le secteur de la construction. Les ingénieurs, les chimistes, les chefs de chantier et les artisans qualifiés comptent toujours parmi les spécialistes les plus recherchés. En revanche, de nombreuses entreprises continuent d'enregistrer un nombre élevé, voire très élevé, de candidatures spontanées, en particulier au Tessin et en Suisse romande. En règle générale, les annonces d'offres d'emploi suscitent elles aussi un très grand nombre de candidatures. La charge de travail en vue de la sélection des candidats tend à augmenter. Un recrutement moins difficile est attribué fréquemment au grand nombre de candidatures provenant des milieux bancaires.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Marges stables

Les marges sont globalement restées stables par rapport au trimestre précédent, et ce dans les trois secteurs. Elles sont toutefois toujours jugées légèrement plus faibles que d'ordinaire par près de 40% des entreprises interrogées, tandis que 40% d'entre elles indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. Les entreprises qui ont amélioré leurs marges y sont parvenues grâce à des réductions de coûts et à la baisse des prix des matières premières, mais aussi en procédant à des hausses de prix ponctuelles lorsque cela était possible et en optimisant leur portefeuille de produits.

Les représentants de presque toutes les branches de l'industrie manufacturière ont fait état de marges bénéficiaires relativement modestes. Cette évolution concerne surtout la métallurgie, l'industrie des machines, les fabricants d'appareils de précision et les producteurs de denrées alimentaires. Les marges ont été supérieures à la moyenne dans les entreprises pharmaceutiques. Pour les prochains mois, les entreprises industrielles s'attendent à des prix d'achat en légère baisse; elles ont néanmoins l'intention de réduire encore un peu leurs prix de vente.

Dans la construction, les entrepreneurs interrogés ont signalé des marges normales dans l'ensemble, tant dans le secteur principal de la construction que dans le second œuvre. Les représentants de ces branches s'attendent à une baisse des prix d'achat des matières premières et des prix de la construction pour les mois à venir.

Dans les services, les entreprises ont estimé leurs marges globalement un peu plus faibles que d'habitude. Le commerce de gros – commerce automobile inclus – les hôtels et les restaurants, le secteur des technologies de l'information ainsi que les agents immobiliers, en particulier, ont été confrontés à des marges réduites. Selon les représentants du commerce de détail, les clients tablent fréquemment sur un même niveau des prix en Suisse et à l'étranger. En outre, cette année, les soldes débutent manifestement beaucoup plus tôt que d'habitude, en raison notamment des conditions météorologiques. Ces deux facteurs pèsent sur les marges. Même dans les banques, les marges restent dans l'ensemble légèrement inférieures à la moyenne. Les entreprises des services tablent sur des prix d'achat et de vente stables pour les prochains mois.

La situation en matière de cours de change est fréquemment évoquée par les interlocuteurs. Dans les trois secteurs de l'économie, les entreprises apprécient les avantages résultant du cours plancher fixé pour l'euro vis-à-vis du franc, tout en étant parfaitement conscientes des risques qui en découlent pour la BNS.

PERSPECTIVES

Optimisme modéré

Bien que l'incertitude croissante observée déjà au trimestre précédent persiste, les entreprises restent, dans l'ensemble, plutôt confiantes quant à la marche de leurs affaires au cours des prochains mois. Depuis le début de l'année, cet optimisme est toutefois de plus en plus tempéré.

Dans la plupart des branches, les entreprises escomptent une augmentation modérée des chiffres d'affaires dans les six mois à venir. Certains représentants de l'horlogerie et des fournisseurs de l'industrie horlogère s'attendent néanmoins à un affaiblissement de la marche des affaires. Le secteur de la construction se prépare peu à peu à un tassement de l'activité, qui était extrêmement soutenue jusqu'ici.

Dans les services, les plans d'embauche des interlocuteurs prévoient un léger renforcement des effectifs pour cette même période. Cela concerne notamment le commerce, le secteur des technologies de l'information et les bureaux d'ingénieurs. En revanche, aucune modification des effectifs n'est envisagée dans l'industrie manufacturière ni dans la construction.

Les plans d'investissements restent généralement très modestes. Les investissements sont effectués principalement en vue d'accroître l'efficacité et rarement pour augmenter les capacités.

Comme aux trimestres précédents, les anticipations d'inflation – celle-ci est mesurée à l'indice des prix à la consommation – sont restées stables; les entrepreneurs tablent sur des taux d'inflation d'environ 0,3% pour le court terme (six à douze mois) et d'environ 1,1% pour le long terme (trois à cinq ans).

L'incertitude croissante liée à la situation géopolitique est le sujet de préoccupation majeur d'un grand nombre d'interlocuteurs. La multitude d'interventions et de développements politiques en Suisse est un facteur d'inquiétude supplémentaire et est considérée comme une menace pour les conditions générales, stables jusqu'ici. Des représentants de PME se sont exprimés de manière critique au sujet de la succession dans les entreprises, et ce en rapport avec la réforme de la fiscalité successorale, thème lui aussi fréquemment évoqué.

REMERCIEMENTS

La Banque nationale suisse remercie les quelque 900 entreprises pour la disponibilité dont elles ont fait preuve à l'occasion des entretiens menés avec les délégués aux relations avec l'économie régionale tout au long de l'année 2014. Elles ont ainsi apporté une contribution déterminante à l'examen de l'évolution de la conjoncture. Sont citées ci-après les entreprises qui ont accepté que leur nom soit publié:

A

A. Marchon SA. ab ingénieurs sa. Abacus Research AG. ABB Schweiz AG. ABCD Ciné-Dance SA; Carte Blanche SA. Abraxas Informatik AG. Actelion Pharmaceuticals Ltd. Adaxys SA. Addax Energy SA. Adecco. Ad-Hôtels SA. Aduno SA. Advis AG. Aeschlimann AG, Décolletages. AFG Management Consulting SA. Afiordigusto Sagl. Agathon AG. AGC Verres Industriels SA. Agroval SA. Air Dynamic SA. Airport Casino Basel AG. Albergo Ristorante Concabella SA. Albiro AG. Alder + Eisenhut AG. Aldo Lepori SA Impresa Costruzioni. Alesa AG. Alice Allison SA. Aligro-Demaurex & Cie SA. Allianz Suisse. Allitude SA. ALPS Automation SA. Alu Menziken Extrusion AG. Aluminium Laufen AG. AMAG Automobil- und Motoren AG. Amaris Consulting Sàrl. Ameropa AG. Amstein SA. Ander Group SA. Andrey Transports SA. Andritz Hydro AG. Angela Bruderer AG. Angenstein AG. Angst + Pfister Gruppe. Antalis AG. Aquametro AG. Aquila & Co. AG. architekten : rlc ag. Arcolor AG. Artisa Group Holding SA. Arvi SA. Ascenseurs Menétrey SA. ASS AG. Assos of Switzerland SA. ATB SA. Auto Eberhart AG. Auto Kunz AG. Auto Marti AG. Autoneum Holding AG. avocis ag. AXA Winterthur.

B

B&C Swiss SA. B+S AG. Baechler Teinturiers SA. Balestrafic SA. Baloise Bank SoBa AG. Bamix SA. Banca dello Stato del Cantone Ticino. Banca Popolare di Sondrio (SUISSE). Banca Raiffeisen. Bangerter Microtechnik AG. Bank CIC (Schweiz) AG. Bank EEK AG. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque Cramer & Cie SA. Banque Pictet & Cie SA. Banque Privée Edmond de Rothschild SA. Bär & Karrer AG. Bardusch AG. Basler Versicherungen. BAUHAG Produkte zum Bauen AG. Baumann & Cie, Banquiers. BauRent AG Ost. Bauwerk Parkett AG. Bayer MaterialScience. BDO AG. Beck Glatz Confiseur AG. Beckman Coulter. Beiersdorf AG. Belcolor AG Flooring. Belimed Sauter AG. Bell AG. Belloli SA. Belotti Moda Sport SA. Belotti Ottica & Udito. Belvédère Hotels, Scuol. Benninger Guss AG. Benteler Rothrist AG. Bergbahnen Destination Gstaad AG. Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis AG. Bergbahnen Sörenberg AG. Berhalter AG. Berndorf Luzern AG. Bernensis Hotel AG, Interlaken. Berner AG. Bernerland Bank AG. Bertholet + Mathis SA. Best Western Hotel Bristol und Bären, Bern. Bettermann AG.

Bider und Tanner AG. Bindella Handwerksbetriebe AG. Bindella terra vite vita SA. Binelli & Ehrsam AG. bio-familia AG. Biokema SA. Bischofszell Nahrungsmittel AG. BKW Energie AG. Blaser Café AG. Bläuer Uhren + Bijouterie AG. Blue Management GmbH. blue-infinity (Switzerland) SA. Bobst Group SA. Boehringer Ingelheim (Schweiz) GmbH. Bolliger & Tanzi SA. Born Informatik AG. Bosch Packaging Systems AG. Bossard AG. BP Europa SE. Brauchli SA. Breitenmoser Fleischspezialitäten AG. Brico SA. Brilltounet SA. Bringhen SA. Bruderer AG. Brunner & Associés S.A. B-Source SA. Bucher Reisen AG. Büro Schoch direct AG. BVZ Holding AG.

C

C. Vanoli AG. Cab Productions SA. CabriO Stanserhorn-Bahn. Caïscio Compost Sagl. Camillo Vismara SA. Candrian Catering AG. Canoo. Caran d'Ache SA. Carl Spaeter AG. Carthesio SA. CasaInvest Rheintal AG. Cäsar Bay AG. Casino Bad Ragaz AG. CCHE Architecture et Design SA. CDM Hôtels & Restauration SA. CDS Bausoftware AG. Centro per la Schiena Sagl. Centro Stampa Ticino SA. Ceramaret SA. CeRFi SA. CES Creative Electronic Systems SA. Cetra Alimentari SA. CGC Energie SA. Chaletbau Matti Holding AG. Chaussures Aeschbach SA. Chiquita Brands International Sàrl. Chocolats Camille Bloch SA. Chopard & Cie SA. Christ und Gantenbein. Christian Cavegn AG. Christian Jakob AG. Chromos AG. Cilag AG. Ciolina AG. Citröen (Suisse) SA. City-Garage AG. Clariant. Clarins SA. Cleanfix Reinigungssysteme AG. Clear Channel Schweiz AG. Clientis Bank Toggenburg AG. Clientis EB Entlebucher Bank AG. Clientis Zürcher Regionalbank. Codefine SA. Colas Suisse Holding. Commerce de fer fribourgeois SA. Compagnie d'Assurances Nationale Suisse. comparis.ch. Comptoir Immobilier SA. Confiserie Sprüngli AG. Construction Perret SA. Coop. Coresystems AG. Cornèr Banca SA. Cornu & Cie SA. Corti Gruppe. Covedis SA. CRAI Suisse SA. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. Cremo SA. CSD Ingénieurs SA. CSL Behring AG. CWS-boco Suisse SA.

D

Dallmayr Automaten-Service (Ticino) SA. Daniel Jenny & Co. Data Unit AG Informatik. Dätwyler Holding AG. de Planta et Portier Architectes. Debiopharm Research & Manufacturing SA. Delcò Mobili SA. Delta Möbel AG. Delta Security AG. Demomatic SA. Dénériaz SA. Dentsply Maillefer. Desinfesta AG. Deutsche Bank (Schweiz) AG.

Deville Mazout Sàrl. Digicall SA. Dipl. Ing. Fust AG. Direct Mail Company AG. Dolder AG. Dottikon Exclusive Synthesis AG. Dr. Röthlisberger AG. Dreieck-Transfer Transport und Logistik AG. Dreier AG Transporte Logistik. DSM Nutritional Products AG. Du Pont de Nemours International S.A. Dubois & Dépraz SA. Duchosal Berney SA.

E

EAO Group. easyJet Switzerland SA. Eberhard Unternehmungen. ebi-pharm ag. Econis AG. Ecoplan AG. Ed. Vetter AG. Edelweiss Market. Edilcentro Wullschleger SA. Edwards Lifesciences SA. EGS Sécurité SA. EKV AG. Elco AG. Elis Schweiz. Emch AG Bauunternehmung. Emch+Berger AG Bern. Emile Egger & Cie SA. Emme SA. emmental versicherung. En.Al. Ti SA. Engelberger Druck AG. Entreprise Belloni SA. Erne AG Bauunternehmung. Ernest Gabella SA. Ernst & Young. Ernst Frey AG. Ernst Marti AG. Espace Real Estate AG. Esplanade Hotel Resort & SPA SA. Etel SA. Evolva. Ex Libris AG. Exion Networks SA.

F

F. Hoffmann-La Roche AG. F. Murpf AG, Transporte und Logistik. Fabbri SA. Famille Frutiger. Farner Consulting AG. Fastlog AG. Felss Rotaform AG. fenaco Genossenschaft. Ferox SA. Ferring International Center SA. Ferroflex AG. Fert & Cie Voyages SA. Festland AG. FG Groupe SA. Fiduciaire Fidag SA. Fiedler SA. Fiege Logistik (Schweiz) AG. Fielmann AG. Filtrox AG. Firmenich SA. Firstcaution SA. Fischer Precise Group AG. Fisher Clinical Services GmbH. Flughafen Bern AG. Flumroc AG. FNAC (Suisse) SA Succursale de Lausanne. Folag AG. Foncia Switzerland SA. Fondation Papillorama. Fraisa SA. Franke Group. Franscella SA. Fratelli Roda SA. Free Time Club SA. Fressnapf Schweiz AG. Frigerio SA. Fritz Bruderer AG. Fritz Studer AG. FT Logistics AG. Funicolare Lugano-Paradiso – Monte San Salvatore SA. Fusco Express Sagl.

G

Galli Hoch- und Tiefbau AG. Garage Camenisch SA. Garaio AG. Garaventa AG. Garbani AG. GEA Pharma Systems AG. Geberit International AG. Gehri Rivestimenti SA. Geo Edil SA. Georg Utz Holding AG. Gfeller + Partner AG. Gfeller Elektro AG. Gilles Desplanches SA. Ginsana SA. Giovanelli Fruchtimport AG. Givaudan SA. Glaeser Wogg AG. Glarner Kantonalbank. Glencore International AG.

Glenmark Pharmaceuticals SA. Globe Limo SA. Globetrotter Travel Service AG. Goba AG Mineralquelle und Manufaktur. Gonet & Cie. GPA Guardian Protection SA. Grand Casino Luzern AG. Grand Hôtel Zermatterhof. Grande Boucherie du Molard SA. Grandi Magazzini Manor Sud SA. Grands Magasins Globus SA. Granol AG. Graphax AG. Graubündner Kantonalbank. Gregor Furrer & Partner Holding AG. Grisoni-Zaugg SA. Grosspeter AG. Groupe CGN SA. Groupe E Connect SA. Groupe Elsa Mifroma. Groupe Leuba SA. Groupe T2i. Groupe Uvavins. Grünenfelder SA. GTL SA. Gübelin AG.

H

H + R Gastro AG. H. Wellauer AG. Haco AG. Hager AG. Häring & Co. AG. Hartchromwerk Brunner AG. Hasler Transport AG. Haupt Verlag AG. Heineken Switzerland AG. Heizmann AG. Helbling Holding AG. Helsinn Holding SA. HelvéCie SA. Helvetia Versicherungen. Herzog Bau und Holzbau AG. Hess & Co AG. Hewlett-Packard (Schweiz) GmbH. HG Commerciale. Hiag Immobilien. Highlight Communications AG. Holenstein AG. Holy Cow ! Gourmet Burger Compagny SA. Holzbau Kayser AG. Honegger AG. Hornbach Baumarkt (Schweiz) AG. Hostettler AG. Hotel Beatus, Merligen. Hotel Belvedere Locarno. Hotel Cascada Luzern. Hotel Castell, Zuoz. Hotel Chlosterhof, Stein am Rhein. Hotel Colorado SA. Hotel de la Paix. Hotel des Balances AG. Hotel Eden Spiez AG. Hotel Ermitage-Golf, Schönried. Hotel Heiden AG. Hotel ibis Zürich City West. Hôtel Intercontinental Geneva. Hotel La Campagnola SA. Hotel Schweizerhof, Lenzerheide. Hotel Sempachersee AG. Hotelplan. HT-Holding AG. HUG AG. Hunkeler AG Paper Processing. Hypothekbank Lenzburg AG.

I

Iba AG. IBM Schweiz AG. idéAI-prod et idéAI events SA. IFEC Consulenze SA. IHS Global SA. Imbach Reisen AG. Immoprogramm SA. Implenia Schweiz AG. Impresa generale Pfister SA. Indermühle Gruppe, Rekingen. Induni & Cie SA. Inkasso Küng AG. Inox Communication SA. Institut Straumann AG. Inter IKEA Centre Switzerland SA. Interiman Group. Interroll Holding AG. Intersport Schweiz AG. Iseppi Frutta SA. ISS Schweiz AG. Itten + Brechbühl AG.

J

Jaquet SA. Jaquet Technology Group. jas AG. Jet Aviation. JL Services SA. Johann Müller AG. Johnson

Controls. Joseph Diémand SA. Jowissa Uhren AG.
Jung von Matt/Limmat AG. Jura Elektroapparate AG.
Jura Materials.

K

Karl Vögele AG. Keigel AG. Keller Swiss Group AG.
Kindlimann AG. King Jouet Suisse SA. Knecht Brugg
Holding AG. Koch AG. Kongress und Kursaal Bern AG.
Kramer Gastronomie. Kugler Bimétal SA. Kuhn Rikon AG.
KurierZentrale GmbH. Kyburz & Cie SA.

L

L. Kellenberger & Co. AG. La goccia SA, pulizie generali.
La Tipografica SA. Laboratoires Biologiques Arval SA.
Landert Motoren AG. Landhotel Hirschen, Erlinsbach.
Landis Bau AG. LARAG AG. Laubscher Präzision AG.
Laurent Membrez SA. Lausanne Palace & SPA 5*.
Lehmann Holzwerk AG. Lehnherr S.A. Leoni Studer AG.
Les Boutiques Angéloz SA. Let's Go Fitness Holding SA.
Leuchter IT Solutions AG. LGT Bank (Schweiz) AG.
Libreria Il segnalibro Sagl. Liebherr Machines Bulle SA.
Lignatur AG. List AG. LK International AG.
LN Industries SA. Loeb Holding AG. Logbau AG.
Lombard Odier & Cie. Lombardi SA Ingegneri Consulenti.
Lonza AG. L'Oréal Suisse SA. Losinger Marazzi SA.
Lötscher Tiefbau AG. Lotti Impianti SA. Lucul Production
et Distribution SA. Luisoni Consulenze Professionali SA.
Luzerner Kantonalbank. LV-St. Gallen. LWP Ledermann
Wieting & Partners SA.

M

Maison Dupin. Mammot Sports Group AG. Manor AG.
Manotel SA. Manpower SA. Mars Schweiz AG. Marti
Bauunternehmung AG. Marvinpac SA. Matériaux
Sabag SA. Mathys AG Bettlach. Max Pfister Baubüro AG.
maxon motor AG. MCI Group Holding SA. McKinsey.
MCL Medizinische Laboratorien AG. Medela AG.
Medelec SA. Media Markt. Meditest Vevey SA.
Medtronic Europe Sàrl. Menétrey SA. Mepha Schweiz AG.
Mercedes-Benz Automobil AG. Merlini & Ferrari SA.
Messmer AG. Métalem S.A. Metalizzazione SA. Metalor
Technologies SA. Metrohm AG. Meubles Descartes SA.
Micarna SA. Michelin Suisse SA. Microsynth AG.
Migros. Migros Bank AG Nordwestschweiz. Mikron SA.
Mirabaud & Cie SA. MIT-GROUP. Möbel Pfister AG.
Möbel Svoboda AG. Möbelfabrik Wellis AG. Möbel-Märki
Handels AG. mobilezone ag. Mobilière Suisse Société
d'assurances, Agence générale de Genève. Mode
Weber. Model Emballages SA. Molini Ticinesi Riuniti SA.
Mondini Engineering SA. Monn SA. Mordasini Maler
Gipser AG. Morga AG. Mori Seiki International SA.
MPM facility services SA. Muesmatt AG Fenster und
Schreinerei. Müller-Steinag Holding AG. Multitime
Quartz SA. Mundipharma Medical Company.
Muttoni SA.

N

Naef Holding SA. Nellen & Partner AG. Nestlé
Nespresso SA. Neue Aargauer Bank AG. New Rock SA.
Newave SA. NH Hotel Group. Nidwaldner Kantonalbank.

Nobel Biocare. Novae Restauration SA. Novartis
International AG. NOVO Business Consultants AG.
NRS Printing Solutions AG.

O

Obrist Bauunternehmung AG. Obwaldner Kantonalbank.
Officine Ghidoni SA. Ofisa Société fiduciaire et de
Conseils. OLZ & Partners. Omya AG. Otto Hofstetter AG.

P

PanGas AG. Papyrus Schweiz AG. Parietti et Gindrat SA.
Parkhotel Bellevue Adelboden AG. Parking Riponne SA.
Parkresort Rheinfelden AG. Parmigiani Fleurier SA.
Partners Group. Pasta Röthlin AG. Pastificio Simona SA.
Pavatex AG. PB Swiss Tools GmbH. Perosa AG. Perrin
Holding SA. Pestalozzi + Co AG. Peter Engeloeh AG.
Pfefferlé & Cie SA. Pfisterer-Sefag AG. Pharmacie
populaire société coopérative. Pharmacie Principale SA.
Pharmacies BENU SA. Piccadilly SA. Pietro Calderari SA.
Pilatus-Bahnen AG. Pini Swiss Engineers SA.
PME Perspectives SA. Polivideo SA. Pollux Reinigungs-
service AG. Port-franc de Martigny SA. Pouly
Tradition SA. Prantl Bauplaner AG. PrétotNet SA.
PricewaterhouseCoopers AG. PRO Entreprise sociale
privée. Probst Maveg SA. Procter & Gamble SA.
Proderma Betriebs AG. Produits dentaires SA.
Projekta AG Ingenieure und Planer. Prosegur SA.
Protectas SA. Provida AG. Publi Annonces SA.

Q

Quickmail AG.

R

R. Bühler AG. R. Nussbaum AG. Radisson Blu Hotels.
Raiffeisenbanken. Ramseier Holding AG. Redinvest
Immobilien AG. Régence Production SA. Régie de
Fribourg SA. Régie du Rhône SA. Regiobank
Solothurn AG. Regiopress SA. Rego-Fix AG. Reichle &
De-Massari AG. Reiden Technik AG. Reisebüro Agustoni.
Rekag AG. Remaco AG. Remimag AG. Restaurant
Florida AG Studen. Retraites Populaires. Retripa. Rhenus
Alpina. Rhyner Logistik. ricardo.ch AG. Richemont
International SA. Richter-Dahl Rocha & Associés
architectes SA. Ricoh Schweiz AG. Rieter Holding AG.
Ristorante Montalbano. Ristoranti Fred Feldpausch SA.
Ritschard SA. Rittmeyer AG. Robatech AG. Rolf
Gerber AG. Rolla SP Propellers SA. Romande Energie SA.
Romantik Hotel Sternen, Kriegstetten. Roth Gerüste AG.
Roth Pflanzen AG. Röthlisberger Schreinerei AG. Rotho
Kunststoff AG. Rubis SA. Ruch AG. RVA Associati SA.

S

S.Facchinetti SA. SA di Gestione Shopping Center
Morbio Inferiore. SA Vini Bée. SABAG Holding AG.
Salzmann AG. Sandro Vanini SA. Sanitas Troesch AG.
Santex AG. Sarix SA. saw spannbetonwerk ag. SB
Saanen Bank AG. Schaltag AG. Schenker Schweiz AG.
Schenker Storen AG. Scheuchzer SA. Schibli AG.
Schiffahrtsgesellschaft des Vierwaldstättersees AG.
Schild AG. Schilthornbahn AG. Schindler Elettronica SA.

Schmelzmetall AG. Schneider & Cie. AG. Schoeller Textil AG. Schöni Transport AG. Schubarth + Co AG. Schulte Gartenbau. Schwyzer Kantonalbank. Secur'Archiv SA. Securitas Gruppe Schweiz. Sedelec SA. See & Park Hotel Feldbach AG, Steckborn. Seeburg Hotels AG. Seehotel Hermitage Luzern AG. Seehotel Waldstätterhof AG. Seerose Resort & Spa. Sefa SA. Sefar Holding AG. Selmoni Installation AG. Semadeni AG. Service 7000 AG. Settelen AG. SEV'design SA. SFS Group AG. SGS Société Générale de Surveillance SA. Shell (Switzerland) AG. Shoppi Tivoli. sia Abrasives Schweiz. Sieber Transport AG. Siemens Schweiz AG. SIG Combibloc Group AG. SIKA AG. Silhouette Wellness SA. SIP Société d'Instruments de Précision SA. SIR Service d'intervention Rapide SA. Sisag AG. Slongo AG. Società Anonima Giovanni Balmelli Faspea. Société Suisse des Explosifs Group. Socol SA. Solaronix SA. Spaini Bau AG. SPAR Gruppe. Sparkasse Schwyz. Spühl AG. St. Galler Kantonalbank. Stamm Bau AG. Stämpfli Verlag AG. Stebler Blech AG. Steffen Informatik AG. STEG Electronics AG. Steinemann Technology AG. Steiner AG. Stettler Sapphire AG. Stewo International AG. Stirnimann AG. Stöckli Metall AG. Stöcklin Logistik AG. Stoosbahnen AG. Stoppani AG. Storchen Zürich. Studio Ingegneria Sciarini SA. Sucafina SA. Südpack Bioggio SA. Suiten Hotel Parco Paradiso. Sunage SA. Sushi Mania SA. Swarovski Gruppe. Swatch Group SA. Swiss Helicopter AG. Swiss Life Schweiz. swisspor Romandie SA. Swissport International Ltd. Switel SA. SWS Medien AG Print. Syntax Übersetzungen AG.

T

T+R AG. Taiana SA. Taxi-Phone Centrale SA. Teamlog (Suisse) S.A. Tecan Group AG. The Nielsen Company (Switzerland) GmbH. Thermalp les Bains d'Ovronnaz SA. TMR Transports de Martigny et Régions SA. Toneatti AG Bilten. Topnet SA. Totsa Total Oil Trading SA. Trans-Continental SA. Treuhand- und Revisionsgesellschaft Mattig-Suter und Partner. Triba Partner Bank AG. Trisa AG. Trumpf Maschinen AG. Truvag AG. Tschanré AG. Tschopp Holzindustrie AG. Tschümperlin Schuhe + Sportmode. TUI Suisse. Turck Duotec SA.

U

UBS AG. UGP Unione Gestori Patrimoniali SA. Ulysse Nardin S.A. Unisto AG. UPS United Parcel Service (Schweiz) AG. Urner Kantonalbank.

V

Vacheron Constantin. Vadian Bank AG. Valcambi SA. Vale International SA. Valencia Kommunikation AG. Valiant Bank AG. Van Baerle AG. Variofilm SA. Varioprint AG. Vaudoise Assurances Holding SA. Vennerhus Weine AG. Verwo AG. Vetropack SA. VF International Sagl. Virtua SA. Visilab SA. Vitogaz Switzerland AG. Vitol SA. Voigt AG. Vonplon Strassenbau AG. Voyages Buchard SA. VP Bank (Schweiz) AG. VRSB AG.

W

Waldhaus Flims Mountain Resort & Spa. Walo Bertschinger AG. Walter Matter SA. Walter Meier AG. Walter Zoo AG. Wandfluh AG. Wanner + Fankhauser AG. Wäscheria Textil Service AG. weba Weberei Appenzell AG. Weiss + Appetito AG. Weleda AG. Wesa AG. Westiform AG. WICOR Holding AG. Willy Stäubli Ing. AG Wasserbau Stahlbau. Winterhalter + Fenner AG. Wohncenter von Allmen AG. Wüest & Cie. AG.

Z

Zambon Svizzera SA. Zanini – L'Aristocrazia dei Vini. Zehnder Group. Zenhäusern Frères SA. Ziegelei Schumacher. Ziemer Ophthalmic Systems AG. Zindel Gruppe AG. Zingg Transporte AG. Zubler AG. Zuger Kantonalbank. Zühlke Engineering AG. Zürcher Kantonalbank. Zürcher Landbank AG. Zürich Marriott Hotel. Zürich Versicherungsgesellschaft AG. Zweifel Pomy-Chips AG.

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 11 décembre 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, les risques de déflation se sont de nouveau accrus, et le franc demeure à un niveau élevé. Le Libor à trois mois s'inscrivant à zéro, le cours plancher constitue l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires.</p>	<p>Décembre 2014</p>
<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>

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.

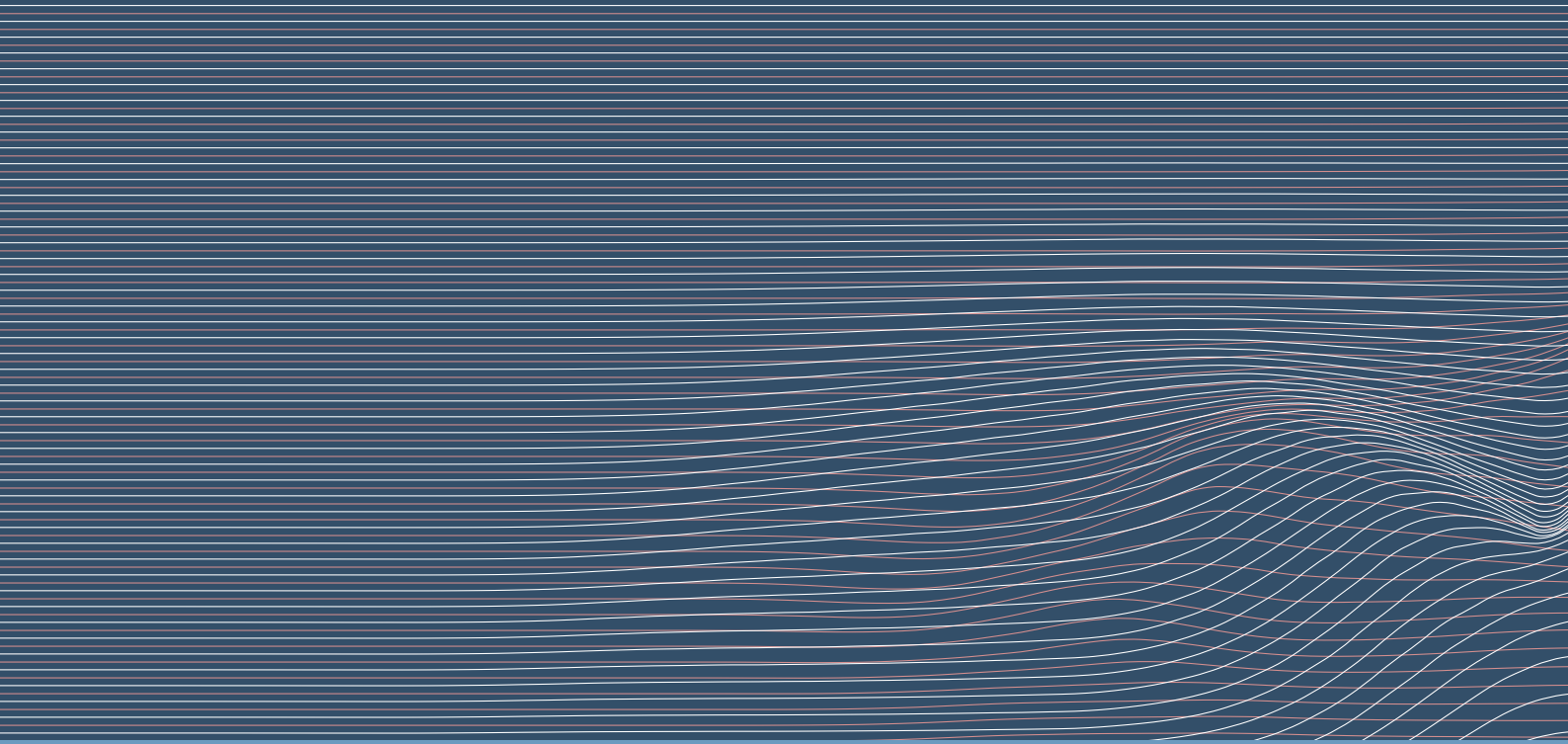
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

