

Bulletin trimestriel
1/2014 Mars

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



Bulletin trimestriel
1/2014 Mars

32^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 20 mars 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
SNB Policy Paper	
Prix des biens suisses échangés pendant l'effondrement du commerce mondial	34
Chronique monétaire	44

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 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 20 mars 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 20 mars 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 20 mars 2014

La Banque nationale confirme le maintien du cours plancher

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Le franc se situe toujours à un niveau élevé. La BNS est 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. 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. La BNS laisse à 0% - 0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

En mars, la BNS a encore une fois revu à la baisse sa prévision d'inflation conditionnelle. En janvier et en février, le taux de renchérissement est resté proche de zéro en Suisse. Son recul à l'échelle mondiale et le léger renforcement du franc retardent le passage à un taux d'inflation positif. Comme lors de l'examen de décembre, la prévision repose sur un Libor à trois mois maintenu à 0% au cours des trois prochaines années; elle part de l'hypothèse que le franc s'affaiblira au cours de la période de prévision. La BNS table désormais sur une inflation de 0% en 2014 et de 0,4% en 2015, soit dans les deux cas

de 0,2 point inférieure à la prévision de décembre. Sa prévision pour 2016 s'établit à 1%. Par conséquent, il n'y a pas de risque d'inflation en Suisse dans l'avenir proche.

La reprise modérée de l'économie mondiale s'est poursuivie au quatrième trimestre 2013. En Europe, la croissance a reposé sur une assise géographique plus large qu'aux trimestres précédents. Le renchérissement s'est par contre inscrit à un niveau modeste dans la zone euro, ce qui reflète en partie la faiblesse persistante de la demande intérieure.

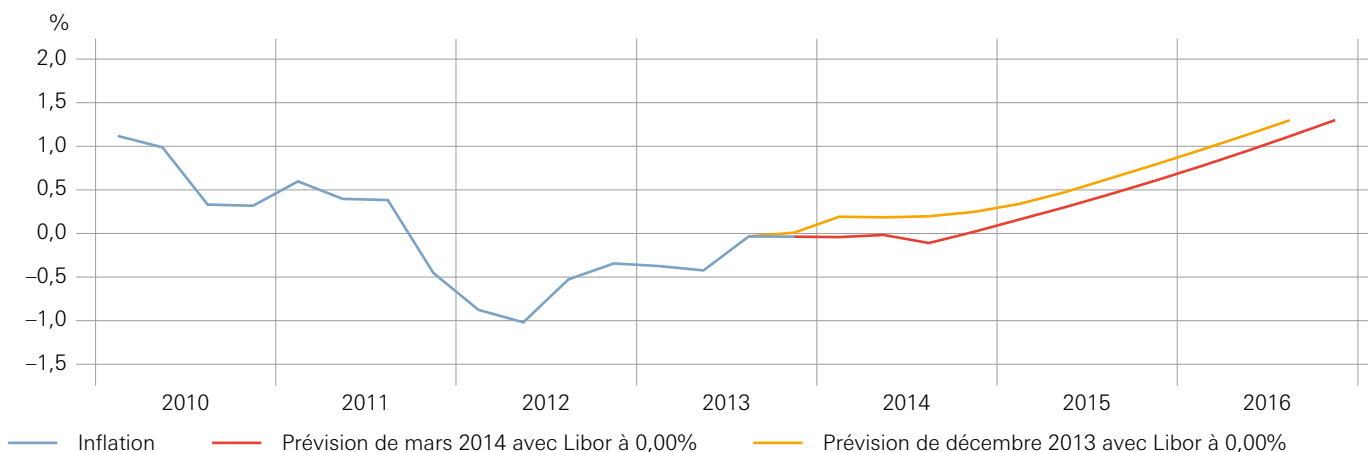
Des risques importants continuent néanmoins de menacer le redressement de l'économie mondiale. Les inquiétudes concernant l'état du système financier dans la zone euro devraient rester vives tant que l'examen des bilans des banques ne sera pas achevé. Le recul du taux de renchérissement dans les pays développés a accentué les incertitudes relatives au cap futur de la politique monétaire dans les principales zones monétaires. L'assainissement durable des finances publiques représente par ailleurs un grand défi pour plusieurs pays industrialisés. Enfin, les faiblesses structurelles dans d'importantes économies émergentes et les tensions politiques qui affectent différentes régions pourraient peser sur la reprise de l'économie mondiale.

En Suisse, la croissance a subi un ralentissement au quatrième trimestre 2013, conformément aux attentes. Cette évolution s'explique principalement par un recul des exportations de biens, qui s'est traduit par une diminution de la valeur ajoutée dans l'industrie. La conjoncture devrait retrouver de son dynamisme à partir du premier trimestre 2014. La BNS table toujours sur une croissance d'environ 2% du produit intérieur brut en 2014.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2014

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



Source: BNS.

En janvier, le Conseil fédéral a relevé le volant anticyclique sectoriel de fonds propres sur proposition de la BNS, ce qui conduit à un durcissement temporaire, à partir du 30 juin 2014, des exigences de fonds propres pour les prêts hypothécaires portant sur des objets d'habitation situés en Suisse. Cette mesure permettra d'accroître la résilience du secteur bancaire face à une

possible correction des déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier, et de prévenir une nouvelle aggravation de ces déséquilibres. La BNS observe attentivement l'évolution sur ces marchés et examine régulièrement si le niveau du volant anticyclique de fonds propres doit être adapté.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois en francs. Par ailleurs, la BNS fait actuellement prévaloir un cours plancher pour l'euro.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, MARS 2014

	2010				2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,2

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2014

	2013				2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de décembre 2013, avec Libor à 0,00%					0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	0,2	0,6	
Prévision de mars 2014, avec Libor à 0,00%					0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1	1,3	0,0	0,4	1,0

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au quatrième trimestre 2013, sur le plan mondial, le redressement modeste de l'économie s'est poursuivi conformément aux attentes exprimées dans le scénario de base de décembre 2013, le commerce a de nouveau progressé (voir graphique 2.1), et le produit intérieur brut (PIB) a encore augmenté, affichant une hausse de près de 4%. L'utilisation des capacités de production s'est certes accrue dans le monde, mais elle reste nettement inférieure à sa moyenne à long terme, notamment dans les pays industrialisés.

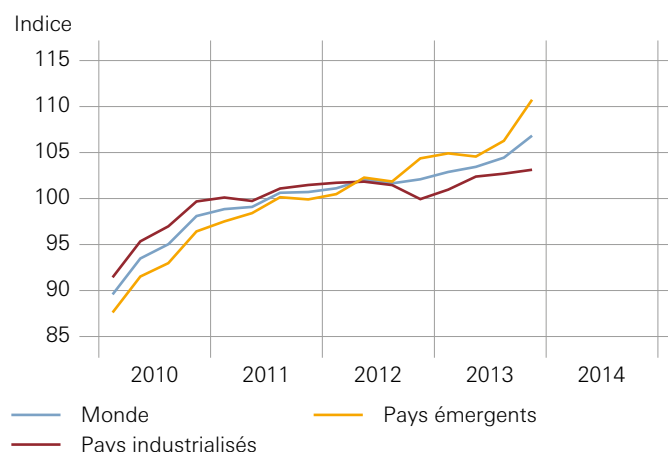
Aux Etats-Unis, le PIB a affiché une expansion robuste au quatrième trimestre, même si l'arrêt partiel de l'administration a eu des répercussions négatives notables. Dans la zone euro, la croissance économique est restée modérée, mais la reprise a un peu étendu son assise sur le plan géographique. La dynamique de renchérissement y était, en revanche, étonnamment faible. Au Japon, la croissance était nettement inférieure à celle des trimestres précédents. En Chine, la croissance économique s'est de nouveau révélée solide, alors que dans les autres pays émergents majeurs, elle est demeurée modeste.

A court terme, l'économie mondiale devrait conserver à peu près le même rythme d'expansion qu'elle avait affiché jusqu'ici. Le redressement est stimulé par le fait que le processus de désendettement du secteur privé touche à sa fin aux Etats-Unis, que les effets de frein de

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

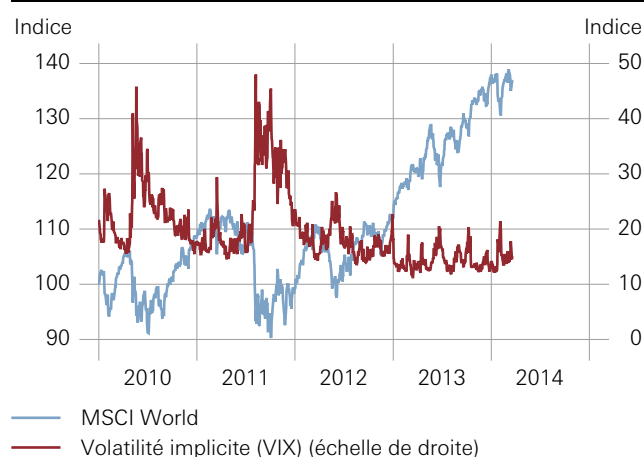


Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Début de la période = 100 (échelle de gauche)



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

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

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

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

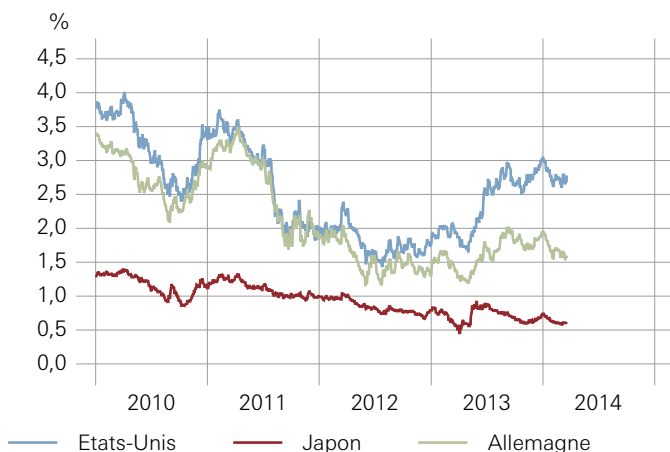
² Niveau.

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

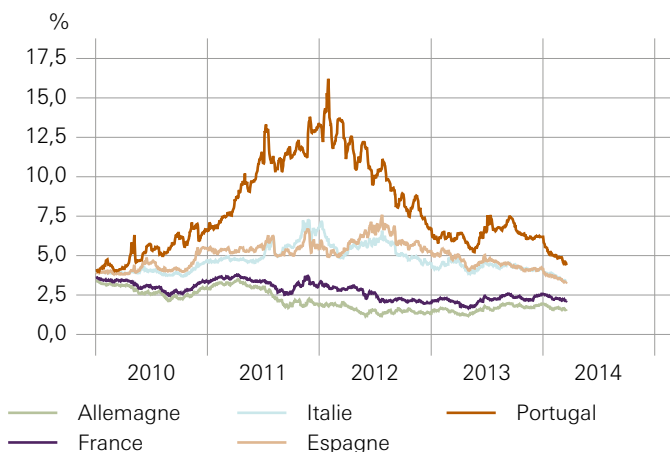


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

la politique budgétaire s'atténuent aux Etats-Unis et en Europe et que la politique monétaire reste expansionniste dans les principaux pays industrialisés. Il faut toutefois s'attendre à une évolution volatile au premier semestre en raison de la vague de froid exceptionnelle aux Etats-Unis et de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée en avril au Japon. La zone euro ne croîtra que modestement en raison de ses problèmes structurels. Dans les pays émergents, la conjoncture devrait toujours suivre une évolution hétérogène.

Les perspectives économiques mondiales restent exposées à des risques de dégradation significatifs. L'incertitude concernant la politique budgétaire américaine a certes sensiblement baissé grâce aux accords conclus sur le budget et le plafond de la dette, mais en même temps, les doutes sur la solidité de l'évolution conjoncturelle dans plusieurs pays émergents et les inquiétudes liées aux tensions géopolitiques sont passés au premier plan. Dans la zone euro, la reprise reste fragile malgré les progrès réalisés jusqu'à présent. L'incertitude quant à l'état du système financier durera probablement jusqu'à la fin de l'examen des banques par la Banque centrale européenne (BCE). De plus, le risque que le renchérissement demeure quelque temps encore nettement inférieur au niveau visé par la BCE s'est renforcé.

Pour établir ses prévisions, la BNS se base sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro par rapport au dollar des Etats-Unis. Celles-ci sont pratiquement inchangées par rapport au scénario de base de décembre 2013. La BNS part d'un prix de 108 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,36 dollar pour un euro.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre, le climat sur les marchés financiers internationaux a par moments été marqué par les doutes concernant la solidité de la conjoncture mondiale. Certains pays émergents ont enregistré des sorties de capitaux soudaines et des fluctuations des cours de change, auxquelles les banques centrales des Etats concernés ont réagi en partie en relevant leur taux directeur.

Compte tenu de l'incertitude, les cours des actions ont provisoirement reculé sensiblement et l'indice de volatilité afférent aux actions américaines (VIX) a fortement varié (voir graphique 2.2). Pour ce qui est des pays industrialisés, la plupart des rendements des emprunts d'Etat à long terme ont fléchi (voir graphique 2.3), et l'écart entre les primes de risque des obligations d'Etat allemandes et celles des emprunts des pays du sud de la zone euro a encore diminué. Les principales monnaies ont eu tendance à s'apprécier légèrement (voir graphique 2.5). Le cours de l'euro a continué de se raffermir par rapport au dollar des Etats-Unis.

Les prix des matières premières se sont redressés (voir graphique 2.6). Des conditions météorologiques défavorables, mais aussi d'autres facteurs ont entraîné une forte hausse des prix des denrées alimentaires. Quant aux prix du pétrole, ils ont eu tendance à demeurer stables, bien que des défaillances de la production survenues dans d'importants pays producteurs et une vague de froid exceptionnelle aux Etats-Unis aient temporairement soutenu ces prix.

ÉTATS-UNIS

Après un premier semestre faible, la croissance économique s'est accentuée au second semestre 2013 aux Etats-Unis (voir graphique 2.7). Cela tient pour l'essentiel à un renforcement important des stocks, mais la demande finale s'est, elle aussi, légèrement raffermie. Sur l'année, le PIB a augmenté de 1,9%, contre 2,8% en 2012. L'utilisation des capacités de production reste médiocre dans l'ensemble de l'économie, comme le reflète le chômage relativement élevé sur le long terme (voir graphique 2.10).

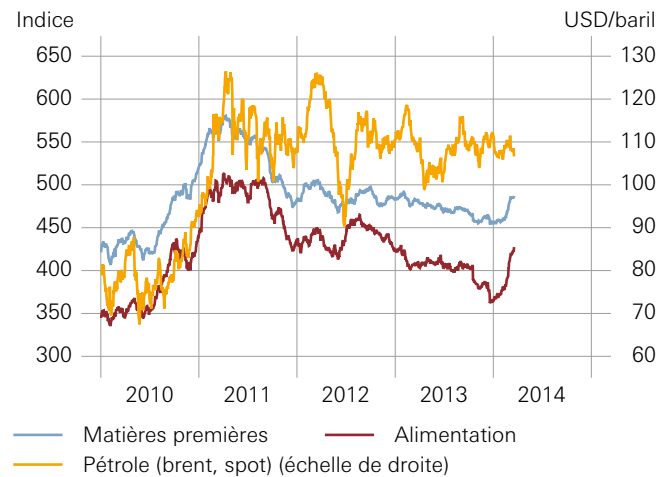
L'activité économique a faibli au début de l'année 2014, notamment en raison d'une vague de froid exceptionnelle. On peut donc s'attendre à un rebond de l'économie à l'arrivée du printemps. Les perspectives conjoncturelles restent fondamentalement favorables. Les effets de frein imputables aux mesures de consolidation budgétaire devraient s'estomper progressivement. Les accords concernant le budget et le plafond de la dette ont par ailleurs réduit les risques inhérents à la politique budgétaire. La situation financière des ménages s'est également améliorée grâce à plusieurs années d'efforts en matière d'épargne et à la hausse des prix de l'immobilier; elle devrait moins peser sur la consommation. La politique monétaire expansionniste devrait donner d'autres impulsions et les investissements des entreprises devraient dès lors retrouver progressivement de la vigueur. Dans l'ensemble, la BNS table sur une croissance du PIB de 2,9% en 2014 et de 3,3% en 2015 (voir tableau 2.1).

Le renchérissement reste modeste aux Etats-Unis. Le taux annuel pour les prix à la consommation a fluctué ces derniers mois sous l'influence de prix de l'énergie volatils. En février, il s'établissait à 1,1% (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé et s'est inscrite à 1,6% (voir graphique 2.12). Au cours des années à venir, l'inflation devrait évoluer progressivement en direction du niveau visé par la Réserve fédérale (Fed).

Depuis décembre 2013, la Fed a réduit peu à peu ses achats mensuels de titres: alors qu'ils portaient initialement sur un montant de 85 milliards, ils ont passé à 55 milliards de dollars des Etats-Unis. Quant à la marge de fluctuation du taux directeur, la Fed l'a maintenue à 0%-0,25% (voir graphique 2.13). En mars 2013, la Réserve fédérale a déclaré pour la première fois qu'elle envisageait de ne relever le taux directeur qu'un certain temps après la fin de son programme d'achat de titres.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

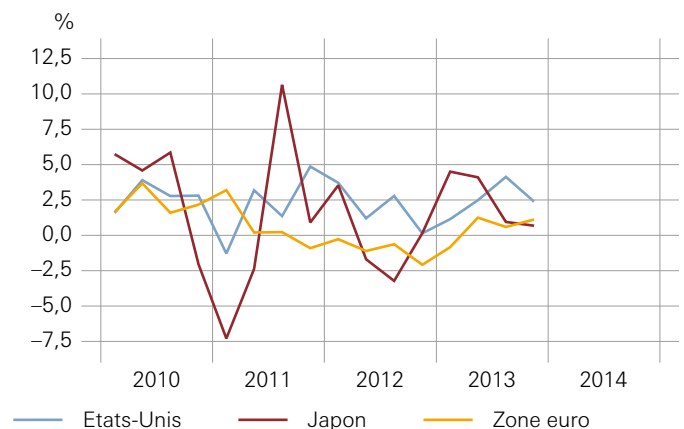


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

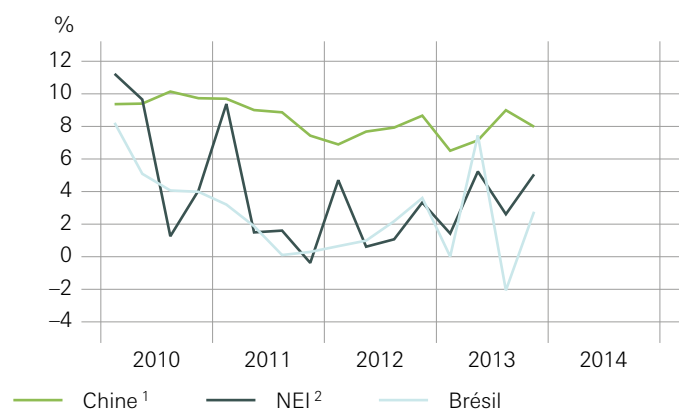


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

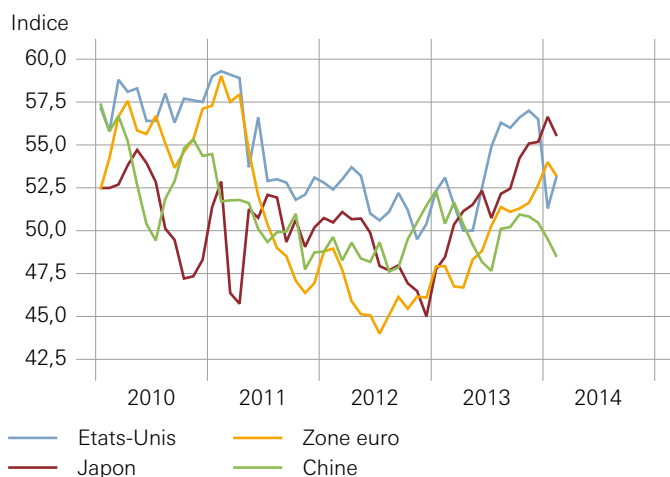


1 Estimation BNS.

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

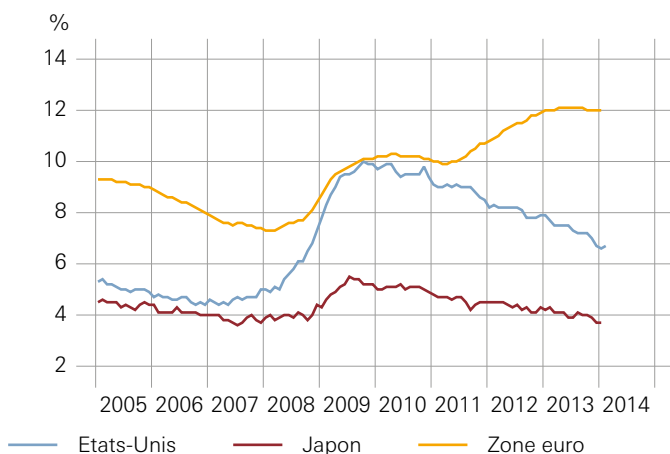
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

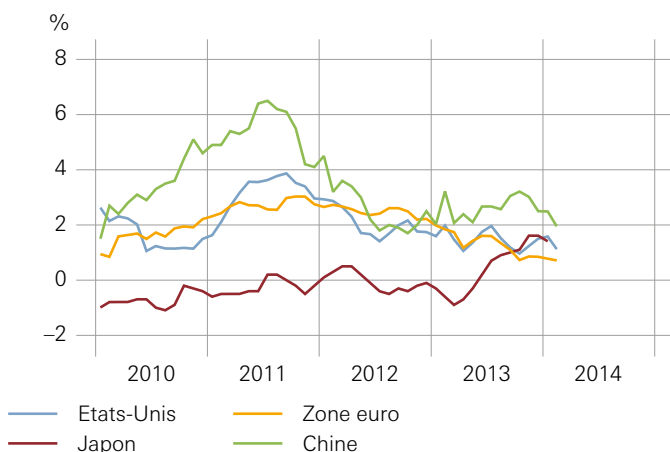
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

Dans ce contexte, elle a une fois de plus renvoyé à ses faibles prévisions d'inflation. Elle n'a plus mentionné les seuils concernant le taux de chômage et le taux d'inflation à moyen terme.

ZONE EURO

Le redressement modéré de la conjoncture s'est poursuivi dans la zone euro. La performance économique a augmenté de 1,1% au quatrième trimestre (voir graphique 2.7), mais elle a diminué une nouvelle fois en moyenne annuelle en 2013 (-0,5%). Les exportations et les investissements ont continué d'augmenter au quatrième trimestre. L'activité a regagné de la vigueur en premier lieu dans l'industrie manufacturière, et la demande a étendu son assise également sur le plan géographique. L'Allemagne est restée le moteur de la croissance, mais tous les grands Etats membres affichent désormais un PIB en hausse. Celui-ci a augmenté pour la première fois depuis deux ans et demi en Italie. En France, il a retrouvé son niveau d'avant la crise, et il s'est également accru quelque peu dans de nombreux petits Etats membres. Le nombre de chômeurs a baissé au quatrième trimestre, pour la première fois depuis trois ans, mais le taux de chômage reste très élevé (voir graphique 2.10).

Le moral des ménages et des entreprises s'est encore amélioré ces derniers mois (voir graphique 2.9). La demande intérieure devrait donc continuer à gagner de la vigueur. Les perspectives d'exportation demeurent, elles aussi, modérément positives. Des incertitudes notables concernant l'examen du bilan des banques par la BCE, l'union bancaire et l'assainissement des finances publiques pèsent cependant toujours sur la reprise. L'évolution est une fois de plus hétéroclite dans la zone euro, et notamment les conditions de crédit restent problématiques dans certains pays. Dans l'ensemble, la BNS table sur une croissance du PIB de 1,3% en 2014 et de 2% en 2015.

La hausse des prix à la consommation était faible en raison de prix de l'énergie en baisse et d'une demande intérieure modeste. Elle s'est établie à 0,7% en février, soit à un niveau presque inchangé (voir graphique 2.11). Dans les pays périphériques, elle a évolué bien en deçà de la moyenne de la zone euro. L'inflation sous-jacente a atteint en décembre son plus bas niveau (0,7%) depuis la création de l'union monétaire, avant de remonter à 1% en février (voir graphique 2.12).

La BCE a maintenu à 0,25% – un plancher historique – le taux appliqué aux opérations principales de refinancement (voir graphique 2.13). Elle a réaffirmé son estimation selon laquelle les taux directeurs demeureront à leur niveau actuel, voire à un niveau inférieur, sur une période prolongée.

JAPON

Au Japon, l'essor conjoncturel s'est poursuivi au quatrième trimestre sous l'influence des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes introduites au printemps 2013. Le dynamisme des exportations s'est toutefois sensiblement ralenti vers la fin de l'année, atténuant la croissance du PIB. Celui-ci n'a progressé que de 0,7% au dernier trimestre (voir graphique 2.7). En moyenne annuelle, il s'est cependant accru de 1,5%, un taux qui n'avait plus été atteint depuis trois ans.

Il faut s'attendre à un regain de croissance provisoire au premier trimestre, car les dépenses de consommation privée seront vraisemblablement effectuées avant que n'entre en vigueur, en avril 2014, le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA). Un train de mesures conjoncturelles, qui comprend des investissements publics, des paiements de transfert aux ménages à faible revenu et des incitations fiscales pour les investissements, devrait atténuer les effets négatifs de la hausse de la TVA sur la croissance. Le moral des entreprises reste bon dans l'ensemble. Le redressement progressif de l'économie mondiale et la faiblesse du yen contribuent à cette situation. Compte tenu des attentes positives, les investissements des entreprises privées devraient continuer à augmenter. A moyen terme, la BNS part de l'hypothèse que l'évolution restera modeste. En 2015, la politique budgétaire devrait être plus restrictive en raison de l'objectif fixé pour les finances publiques. Les réformes structurelles annoncées dans le cadre de la stratégie de croissance pourraient renforcer le potentiel de croissance. Or une croissance durable est notamment nécessaire pour relever les défis de la politique budgétaire.

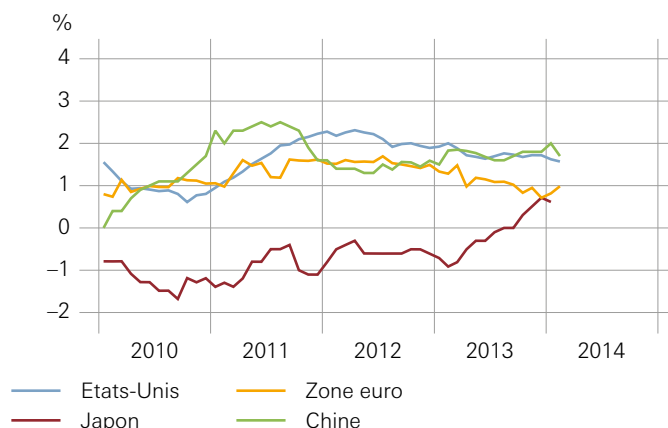
Au Japon, l'érosion des prix, qui durait depuis de nombreuses années, semble toucher à sa fin. Les prix à la consommation sont repartis à la hausse ces derniers mois sous l'influence du yen faible. En moyenne annuelle, le renchérissement a été positif pour la première fois depuis 2008, s'établissant à 0,4%. En janvier 2014, le renchérissement annuel s'inscrivait à 1,4% et l'inflation sous-jacente, à 0,6% (voir graphiques 2.11 et 2.12). Depuis, plus de la moitié des prix des biens et des services composant le panier-type ont dépassé leur niveau de l'année précédente, ce qui n'était plus arrivé depuis début 2009. Le relèvement de la TVA devrait entraîner une poussée unique de l'inflation de l'ordre de 2 points. A moyen terme, la hausse progressive des anticipations d'inflation pourrait stimuler l'évolution des prix.

La Banque du Japon a réaffirmé son intention, formulée en avril 2013, de doubler la base monétaire jusqu'à fin 2014 pour la porter à 270 000 milliards de yens, soit environ la moitié du PIB nominal, en procédant à d'importants achats d'obligations d'Etat japonaises à long terme (voir graphique 2.14). Cette mesure vise à relever l'inflation à un niveau d'environ 2% dans un délai raisonnable. Dans le même temps, la Banque du Japon a prolongé d'un an deux programmes de crédit spécifiques lancés

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

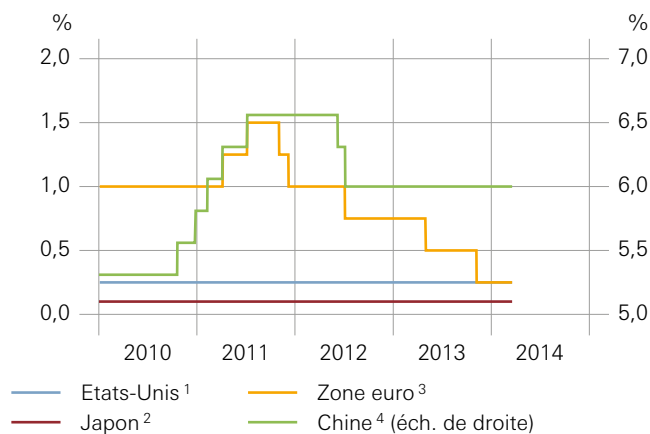


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



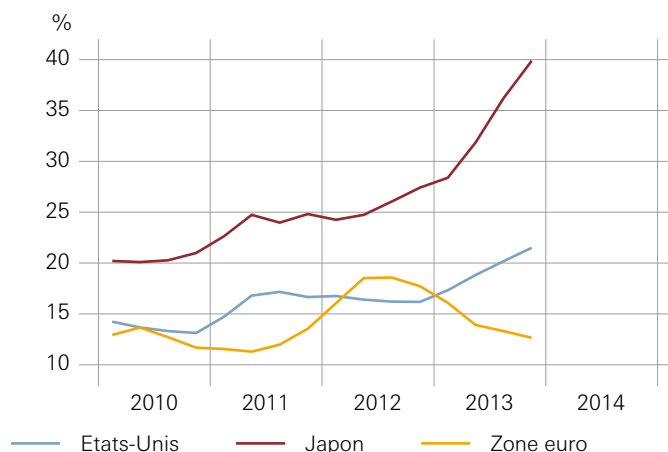
¹ Taux des fonds fédéraux. ² Taux cible au jour le jour. ³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement. ⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

Par rapport au PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

respectivement en 2010 et en 2012 pour encourager l'octroi de crédits par les banques.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

L'évolution des économies émergentes est demeurée hétéroclite. En Chine, la conjoncture, qui repose sur une large base, a gagné en vigueur au second semestre (voir graphique 2.8). Le PIB a progressé de 7,7% sur l'ensemble de l'année 2013, soit au même rythme qu'en 2012. Le rebond conjoncturel s'est poursuivi dans les nouvelles économies industrielles d'Asie, dont la Corée du Sud et Taïwan, grâce à une consommation privée robuste. La croissance est par contre restée modeste au Brésil, en Inde et en Russie en raison d'une politique monétaire de plus en plus restrictive et du manque de réformes.

Les perspectives concernant les économies émergentes varient fortement d'une région à l'autre. En Chine, le PIB devrait afficher une croissance solide à moyen terme. Les réformes annoncées pour améliorer la couverture sociale devraient avoir des effets positifs sur la consommation, car les ménages devront moins recourir à la prévoyance individuelle. Le dynamisme économique actuel est toutefois difficile à évaluer, car le Nouvel An chinois conduit à une distorsion des indicateurs. Par ailleurs, le volume des crédits, qui continue de croître fortement, s'accompagne de risques: les surcapacités dans l'industrie lourde excessivement endettée et la hausse des taux d'intérêt pourraient entraîner une recrudescence des insolvabilités et déclencher des turbulences sur les marchés financiers. Les perspectives demeurent modestes au Brésil, en Inde et en Russie: ces pays font face à des conditions de crédit restrictives, à un faible dynamisme en matière de réformes et à une productivité basse. De plus, les tensions politiques avec l'Ukraine et la communauté internationale pèsent sur les perspectives de croissance de la Russie.

L'inflation a légèrement fléchi dans les économies émergentes ces derniers mois. Au Brésil, en Inde et en Russie, les taux de renchérissement étaient cependant encore sensiblement supérieurs aux valeurs visées par la politique monétaire. En raison d'une diminution des prix des denrées alimentaires, le taux de renchérissement annuel en Chine était nettement inférieur à l'objectif de 3,5% fixé par la banque centrale. Les prix de l'offre, qui sont en amont des prix à la consommation, présentent encore une évolution baissière.

Les économies émergentes ont en partie procédé à un nouveau resserrement de la politique monétaire. Au Brésil, en Inde et en Russie, les banques centrales ont une nouvelle fois relevé leur taux directeur pour lutter contre une inflation élevée et des sorties de capitaux parfois rapides. La banque centrale de Chine a tenté d'apaiser la volatilité sur le marché interbancaire en prenant différentes mesures de politique monétaire.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, la croissance s'est nettement ralentie au quatrième trimestre, conformément à ce qui était attendu. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB en termes réels a progressé de 0,6% après avoir enregistré des taux de croissance annualisés d'un peu plus de 2% au cours des trois derniers trimestres. La faiblesse des exportations de biens, liée à un recul notable de la création de valeur dans l'industrie manufacturière, a joué un rôle déterminant dans cette évolution. En revanche, la demande intérieure a continué de jouer un rôle moteur. L'année 2013 s'est achevée sur une hausse du PIB de 2%.

Compte tenu de la croissance modérée du PIB, l'écart de production négatif s'est à nouveau quelque peu creusé au quatrième trimestre. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau été inférieur à la moyenne. L'emploi a connu une évolution positive tandis que le taux de chômage est resté inchangé.

La croissance devrait connaître un regain de vigueur au premier trimestre 2014. Pour l'année 2014, la BNS table également sur une progression du PIB d'environ 2%.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

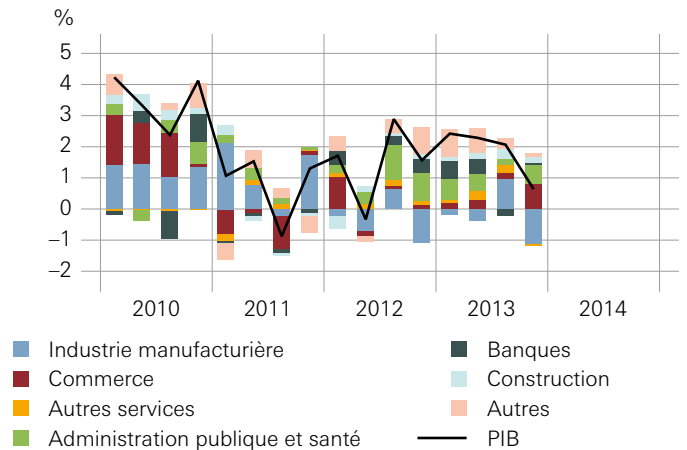
Ralentissement temporaire dans l'industrie manufacturière

La croissance du PIB au quatrième trimestre a été retenue, principalement du fait du recul de la création de valeur dans l'industrie manufacturière, mais également en raison de la faiblesse de la progression dans la finance et les services aux entreprises (voir graphique 3.1). En revanche, elle a été soutenue par le commerce, l'administration publique et la santé.

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

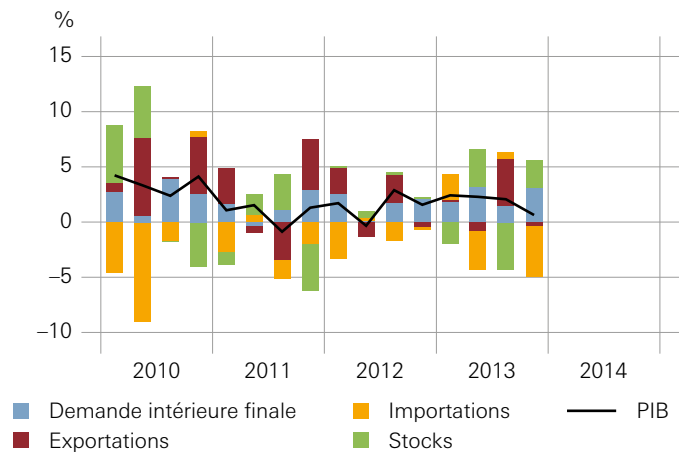


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

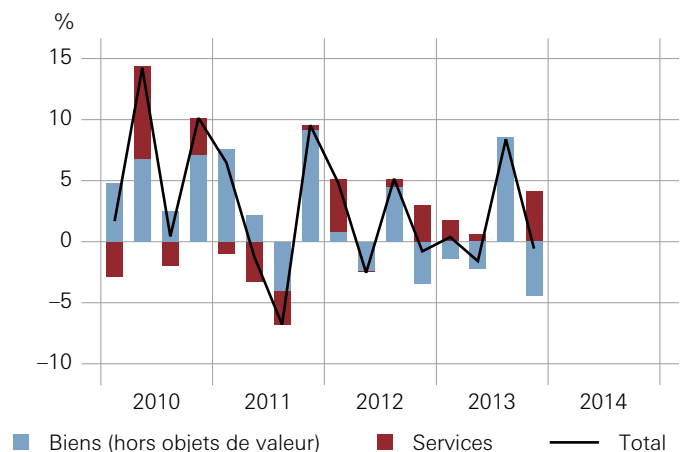


Source: SECO.

Graphique 3.3

EXPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Contribution nettement négative du commerce extérieur

Après avoir connu une forte hausse au trimestre précédent, les exportations ont légèrement reculé (voir graphique 3.3). Le repli des exportations de marchandises n'a été qu'en partie compensé par la vigoureuse augmentation des exportations de services, notamment dans le domaine des licences et brevets. Les importations, quant à elles, ont fortement progressé alors qu'elles avaient enregistré une légère baisse au trimestre précédent (voir graphique 3.4). Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été nettement négative au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, les exportations nettes n'ont guère contribué à la croissance (voir graphique 3.2 et tableau 3.1).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2010	2011	2012	2013	2012				2013			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	1,7	1,1	2,4	2,3	3,9	0,6	2,7	3,3	2,3	2,2	0,9	2,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	1,2	3,2	3,0	2,9	3,3	3,7	2,8	3,3	1,3	4,8	2,6
Investissements	4,8	4,5	-0,4	1,8	-0,3	-3,1	-1,4	-0,6	0,3	8,7	2,1	6,2
Construction	3,5	2,5	-2,9	3,8	-8,6	1,1	0,1	2,7	6,6	2,0	6,3	6,2
Biens d'équipement	5,8	6,1	1,7	0,2	7,0	-6,2	-2,7	-3,2	-4,8	14,6	-1,2	6,2
Demande intérieure finale	2,2	1,8	1,8	2,3	2,8	0,1	1,9	2,4	2,0	3,5	1,6	3,4
Variation des stocks ¹	0,8	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	-2,0	3,4	-4,3	2,6
Exportations totales ²	7,4	3,8	2,0	1,1	4,8	-2,5	5,2	-0,8	0,4	-1,6	8,4	-0,6
Biens ²	9,3	6,3	1,9	-0,5	1,1	-3,5	6,6	-5,1	-2,1	-3,3	12,9	-6,6
Services	3,5	-1,6	2,4	4,4	14,0	-0,4	2,1	9,1	5,4	1,9	0,0	12,6
Importations totales ²	9,1	3,8	3,9	1,1	8,5	-0,8	4,1	0,7	-6,0	8,8	-1,7	11,6
Biens ²	10,6	3,1	2,5	-0,1	7,6	-3,2	4,3	-3,0	-6,6	9,7	-2,1	5,9
Services	3,0	6,8	9,4	5,7	12,4	9,5	3,2	16,4	-4,2	5,7	-0,5	33,8
Commerce extérieur ³	0,2	0,4	-0,5	0,1	-1,0	-1,0	0,9	-0,7	2,6	-4,3	4,9	-5,0
PIB	3,0	1,8	1,0	2,0	1,7	-0,3	2,9	1,6	2,4	2,3	2,1	0,6

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SECO.

Redressement de la demande intérieure

La demande intérieure finale a augmenté au quatrième trimestre après avoir momentanément faibli au trimestre précédent. Sur toute l'année 2013, elle a été le principal moteur de la croissance (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). Les dépenses des ménages se sont considérablement accrues, notamment dans la santé et les services financiers. Cela explique en partie la hausse de la consommation, qui a été supérieure à la moyenne tant au quatrième trimestre que sur l'ensemble de l'année. La consommation des ménages a bénéficié de l'immigration et de la progression solide des revenus.

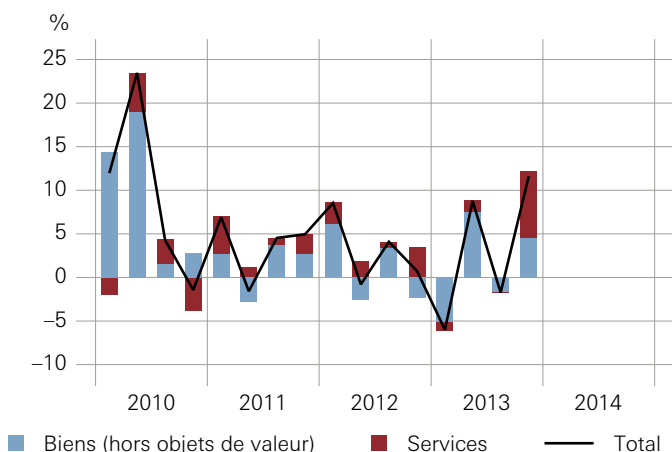
Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau progressé au quatrième trimestre, même si la propension des entreprises à investir reste globalement limitée, du fait des incertitudes au niveau de l'économie mondiale. Ainsi, les investissements en biens d'équipement n'ont que très peu augmenté depuis deux ans, et ils restent sensiblement inférieurs à leur niveau de 2007, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise financière mondiale.

Les investissements en constructions ont de nouveau connu une hausse significative au quatrième trimestre. La construction de logements, qui profite du marché immobilier en pleine expansion, a poursuivi son essor. La construction de bâtiments destinés à l'industrie et au commerce a elle aussi enregistré une croissance, après avoir connu une faible progression au cours des trimestres précédents. L'offre excédentaire qui commence à se dessiner du côté des surfaces de bureaux ainsi que l'incertitude économique persistante laissent toutefois présager qu'il ne s'agit que d'une expansion temporaire, et non d'un renversement de tendance.

Graphique 3.4

IMPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

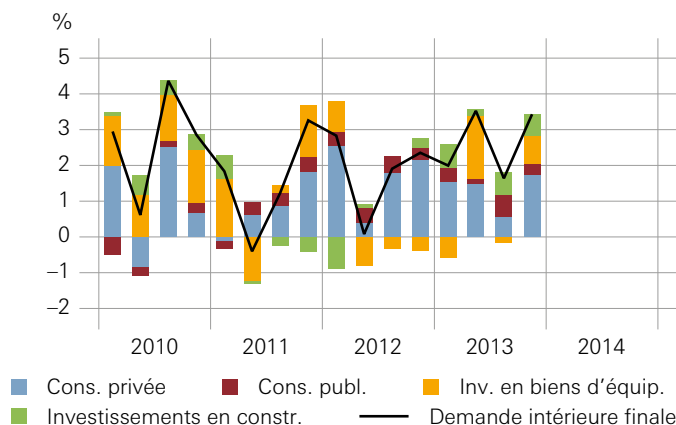


Source: SECO.

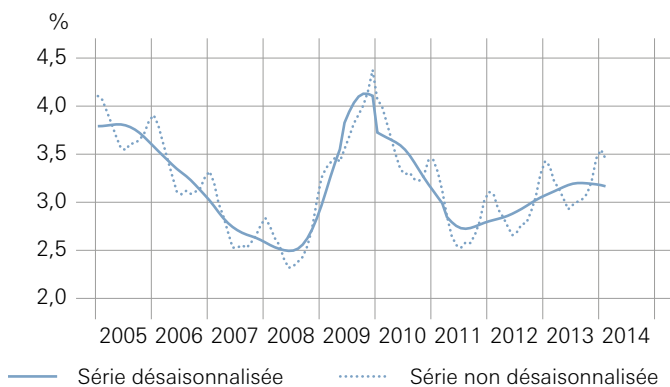
Graphique 3.5

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

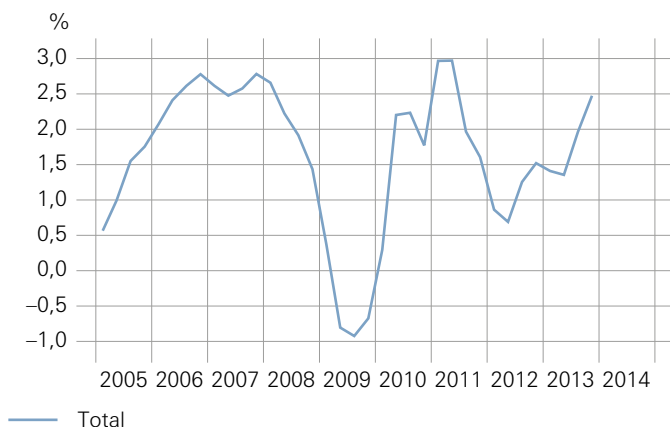
TAUX DE CHÔMAGE

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

Graphique 3.7

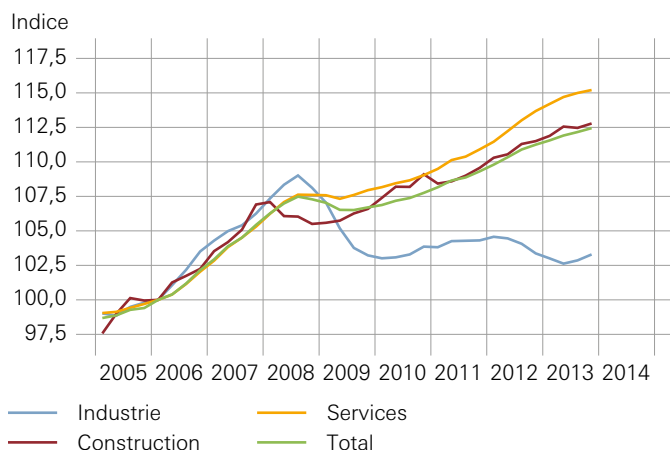
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente



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

Graphique 3.8

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

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation sur le marché du travail s'améliore peu à peu. En comparaison internationale, elle reste favorable.

Stagnation du chômage

Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières se maintient à 3,2% depuis mai 2013 (voir graphique 3.6). En moyenne annuelle, il s'établit également à 3,2%, soit 0,3 point de plus qu'en 2012. Depuis octobre 2013, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a toutefois légèrement reculé en données corrigées des variations saisonnières, ce qui indique une poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail.

Forte hausse du nombre de personnes actives occupées

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) a fortement augmenté au quatrième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la hausse s'établit à 2,5% (voir graphique 3.7). Sur l'ensemble de l'année 2013, le nombre de personnes actives occupées s'est accru de 1,3%, contre 1,5% l'année précédente.

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), l'accroissement du nombre de postes dans l'industrie manufacturière s'est accéléré au quatrième trimestre (voir graphique 3.8) Les services ont certes continué de créer des postes, mais en moins grand nombre qu'au trimestre précédent. Dans les services financiers, en revanche, l'emploi est en recul depuis plus de deux ans et demi.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Remontée progressive de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a progressé au quatrième trimestre et s'inscrit à 81,8%. Son niveau reste néanmoins nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a encore reculé mais reste à un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.10). De nombreuses entreprises ont encore dû faire face à des capacités insuffisantes tant pour les machines et les outils que pour la main-d'œuvre. Dans les services, les enquêtes continuent d'indiquer un taux d'utilisation moyen.

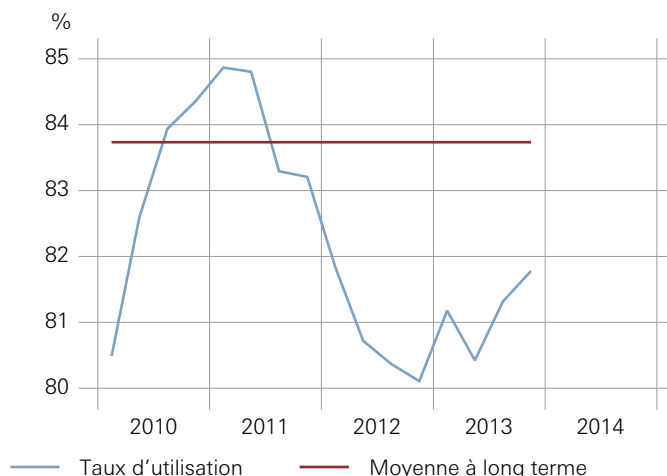
Accroissement temporaire de l'écart de production

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Au quatrième trimestre, il s'est accru en raison de la croissance du PIB inférieure à la moyenne, mais cette évolution est probablement temporaire. Si l'on part du potentiel de production estimé à l'aide d'une fonction de production, cet écart est de -1% au quatrième trimestre (voir graphique 3.11). En utilisant d'autres méthodes pour calculer le potentiel de production (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), on obtient un écart de -0,6%.

Ces différences tiennent à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de l'offre de main-d'œuvre et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre s'est nettement accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par là même, l'écart de production estimés selon cette méthode sont plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

Graphique 3.9

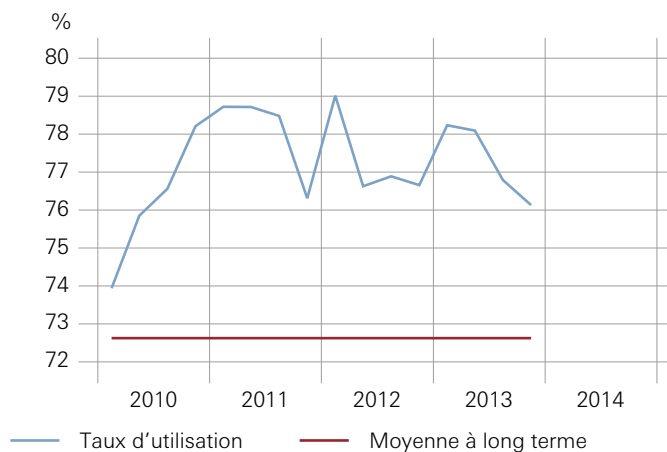
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10

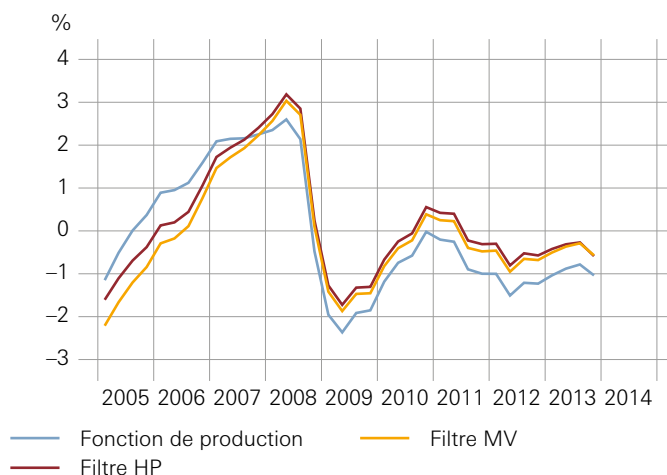
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11

ÉCART DE PRODUCTION



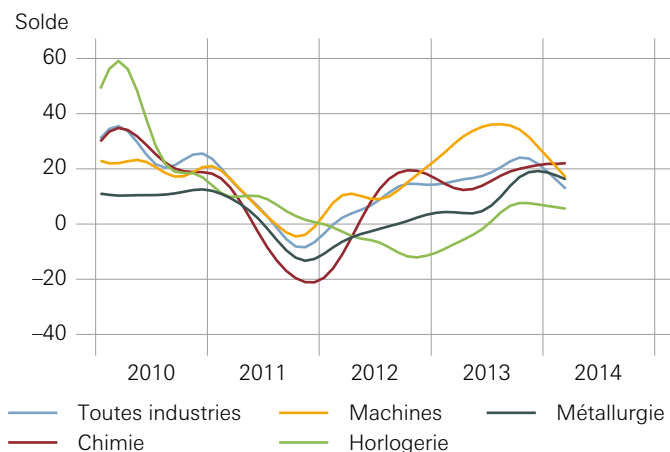
Source: BNS.

INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

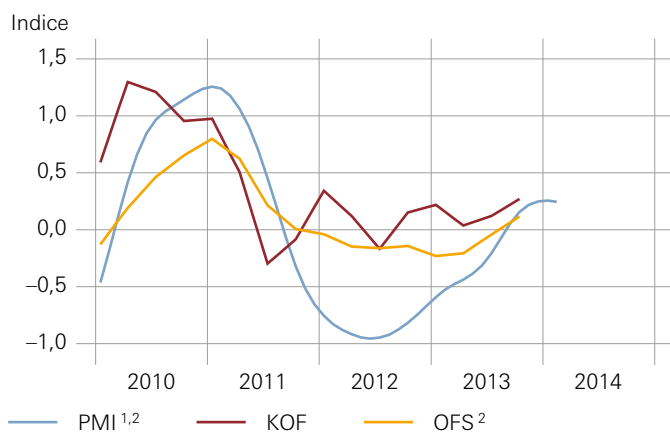
Source: Credit Suisse.

ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

Composante tendance-cycle



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI

1 Valeurs mensuelles

2 Composante tendance-cycle: BNS

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

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

La solide croissance observée l'année précédente devrait se maintenir en 2014. La plupart des indicateurs disponibles laissent présager au premier trimestre une accélération qui devrait être essentiellement portée par la nette reprise des exportations de biens.

La conjoncture internationale continuera de stimuler la croissance durant le reste de l'année. Ainsi, la situation des branches tournées vers l'exportation sera de nouveau un peu plus favorable. Le taux d'utilisation des capacités de production devrait par conséquent croître et la situation financière des entreprises, s'améliorer encore. Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que les investissements gagnent en vigueur. Au cours des prochains trimestres, les branches axées sur le marché intérieur continueront de bénéficier du contexte domestique favorable.

Pour 2014 également, la BNS table sur une croissance d'environ 2%. Le taux de chômage devrait reculer légèrement en cours d'année.

Cette prévision est entachée de grandes incertitudes, qui tiennent majoritairement à l'évolution de la conjoncture à l'étranger (voir chapitre 2). Toutefois, l'acceptation de l'initiative populaire fédérale contre l'immigration de masse, dont les conséquences ne peuvent pas encore être déterminées avec précision, favorise également l'incertitude conjoncturelle.

IPC quasi-identique à son niveau de l'année précédente

Les prix à la consommation restent stables; par conséquent, le renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) oscille autour de 0%. Il s'est établi à -0,1% en février 2014 après s'être maintenu à 0,1% entre novembre 2013 et janvier 2014 (voir tableau 4.1).

Le renchérissement mesuré par les prix à la consommation a fluctué autour de 0% au cours des derniers mois. Il en va de même pour les taux d'inflation sous-jacente, qui ont été proches de zéro, ne reflétant ainsi ni inflation ni déflation.

Les anticipations d'évolution des prix déterminées au moyen des enquêtes sont restées pratiquement inchangées. Les anticipations d'inflation se sont maintenues dans une fourchette de valeurs légèrement supérieures à zéro, qui correspond à la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la Banque nationale.

Contrairement aux prix des biens et des services, les prix des appartements en propriété par étage (PPE) et des maisons familiales ont fortement augmenté ces dernières années. Leur hausse s'est poursuivie au quatrième trimestre, faisant peser des risques accrus sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

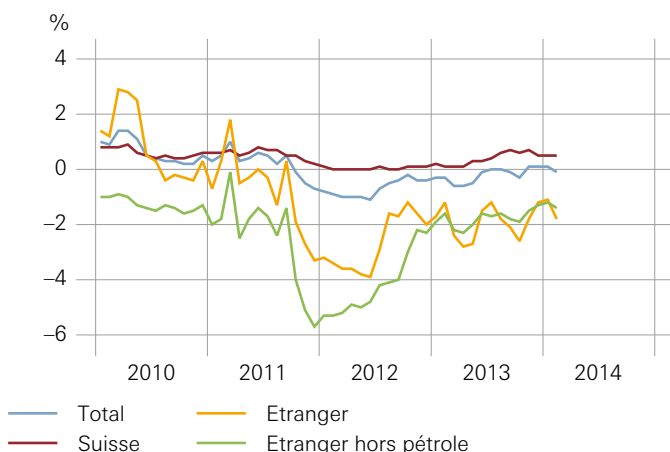
	2013	2013				2013	2014	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice général	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1
Biens et services du pays	0,4	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Biens	-0,3	-0,8	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Services	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
Services privés (hors loyers)	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3
Loyers	0,4	-0,2	0,1	0,7	1,2	1,4	1,4	1,4
Services publics	1,0	1,1	1,1	1,1	0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Biens et services de l'étranger	-1,9	-1,8	-2,3	-1,7	-1,8	-1,2	-1,1	-1,8
Hors produits pétroliers	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2	-1,4
Produits pétroliers	-2,5	-1,0	-4,3	-1,6	-3,1	-0,4	-0,1	-3,9

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

Variation par rapport à l'année précédente

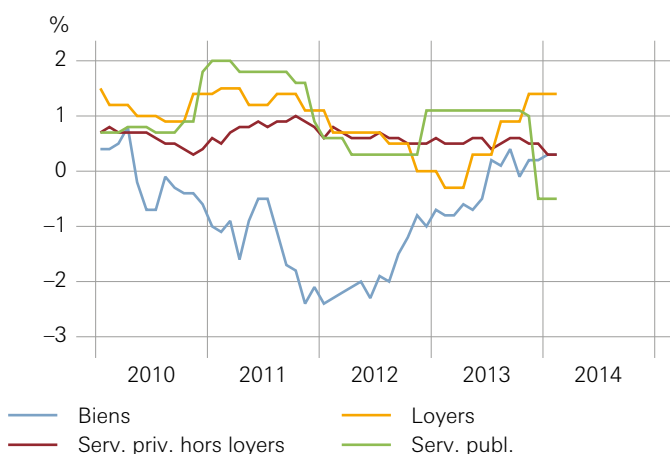


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

Variation par rapport à l'année précédente

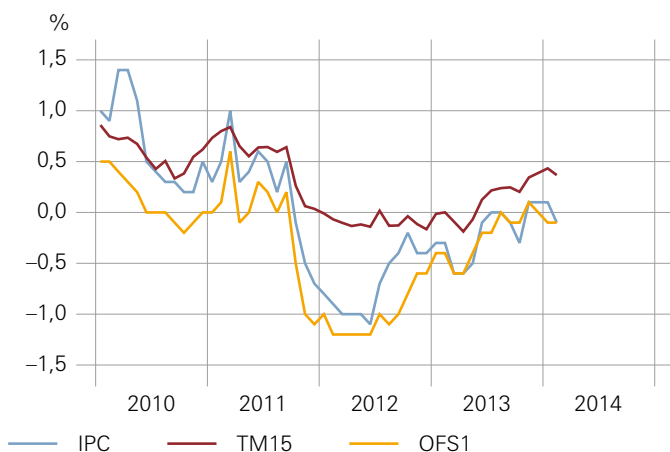


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

Recul des prix des biens et services importés

En février, le niveau des prix des biens et services étrangers entrant dans la composition de l'IPC restait inférieur à celui observé un an auparavant (-1,8%), du fait de la faible croissance des prix à l'étranger et de la légère appréciation du franc. Ce recul s'explique par l'évolution des prix des produits pétroliers ainsi que des autres biens et services étrangers (voir graphique 4.1).

Faible renchérissement des biens et services suisses

Le renchérissement annuel des biens et services d'origine suisse entrant dans la composition de l'IPC s'est inscrit à 0,5% en février. En comparaison annuelle, tant les biens que les services ont légèrement renchéri en moyenne. Les services publics font figure d'exception (voir graphique 4.2). Sous l'effet de la baisse des tarifs des prestations hospitalières, les prix des services publics étaient plus bas en décembre qu'en novembre. Depuis, leur niveau est demeuré inférieur à celui observé un an auparavant.

Faible inflation sous-jacente

Les taux d'inflation sous-jacente, qui reposent sur un panier de biens réduit, restent faibles (voir graphique 4.3). La moyenne tronquée (TM15) calculée par la Banque nationale a légèrement augmenté ces derniers mois et s'inscrivait à 0,4% en février. L'inflation sous-jacente 1 établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1) a évolué dans une fourchette de valeurs proches de zéro.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Prix de l'offre en légère baisse par rapport à l'année précédente**

Les prix à la production et à l'importation, dont l'agrégation constitue l'indice des prix de l'offre totale, se sont repliés en février par rapport au mois précédent, entraînant un recul des taux de renchérissement annuel correspondants. Ceux-ci sont davantage négatifs pour les prix à l'importation que pour les prix à la production (voir graphique 4.4).

PRIX DE L'IMMOBILIER

Nouvelle hausse des prix de l'immobilier résidentiel au quatrième trimestre

La hausse des prix de l'immobilier résidentiel s'est poursuivie au quatrième trimestre 2013. Comme le montre le graphique 4.5, la hausse de l'indice des prix des appartements en PPE établi par Fahrländer Partner a compensé la baisse enregistrée au trimestre précédent, tandis que les indices de Wüest & Partner et du CIFI ont augmenté dans des proportions similaires à celles du troisième trimestre. Les trois indices ont ainsi dépassé de 4,7% à 8,0% le niveau atteint un an auparavant. En ce qui concerne les maisons familiales, les indices des prix correspondants font apparaître une hausse comprise entre 2,6% et 7,4% au quatrième trimestre. La plupart de ces indices se situent à un niveau inférieur à celui de la même période de l'année précédente.

Légère augmentation des loyers des baux en cours

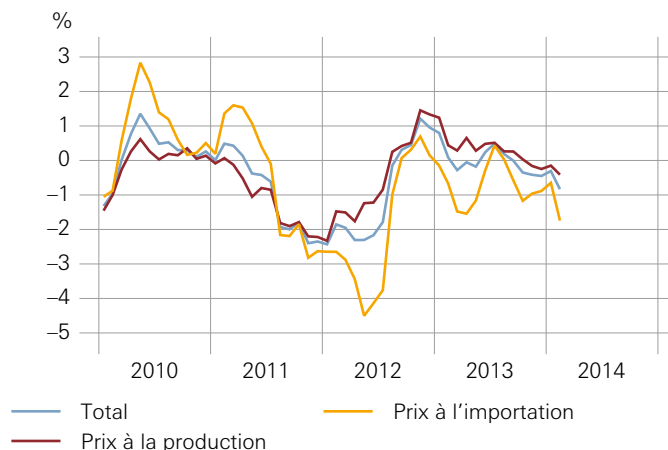
Les loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner ont affiché une hausse cumulée d'environ 10% au cours des trois dernières années; ceux des baux en cours, approximatés par les loyers entrant dans la composition de l'IPC, ont quant à eux augmenté de moins de 3% pendant la même période. Cet écart s'explique entre autres par le fait que les loyers des baux en cours sont légalement liés au taux d'intérêt de référence. Or, celui-ci a été progressivement réduit ces dernières années et s'inscrit à 2% depuis septembre 2013 (voir graphique 4.6).

Au quatrième trimestre 2013, le renchérissement annuel des nouveaux baux restait nettement supérieur à celui des baux en cours. Néanmoins, la tendance à la hausse des nouveaux baux observée depuis un certain temps déjà se traduit petit à petit par un renchérissement des baux en cours. Au quatrième trimestre, les loyers de ces derniers étaient supérieurs de 1,2% à ceux en vigueur un an auparavant.

Graphique 4.4

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

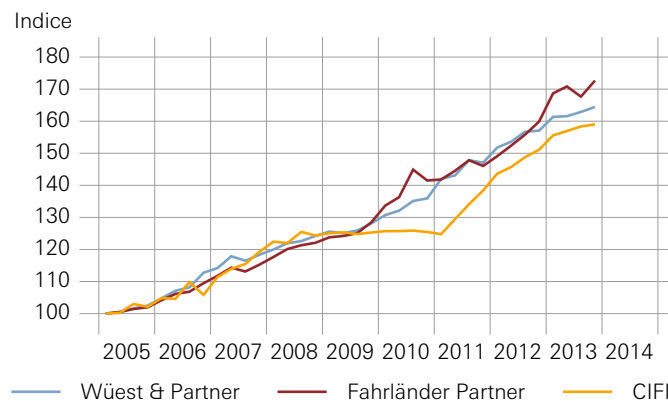


Source: OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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

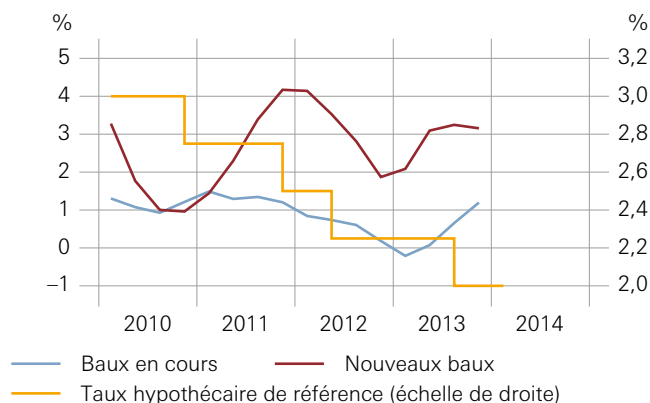


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

Graphique 4.6

LOYERS DES LOGEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE

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



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

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Anticipations d'inflation toujours faibles

Plusieurs enquêtes révèlent que les anticipations d'évolution des prix n'ont guère varié ces derniers mois. Les personnes interrogées ne s'attendent à aucun changement notable, ni pour le niveau des prix ni pour le taux de renchérissement. Les anticipations d'inflation à moyen terme restent légèrement supérieures à celles à court terme.

L'enquête trimestrielle du SECO menée en janvier montre que 52% des ménages interrogés tablaient sur une hausse modérée des prix et 4% sur une forte hausse, tandis que 37% s'attendaient à des prix constants et les 7% restants à une baisse. Ces proportions sont pratiquement identiques à celles du trimestre précédent (voir graphique 4.7).

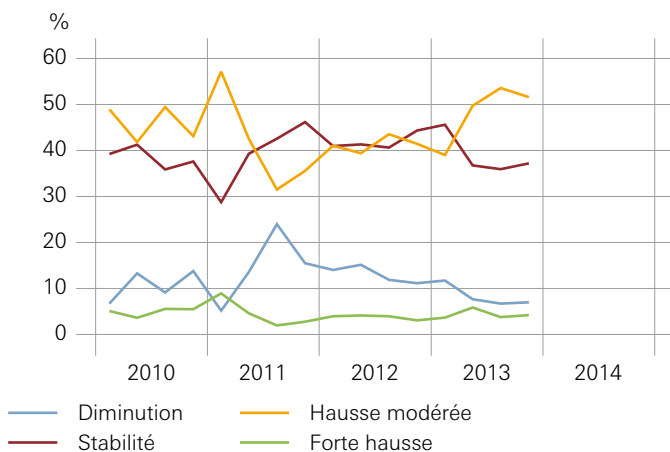
La plupart des analystes financiers interrogés en février dans le cadre du rapport sur le marché financier établi par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Financial Market Report) ne prévoyaient aucun changement; 73% d'entre eux prévoyaient des taux de renchérissement annuel inchangés dans les six prochains mois, 24% s'attendaient à des taux plus élevés et une part négligeable tablait sur des taux plus faibles.

Les entretiens menés avec des entreprises de tous les secteurs économiques par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale livrent des informations chiffrées sur les anticipations d'inflation. Au premier trimestre 2014, celles-ci s'établissaient pour les six à douze prochains mois à 0,4%, comme au trimestre précédent. Le taux d'inflation attendu dans deux ans, défini par Deloitte dans le cadre de son enquête effectuée auprès des CFO, s'élevait à 1,2% au quatrième trimestre, contre 1,3% au trimestre précédent.

Graphique 4.7

PRIX ATTENDUS

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



Sources: BNS et SECO.

Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté légèrement vers fin 2013. Toutefois, jusqu'en février 2014, ils ont de nouveau diminué pour s'inscrire au-dessous du niveau enregistré l'été dernier. Ainsi, ils ont suivi l'évolution observée sur les marchés financiers internationaux, caractérisés en début d'année par une demande accrue de placements sûrs. Les taux d'intérêt à court terme sont restés à un très bas niveau, compte tenu d'un faible volume des opérations.

Par rapport à l'euro, le franc a évolué au-dessus du cours plancher et fluctué modérément durant le trimestre écoulé. En données pondérées par les exportations, il s'est établi en mars, après un affaiblissement passager, à un niveau légèrement supérieur à celui qu'il avait atteint en décembre au moment de l'examen de la situation économique et monétaire. Le franc a donc maintenu sa fermeté.

La monnaie centrale est restée stable depuis l'examen de décembre. En revanche, la croissance des agrégats monétaires au sens large s'est de nouveau accélérée au début de l'année. Les liquidités détenues par les ménages et les entreprises demeurent importantes.

Sur proposition de la Banque nationale, le Conseil fédéral a décidé en janvier de relever le volant anticyclique sectoriel de fonds propres; aussi les exigences de fonds propres pour les prêts hypothécaires portant sur des objets d'habitation situés en Suisse sont-elles renforcées temporairement à partir du 30 juin 2014. Le Conseil fédéral a ainsi réagi à l'aggravation des déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier provoquée par la croissance toujours soutenue des prêts hypothécaires.

Poursuite de la politique monétaire annoncée en septembre 2011

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

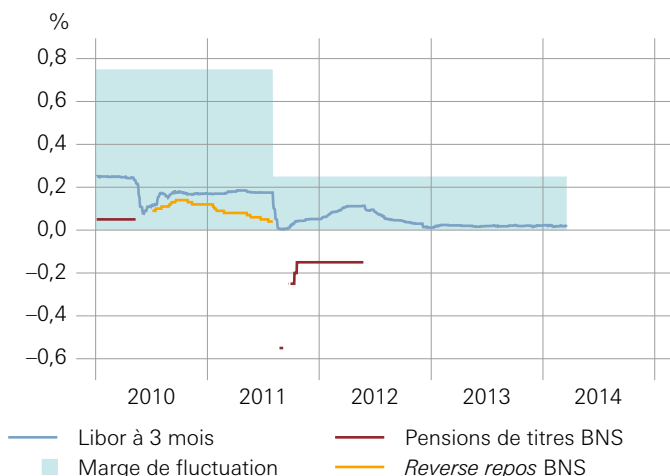
Stabilité des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de mi-décembre 2013, les avoirs à vue à la BNS sont restés pratiquement inchangés. Ils portaient sur 367,1 milliards de francs dans la semaine du 10 au 14 mars 2014 (dernière semaine avant l'examen de mi-mars), contre 366,7 milliards dans la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2013. Entre mi-décembre 2013 et mi-mars 2014, ils s'élevaient en moyenne à 365,7 milliards de francs, dont 317,4 milliards revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse, tandis que le solde, soit 48,3 milliards, était constitué des autres avoirs à vue.

Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé

Du 20 novembre 2013 au 19 février 2014, le montant exigé au titre des réserves minimales s'est établi à 14,7 milliards de francs en moyenne. Par rapport à la période précédente (du 20 août au 19 novembre 2013), ce montant est resté inchangé. En moyenne, les banques dépassaient de quelque 310,5 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 311,1 milliards). Les réserves excédentaires des banques sont donc toujours extrêmement élevées.

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

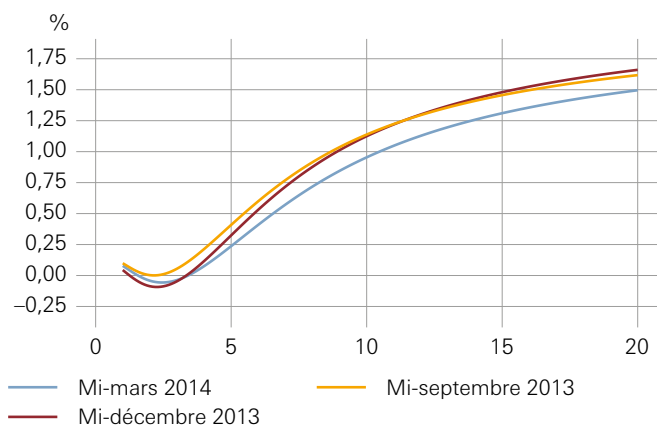


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

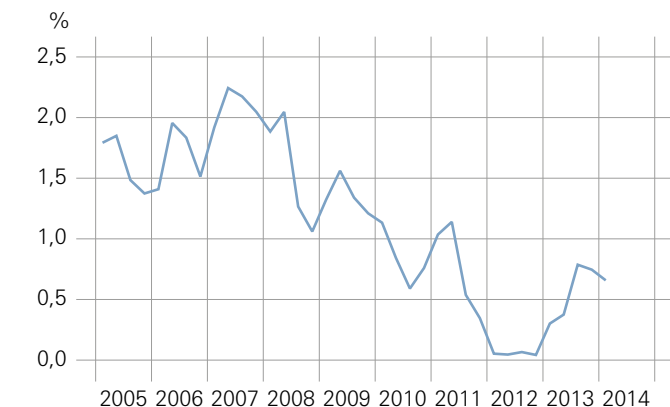
Selon Nelson-Siegel-Svensson. Durées en années (abscisse)



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

Du fait notamment des liquidités abondantes, le volume des opérations est resté faible sur le marché monétaire au trimestre écoulé. Les taux d'intérêt à court terme sont demeurés quasiment inchangés à un bas niveau (voir graphique 5.1).

Le Libor à trois mois s'inscrivait à 0,02% à mi-mars, comme les trimestres précédents. Les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) et les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération sont restés négatifs.

Léger recul des taux d'intérêt à long terme

Les données économiques décevantes qui ont été enregistrées par quelques pays émergents et les tensions politiques qui affectent plusieurs parties du monde ont renforcé la demande de placements sûrs, ce qui s'est reflété dans des rendements en recul sur les emprunts d'Etat à long terme des principales économies. Les rendements des emprunts fédéraux ont eux aussi subi les effets de cette situation. A mi-mars, le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans s'inscrivait à 1%, contre 1,1% lors de l'examen de mi-décembre 2013.

Léger tassement de la courbe des rendements

Un léger tassement de la courbe des rendements (voir graphique 5.2) a découlé des rémunérations à long terme légèrement plus basses, dans un contexte de taux d'intérêt à court terme pratiquement inchangés. L'écart entre le rendement des emprunts fédéraux à dix ans et le Libor à trois mois s'établissait à près de 1% à mi-mars, contre 1,1% à mi-décembre 2013.

Taux d'intérêt réels presque inchangés

Les taux d'intérêt réels ne se sont guère modifiés à la suite du faible repli des rendements nominaux à long terme et des anticipations inflationnistes restées largement inchangées. Le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'inscrivait à un peu moins de 0,7% au premier trimestre, ce qui est très bas par rapport aux taux observés à longue échéance (voir graphique 5.3). Le taux en question est calculé à partir du rendement des obligations fédérales à dix ans et de l'inflation – estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) – attendue dans la même période.

COURS DE CHANGE

Léger raffermissement du franc

En termes nominaux, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, s'établissait à mi-mars à un niveau légèrement supérieur à celui observé à mi-décembre au moment du précédent examen de la situation (voir graphique 5.4). Après un affaiblissement de courte durée au début de l'année, le franc s'est apprécié jusqu'à mi-mars notamment du fait de son statut de valeur refuge.

Fluctuations du cours du dollar des Etats-Unis

Le graphique 5.5 montre l'évolution des cours de l'euro et du dollar des Etats-Unis, exprimés en franc. Leurs points d'inflexion sont largement identiques. La relation de change entre le franc et le dollar a toutefois fluctué plus fortement que celle entre le franc et l'euro. Ainsi, les mouvements du franc face au dollar ont reflété en partie ceux du dollar par rapport à l'euro.

Valeur extérieure du franc élevée en termes réels

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, est toujours élevée et s'inscrit nettement au-dessus de sa moyenne à long terme. A la suite de l'introduction du cours plancher de 1,20 franc pour un euro en septembre 2011, elle s'est repliée dans un premier temps jusqu'en mai 2013. Depuis, elle a augmenté de 2,5% jusqu'en février (voir graphique 5.6). L'appréciation du franc est un peu plus faible en termes réels qu'elle ne l'est en termes nominaux, car, dans le même temps, les prix à la consommation ont augmenté dans une mesure moins forte en Suisse qu'à l'étranger.

Graphique 5.4

VALEUR EXTÉRIÈRE NOMINALE DU FRANC

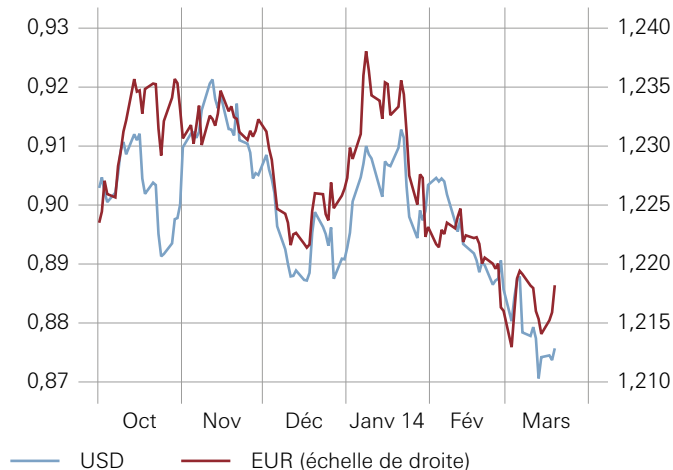
Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

Graphique 5.5

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE RÉELLE DU FRANC

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

SMI à mi-mars à son niveau de fin 2013

Les indices boursiers aux Etats-Unis et en Europe ont considérablement fluctué au premier trimestre. Après avoir continué de tendre à la hausse début 2014, les cours des actions ont subi un revers dans la seconde moitié de janvier, du fait de données économiques décevantes émanant de plusieurs pays émergents. En février, ils ont de nouveau progressé pour la plupart. Les déclarations de Janet Yellen n’y sont pas étrangères; la nouvelle présidente de la Réserve fédérale entend en effet poursuivre la politique monétaire menée par son prédécesseur. Le conflit entre la Russie et l’Ukraine a influé sur les Bourses début mars, entraînant à nouveau des baisses.

Le Swiss Market Index (SMI) s’inscrivait à mi-mars à peu près au même niveau qu’à fin décembre 2013.

Accroissement de l’incertitude sur le marché

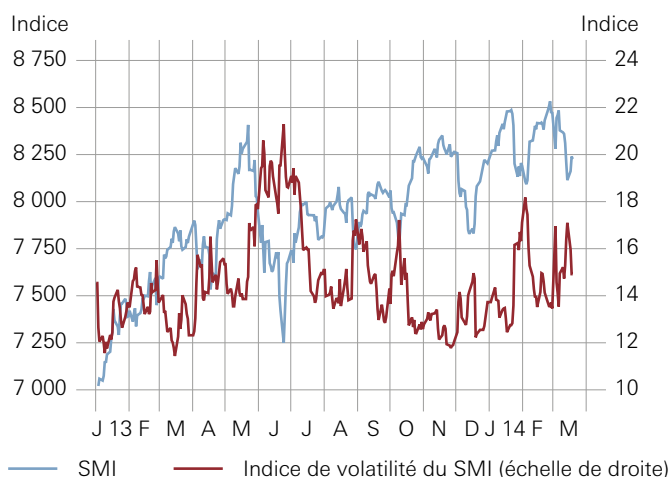
Les indices de la volatilité attendue se sont accrus parallèlement aux baisses observées en Bourse. Ils reflètent ainsi l’incertitude accrue qui a caractérisé les Bourses au premier trimestre. La volatilité attendue à 30 jours pour le SMI, qui figure au graphique 5.7, indique en effet de nets mouvements vers le haut à la fin du mois de janvier et au début du mois de février ainsi qu’en mars.

Cours volatils des actions bancaires

Le graphique 5.8 montre l’évolution de quatre sous-indices importants du Swiss Performance Index (SPI), qui portent sur les banques, la santé, l’industrie et les biens de consommation. Depuis mi-2013, les trois derniers sous-indices ont progressé sensiblement et reflété avant tout les principales tendances sur le marché. Les valeurs bancaires, qui avaient chuté de 10% fin octobre et début novembre, se sont redressées depuis et ont compensé une partie de ces pertes.

Graphique 5.7

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

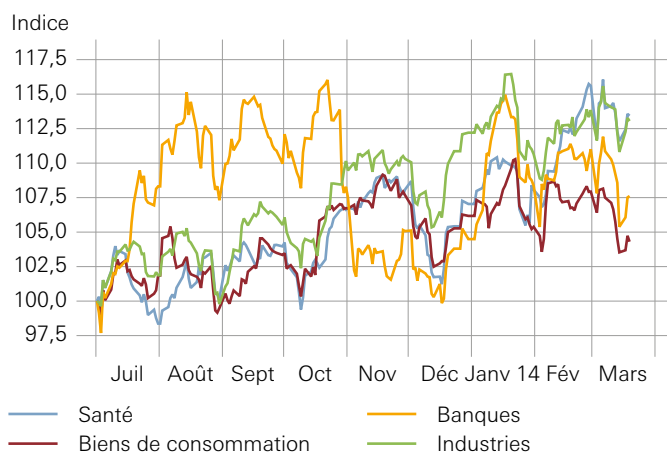


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Monnaie centrale stable à un niveau élevé

La monnaie centrale, soit les billets de banque et les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, n'a presque pas varié ces derniers mois (voir graphique 5.9). Son accroissement enregistré en juin et en juillet 2013 s'explique par l'octroi d'une licence bancaire à PostFinance SA. Après que PostFinance a obtenu le statut de banque, les avoirs qu'elle détient sur son compte de virement à la BNS sont entrés dans la composition de la monnaie centrale. Sans cette modification, la monnaie centrale serait restée largement inchangée, et ce depuis septembre 2012. Sur une plus longue période, la monnaie centrale s'établit toujours à un niveau très élevé.

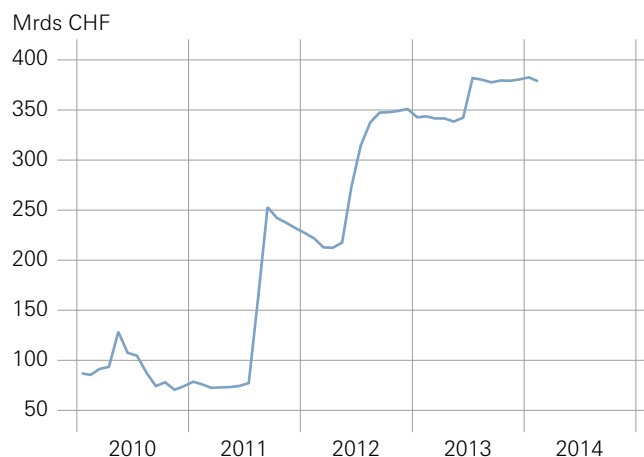
Stabilisation de la croissance des agrégats monétaires

Depuis le début de la crise économique et financière, les agrégats M1, M2 et M3 se sont accrus fortement aussi bien en comparaison avec leur évolution à plus long terme (voir graphique 5.10) qu'en comparaison avec les agrégats d'autres pays. Cela montre qu'en octroyant des crédits à des taux d'intérêt très bas, le secteur bancaire a été en mesure de transmettre au reste de l'économie les impulsions découlant de la politique monétaire. Les interventions sur les marchés des changes ont elles aussi contribué à la croissance vigoureuse des agrégats monétaires.

Vers mi-2013, l'expansion des agrégats monétaires a commencé à s'affaiblir à la suite de la hausse des taux d'intérêt à long terme. Les taux de croissance par rapport aux mois correspondants de l'année précédente ont nettement fléchi jusqu'à fin 2013, puis, début 2014, ils se sont redressés quelque peu du fait du léger repli des taux d'intérêt à long terme (voir tableau 5.1). En février 2014, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 4,9% son niveau du mois correspondant de 2013. Dans le même temps, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont progressé de respectivement 4,2% et 4,5%. Les taux de croissance de ces trois agrégats reposent sur des données corrigées, soit des données incluant PostFinance en tant que banque, y compris dans la période précédant l'obtention de la licence bancaire.

Graphique 5.9

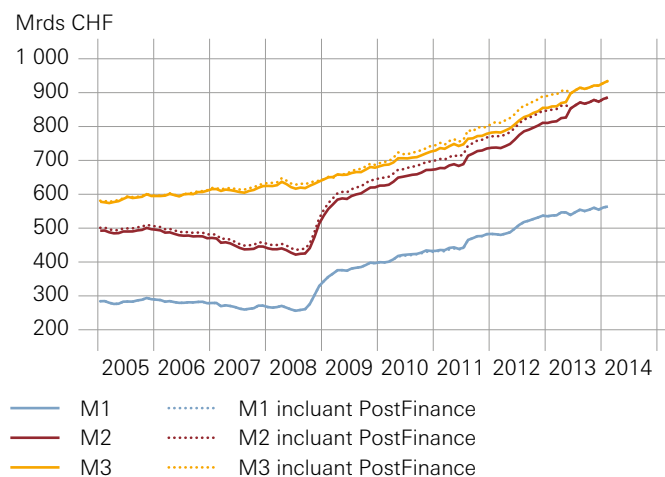
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.10

AGRÉGATS MONÉTAIRES

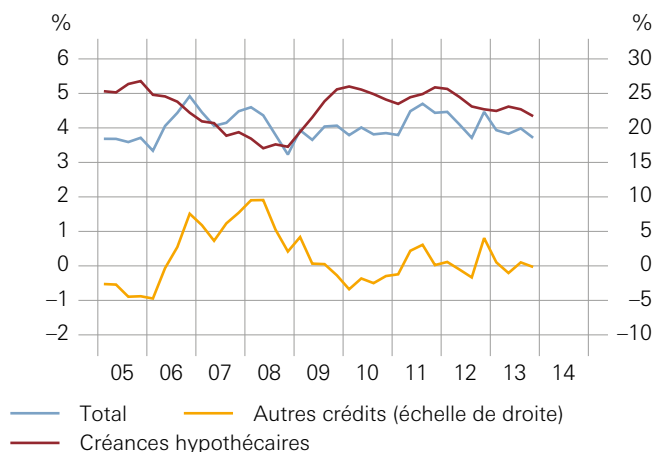


Source: BNS.

Graphique 5.11

CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS

Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

Léger affaiblissement de la croissance des crédits au quatrième trimestre

Au quatrième trimestre 2013, la croissance des crédits bancaires s'est légèrement affaiblie. Elle s'est inscrite à 3,3% par rapport à la période correspondante de 2012, contre 3,5% au troisième trimestre 2013 (voir tableau 5.1).

L'affaiblissement est dû à l'évolution des prêts hypothécaires. Au quatrième trimestre 2013, ces derniers ont augmenté de 4,3% par rapport à la même période de 2012, contre 4,5% au troisième trimestre 2013. En dépit du récent relèvement des taux hypothécaires, le niveau des taux d'intérêt reste très bas dans une perspective historique, ce qui stimule l'expansion des créances hypothécaires. La ventilation selon les débiteurs montre que les taux de croissance des crédits hypothécaires ont diminué tant du côté des prêts aux ménages que de celui des prêts aux entreprises du secteur privé.

Les autres crédits se sont maintenus à peu près au même niveau depuis le début de la crise économique et financière. Comme ils ont généralement un caractère très cyclique, leur évolution est en phase avec une activité économique morose. Au quatrième trimestre 2013, les autres crédits ont diminué de 1,7% par rapport à la période correspondante de 2012, après un recul de 1,8% au troisième trimestre de 2013.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2013	2013				2013	2014	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
M1 (incluant PostFinance) ¹	8,3	11,5	11,0	6,6	4,6	3,3	4,9	4,9
M2 (incluant PostFinance) ¹	7,3	10,1	9,4	5,9	4,2	3,1	4,1	4,2
M3 (incluant PostFinance) ¹	7,3	10,2	9,3	5,9	4,3	3,5	4,3	4,5
Crédits bancaires, total ^{2, 4}	3,5	3,8	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	
Créances hypothécaires ^{2, 4}	4,5	4,5	4,6	4,5	4,3	4,2	4,3	
Ménages ^{3, 4}	4,0	4,2	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	
Entreprises du secteur privé ^{3, 4}	6,2	5,5	6,4	6,5	6,2	6,0	6,0	
Autres crédits ^{2, 4}	-1,2	0,4	-1,5	-1,8	-1,7	2,2	3,3	
gagés ^{2, 4}	0,4	5,1	2,2	-1,5	-3,8	-2,6	-4,1	
non gagés ^{2, 4}	-2,2	-2,6	-3,9	-2,0	-0,3	5,5	8,3	

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.

Croissance des crédits reposant sur une large assise

L'expansion des crédits bancaires a concerné toutes les catégories de débiteurs. En décembre 2013, les crédits aux ménages dépassaient de 22,3 milliards de francs, ou de 3,4%, leur niveau du mois correspondant de 2012. Les crédits aux entreprises non financières ont progressé de 4,9 milliards, ou de 1,9%, dans le même temps, et ceux aux entreprises financières, qui évoluent de manière plus volatile et subissent souvent les effets de facteurs spéciaux, de 12,2 milliards, ou de 26% (voir graphique 5.12).

Relèvement du volant anticyclique de fonds propres

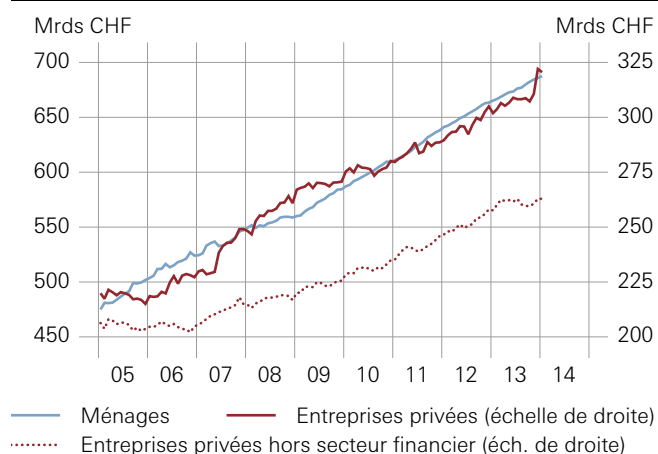
Sur proposition de la Banque nationale, le Conseil fédéral a décidé, le 22 janvier 2014, de relever le volant anticyclique de fonds propres, le faisant passer de 1% à 2%. Ainsi, à partir du 30 juin 2014, les positions pondérées en fonction des risques, garanties par des gages immobiliers sur des objets d'habitation situés en Suisse, devront être couvertes par des fonds propres supplémentaires.

Le relèvement du volant anticyclique de fonds propres sert en premier lieu à accroître la résilience du secteur bancaire. En outre, il doit permettre de prévenir une nouvelle aggravation des déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier.

Ce relèvement est rendu nécessaire par une nouvelle aggravation des déséquilibres observés sur le marché hypothécaire et le marché de l'immobilier résidentiel depuis février 2013, c'est-à-dire depuis l'activation du volant anticyclique. Certes, cette dernière a amené plusieurs banques, dont certaines de taille importante, à prendre en 2013 des mesures visant à renforcer leurs fonds propres, ce qui a contribué à améliorer la résilience. De plus, la croissance annuelle des prêts hypothécaires et des prix de l'immobilier résidentiel a ralenti par rapport à 2012. Mais ni l'activation du volant anticyclique ni les autres mesures prises dans le cadre de la révision des directives d'autoréglementation des banques n'ont suffi à empêcher un nouveau renforcement du risque d'une nette correction sur les marchés hypothécaire et immobilier.

Graphique 5.12

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

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

Premier trimestre 2014

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des divers secteurs de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés durant les mois de janvier et de février 2014 avec 241 chefs d'entreprise et dirigeants 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
Jean-Pierre Jetzer
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, l'économie suisse a enregistré une croissance robuste au premier trimestre 2014. De nombreuses entreprises ont continué, depuis le début de l'année, de profiter de l'essor des deux derniers trimestres et restent confiantes quant à l'évolution de la marche des affaires pour les prochains mois.

La croissance repose sur une large assise selon la ventilation par secteurs. La dynamique s'est légèrement accentuée dans l'industrie manufacturière. La conjoncture favorable en Suisse produit des effets stimulants. La demande des pays étrangers s'est diversifiée du point de vue géographique depuis le trimestre précédent.

Dans l'ensemble, les marges sont quelque peu inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs. La demande de main-d'œuvre est restée stable par rapport au quatrième trimestre 2013.

Les perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels pour les prochains mois demeurent positives dans tous les secteurs. Les entreprises laissent entendre qu'elles souhaitent augmenter légèrement leurs investissements ainsi que le nombre de postes de travail.

Selon les entrepreneurs, certains développements politiques en Suisse – notamment les conséquences de l'acceptation de l'initiative contre l'immigration de masse – conjugués à la réglementation accrue risquent de compromettre les conditions générales à l'avenir. En revanche, l'inquiétude des représentants de l'économie face aux facteurs de risque conjoncturels et structurels en Europe s'est estompée.

Industrie: poursuite de la reprise

Dans l'industrie manufacturière, la marche des affaires s'est légèrement améliorée depuis la dernière enquête. Au total, les chiffres d'affaires réels sont un peu plus élevés qu'au trimestre précédent. Ils ont augmenté dans 45% des entreprises interrogées et sont restés inchangés dans 40% d'entre elles.

La plupart des branches font état d'une évolution positive: l'industrie pharmaceutique, l'industrie chimique et la production de matières plastiques, mais aussi la métallurgie et l'industrie alimentaire, ont enregistré les hausses les plus marquées dans leurs chiffres d'affaires. En revanche, les chiffres d'affaires dans l'industrie des machines et l'industrie textile ont accusé un faible recul, après une hausse au trimestre précédent.

La demande intérieure est restée soutenue et s'est même de nouveau renforcée. Pour ce qui est de l'Europe, la demande en provenance d'Allemagne et du Royaume-Uni n'a pas faibli, et de premiers signes d'un redressement sont venus d'Espagne et d'Italie. La demande des Etats-Unis, d'Asie et d'Europe de l'Est a eu un effet stimulant. De fortes impulsions ont été fournies par les constructeurs automobiles.

Construction: croissance continue

Dans la construction, les chiffres d'affaires en termes réels, déjà très élevés, ont poursuivi leur progression. Ils sont même nettement au-dessus de leur niveau du premier trimestre 2013, en raison de conditions météorologiques extrêmement favorables. L'évolution a été particulièrement dynamique dans le secteur du bâtiment.

Services: croissance modeste

Dans les services, la croissance modeste mais reposant sur une large assise s'est poursuivie, mais de façon moins nette qu'aux trimestres précédents. Les chiffres d'affaires ont été plus élevés qu'au quatrième trimestre 2013 pour près d'un tiers des entreprises interrogées, tandis qu'ils ont stagné pour 45% d'entre elles.

La marche des affaires a été relativement dynamique dans les technologies de l'information, les bureaux de conseil, les agences de placement de personnel, le commerce de gros, les concessionnaires automobiles et les transports. L'activité a plutôt stagné dans le secteur de la finance, le commerce de détail et la restauration. Plusieurs représentants du commerce de détail ont estimé que le tourisme d'achat dans les pays voisins est resté stable. Comme lors de la dernière enquête, certains d'entre eux ont souligné l'importance croissante du commerce en ligne, perçue tantôt comme un atout, tantôt comme une menace.

Dans l'hôtellerie de villégiature, la marche des affaires n'a guère évolué en comparaison trimestrielle. En revanche, elle est nettement meilleure qu'un an auparavant.

L'activité reste très fluctuante; les hôtes tendent généralement à réserver à plus brève échéance et à raccourcir leurs séjours. Une légère augmentation du nombre d'hôtes étrangers, notamment en provenance d'Allemagne, a été observée. L'activité liée à l'organisation de séminaires s'est révélée plutôt modérée; cette tendance reflète notamment la retenue du secteur financier.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités s'est maintenue à un niveau «normal». Toutefois, des disparités considérables subsistent, notamment entre la construction et les autres secteurs.

Comme au trimestre précédent, les représentants de l'industrie manufacturière ont jugé l'utilisation des capacités dans l'ensemble un peu plus faible qu'à l'accoutumée. Elle a de nouveau été plutôt supérieure à la normale dans l'industrie pharmaceutique. Les entreprises de production et de transformation des métaux interrogées ont également fait état d'une utilisation des capacités en hausse. Une nette sous-utilisation a par contre été observée dans la construction de machines.

L'utilisation des capacités techniques dans la construction a été globalement un peu plus forte qu'elle ne l'est habituellement à cette période de l'année. Cette situation, qui concerne tant le bâtiment que le génie civil et le second œuvre, s'explique en majeure partie par des conditions météorologiques jusqu'ici exceptionnellement clémentes pour ces activités.

Dans le secteur des services, le taux d'utilisation de l'infrastructure – c'est-à-dire essentiellement des surfaces de bureaux et de vente ainsi que des capacités de transport – a de nouveau été normal dans l'ensemble. Il a été plutôt élevé dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs et dans les agences de voyage. Malgré un début de saison d'hiver très satisfaisant, les hôteliers et les restaurateurs ont constaté une certaine sous-utilisation de leurs capacités, du moins pendant la première moitié du trimestre. Des modifications dans les dates des vacances de sport d'hiver sont l'une des raisons invoquées.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Besoins en personnel stables

Comme dans l'enquête précédente, la demande de main-d'œuvre est restée pratiquement inchangée en comparaison trimestrielle. De nombreuses entreprises ont toujours recouru à l'augmentation et à la réduction du nombre de travailleurs temporaires pour faire face aux pics et aux creux de la demande. Quelques signes isolés indiquent toutefois une légère reprise des embauches de personnel permanent. Les interlocuteurs ont peu évoqué les mesures de politique du personnel telles que le chômage partiel ou le gel des embauches. Les représentants des différentes branches ont de nouveau porté un jugement extrêmement contrasté sur l'adéquation de leurs effectifs.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs ont été qualifiés de plus ou moins conformes aux besoins. Les représentants de l'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que quelques entreprises de transformation du bois ont considéré leurs effectifs comme plutôt bas. L'industrie des machines a de nouveau enregistré un léger sursurcroît, tandis que les entreprises de transformation des métaux ont jugé leurs effectifs adéquats.

Dans la construction, seuls les représentants du second œuvre ont signalé des effectifs un peu trop bas; ceux du bâtiment et du génie civil ont quant à eux fait état d'effectifs convenables.

Dans les services, le niveau des effectifs s'est globalement avéré conforme aux besoins. Les entreprises du secteur des technologies de l'information ainsi que les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ont de nouveau été confrontés à des effectifs nettement insuffisants.

Comme au trimestre précédent, les entreprises interrogées ont considéré que le recrutement a nécessité dans l'ensemble à peu près autant d'efforts et de temps qu'à l'accoutumée. Dans certaines branches de l'industrie, les difficultés de recrutement se sont toutefois plutôt accentuées. De nombreuses branches ont de nouveau enregistré un nombre élevé de candidatures spontanées.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Marges quasiment inchangées

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

Dans l'industrie manufacturière, les marges bénéficiaires sont restées plus modestes qu'à l'accoutumée, notamment dans l'industrie des machines, mais aussi dans les entreprises de transformation du bois et chez les fabricants de meubles. Elles ont également été plus faibles que d'ordinaire chez les représentants interrogés de l'industrie alimentaire et de l'industrie textile. En revanche, les marges ont été nettement plus élevées que d'habitude dans les entreprises chimiques; elles se sont également révélées exceptionnellement bonnes dans les entreprises pharmaceutiques. Les entreprises industrielles s'attendent à des prix d'achat en légère hausse et à des prix de vente stables pour les prochains mois.

Dans la construction, les représentants interrogés ont dans l'ensemble fait état de marges normales. Elles ont été un peu plus élevées que d'habitude dans le bâtiment et légèrement inférieures à la moyenne dans le génie civil.

Dans les services, les marges ont de nouveau été estimées plus faibles qu'à l'accoutumée. Elles se sont toutefois plutôt améliorées depuis la dernière enquête, les branches ayant été beaucoup plus nombreuses alors à signaler des

marges inférieures à la moyenne. Comme au trimestre précédent, les banques, le commerce de détail, les transports et le commerce automobile, en particulier, ont néanmoins été confrontés à des marges plutôt faibles. Les représentants des banques ont souvent expliqué cette évolution par les coûts de mise en œuvre des réglementations, en plus de la faiblesse persistante des taux d'intérêt. La plupart des autres branches des services ont enregistré des marges normales. Pour les prochains mois, les représentants du commerce de gros, de la restauration et des banques, notamment, tablent sur une augmentation des prix de vente des biens et services qu'ils proposent.

La majorité des entreprises qui ont amélioré leurs marges au cours des derniers mois y sont parvenues en réalisant des économies dans le processus de production et en procédant à des augmentations de prix, désormais rendues possibles. Dans les trois secteurs, les entreprises continuent d'apprécier la stabilité du cours de change entre le franc suisse et l'euro, mais aussi entre le franc suisse et le dollar des Etats-Unis, que ce soit au niveau de la facturation, de l'établissement du budget ou de la négociation des prix.

PERSPECTIVES

Prévisibilité accrue pour le reste de l'année

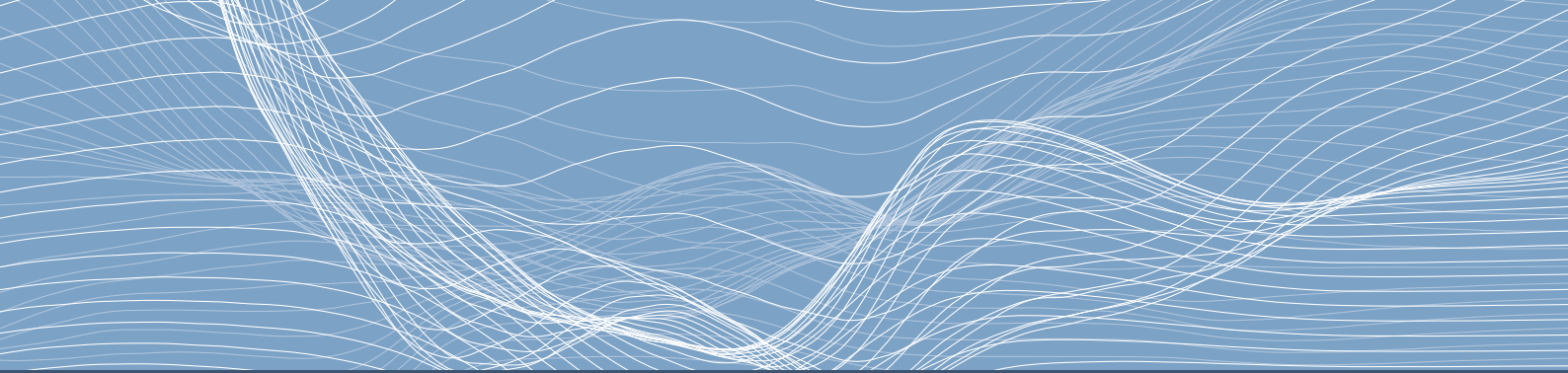
La confiance des entreprises quant à la marche de leurs affaires au cours des prochains mois reste élevée, du fait que la prévisibilité s'est plutôt accrue dans ce domaine. Dans toutes les branches, les entreprises escomptent dans l'ensemble une hausse des chiffres d'affaires pour les six mois à venir. Cela s'explique principalement par la persistance d'un environnement économique plus favorable en Europe et par le bon moral des consommateurs en Suisse.

Les plans d'embauche prévoient un léger renforcement des effectifs pour cette même période. Certaines entreprises ont augmenté les salaires en début d'année de l'ordre de plus de 1%, ou prévoient de le faire dans les prochains mois.

Ce léger regain de confiance se traduit également par des plans d'investissement un peu plus expansifs – pour la première fois depuis plusieurs trimestres –, et ce dans les trois secteurs. Pour les douze prochains mois, des dépenses en légère hausse sont prévues, tant pour les investissements en biens d'équipement que pour les investissements en constructions.

Les nombreuses interventions politiques en Suisse, la densité croissante des réglementations et l'accroissement de la bureaucratie restent les préoccupations majeures des interlocuteurs. L'acceptation de l'initiative contre l'immigration de masse a suscité un certain malaise dans divers milieux d'affaires, notamment dans les entreprises des régions frontalières. Néanmoins, aucun effet négatif tangible n'est attendu dans l'avenir proche. La question de

la crise de la dette européenne a été évoquée de façon marginale par quelques interlocuteurs, comme étant un problème toujours irrésolu.



SNB Policy Paper

Prix des biens suisses échangés pendant l'effondrement du commerce mondial

Philipp Sauré, Commerce international et mouvements de capitaux, Banque nationale suisse, Zurich

La présente étude analyse les prix des exportations et des importations suisses pendant l'effondrement du commerce mondial entre 2008 et 2009. Ceux-ci ont affiché une baisse moyenne d'environ 3,5% durant cette période. Cette diminution a été particulièrement importante pour les biens échangés sur des marchés centralisés; cela suggère que la structure du marché exerce une grande influence sur la manière dont les prix des biens réagissent aux fortes contractions de la demande, comme celles observées pendant la période examinée ici.

1 Introduction

Les importations et les exportations constituent une part importante de l'économie suisse, et leurs prix affectent la Suisse à travers différents canaux¹. Pour exécuter son mandat en matière de stabilité des prix, la Banque nationale suisse (BNS) observe attentivement l'évolution de ces derniers, y compris pour ce qui concerne les importations et les exportations².

Avec la crise financière mondiale, les échanges commerciaux internationaux s'effondrèrent brutalement entre 2008 et 2009. Le graphique 1 montre que durant cette période, les exportations et les importations trimestrielles suisses chutèrent respectivement de 21% et de 20%³. Cette baisse soudaine de l'activité commerciale de la Suisse s'insère dans la contraction la plus importante du commerce mondial depuis les années 1930, que l'on appelle désormais l'effondrement du commerce mondial (*Great Trade Collapse*).

Les chocs internationaux de l'ampleur de cet effondrement affectent fortement la Suisse, dont l'économie est petite et ouverte⁴. Etant donné qu'une banque centrale se focalise sur l'évolution des prix, on peut se demander comment ceux des biens échangés ont réagi dans cette situation précise: ont-ils changé en 2008 et en 2009? Les difficultés croissantes dans le financement du commerce transfrontalier ont-elles tiré vers le haut les prix des biens échangés au niveau international? Ou le recul des prix à l'importation a-t-il accru les pressions déflationnistes et, si tel est le cas, cet effet était-il similaire dans toutes les catégories de biens?

Un examen détaillé de l'évolution des prix des importations et des exportations pendant l'effondrement du commerce mondial permet de répondre à ces questions. La présente étude repose sur les données de l'Administration fédérale des douanes (AFD) concernant les importations et les exportations, et met l'accent sur les années 2008 et 2009.

Deux enseignements empiriques importants ressortent pour la Suisse. Premièrement, les prix moyens des exportations suisses ont reculé de 3,6% et ceux des importations de 3,5% pendant l'effondrement du commerce mondial. Ces baisses sont relativement faibles par rapport à la chute des valeurs agrégées des exportations (21%) et des importations (20%). Elles révèlent que la diminution des prix n'a guère contribué au fléchissement des valeurs commerciales agrégées, qui tient pour l'essentiel à une contraction des volumes.

Le second enseignement, et le plus important, porte sur la répartition des baisses de prix entre deux classes de biens: les biens homogènes et les biens différenciés⁵. Les biens homogènes sont échangés sur des marchés centralisés⁶. Ceux-ci présentent une transparence accrue des prix, qui restreint généralement la capacité des producteurs à les fixer. Les données montrent une baisse des prix particulièrement prononcée pour les biens homogènes dans la période examinée. Cela suggère que la structure spécifique du marché a joué un rôle important dans les fluctuations des prix et dans la transmission des chocs internationaux.

Il est intéressant de constater que le sens de toutes les variations de prix pointe vers les facteurs déterminants de l'effondrement du commerce mondial. Plus précisément, les baisses de prix observées confirment le point de vue généralement admis selon lequel un affaiblissement de la demande a été le principal déclencheur de cet effondrement. En revanche, des facteurs liés à l'offre, comme des tensions commerciales croissantes, tireraient les prix des biens échangeables vers le haut; ils sont de ce fait difficilement conciliables avec les baisses de prix observées.

Les sections suivantes exposent les principales explications du recul marqué du commerce mondial, puis examinent en détail les variations de prix enregistrées par les importations et les exportations suisses pendant cette période.

1 Plusieurs phénomènes relient les prix des biens échangeables aux développements de l'indice des prix à la consommation: citons parmi eux l'impact des importations depuis les pays à bas salaires (Auer et Fischer, 2010), l'incidence des taux de change (Campa et Goldberg, 2005, et Stulz, 2007), le rôle des prix des matières premières (Nakov et Pescatori, 2010, et Natal, 2012) ou encore, tout simplement, l'évolution des termes de l'échange (Kohli, 2004).

2 Hildebrand (2010) souligne l'importance des liens commerciaux pour la politique monétaire durant le récent effondrement du commerce mondial.

3 Le graphique 1 représente uniquement les importations mondiales, puisque celles-ci équivalent aux exportations mondiales – hors erreurs de mesure.

4 Pendant la crise financière, les échanges commerciaux furent perturbés et les flux de capitaux s'inversèrent fortement (voir par exemple Milesi-Ferretti et Tille, 2011, ainsi que Brutti et Sauré, 2013).

5 Exemples typiques de biens homogènes: produits intermédiaires standardisés et matières premières, tels que le pétrole, les métaux non transformés ou le café en grains. Exemples de biens différenciés: médicaments spécifiques ou véhicules à moteur.

6 Il s'agit de marchés où les prix font l'objet d'une cotation publique et transparente. Le Chicago Mercantile Exchange en est le parfait exemple.

2 Explications de l'effondrement du commerce mondial généralement proposées

L'activité du commerce international est procyclique: les échanges commerciaux, mesurés en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), tendent à croître pendant les périodes d'essor économique et à décliner durant les récessions. Cela ne signifie pas pour autant que les raisons de son effondrement sont complètement évidentes. D'ailleurs, les économistes spécialisés dans les questions commerciales ont étudié attentivement les facteurs déterminants de ce recul marqué.

Plusieurs explications ont été avancées; elles peuvent être classées en deux grandes catégories: celles qui sont liées à une baisse de la demande et celles qui relèvent de facteurs inhérents à l'offre et, plus précisément, d'une progression des tensions commerciales.

Du côté de la *demande*, une importante explication porte sur la composition spécifique du panier commercial. En effet, le recul de la demande a été particulièrement marqué pour certains types de biens qui représentent une très large part dans ce panier. Eaton et al. (2011) montrent que l'impact de la composition du panier peut expliquer jusqu'à 80% de l'effondrement du commerce mondial. Reprenant les mêmes arguments, Behrens et al. (2013) ont analysé les données belges concernant le commerce et la

production, et ils ont découvert que la chute du commerce était liée aux produits plutôt qu'aux opérations transfrontalières. D'autres études portent sur les raisons spécifiques du recul de la demande: Alessandria et al. (2010) et Alessandria (2013), par exemple, indiquent que la gestion des stocks a amplifié l'effondrement du commerce mondial. Ils montrent qu'en anticipant un recul de la demande future, les importateurs réduisent leurs stocks, conduisant à une chute provisoire de la demande de biens importés⁷.

Du côté de l'*offre*, plusieurs études estiment que les tensions commerciales croissantes constituent la raison de l'effondrement du commerce mondial. Par exemple, Ahn et al. (2011), ainsi que Chor et al. (2012) soulignent le rôle du crédit commercial. Ils expliquent qu'il est possible que les banques des entreprises exportatrices aient cessé de financer les exportations pendant la crise, entraînant alors un fléchissement du commerce transfrontalier. Le protectionnisme représente une autre cause possible de friction: le regain de politiques protectionnistes à l'apogée de la crise pourrait avoir eu un impact négatif sur l'offre transfrontalière de biens (voir Bems et al., 2012).

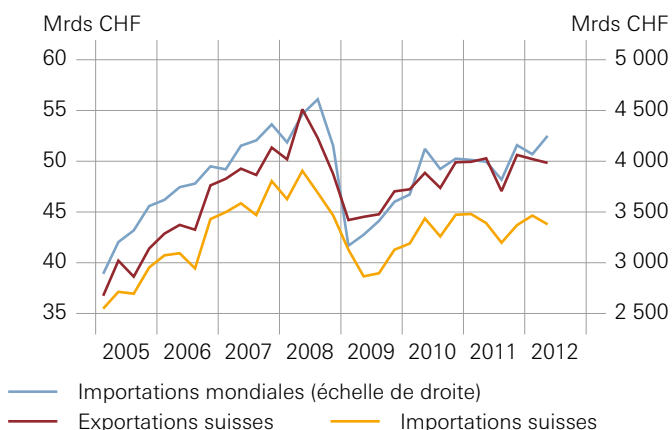
Il est intéressant de constater que l'évaluation des prix des exportations et des importations permet de tracer une ligne de démarcation entre les deux grands ensembles de théories⁸. Plus précisément, un recul de ces prix peut être interprété comme la réfutation des explications liées à une hausse des coûts des exportations, comme celui du financement des échanges commerciaux, car ces effets sont généralement associés à une augmentation des prix des biens échangés. En revanche, les explications soulignant l'impact de la demande, comme celles qui reposent sur la composition des paniers d'exportation ou sur la gestion des stocks, sont corroborées par les baisses des prix des biens échangés qui ont été observées⁹.

En résumé, le recul général des prix des biens échangés entre 2008 et 2009 confirme que l'effondrement du commerce mondial découle principalement d'une baisse de la demande pour ces biens, comme il est généralement affirmé.

Graphique 1

COMMERCE MONDIAL ET COMMERCE SUISSE

Valeurs



Sources: Administration fédérale des douanes (AFD), Fonds monétaire international (FMI).

7 Domit et Shakir (2010), Crowley et Luo (2011), ainsi que Bems et al. (2012); voir bibliographie.

8 Gopinath et al. (2012) soulignent ce point dans une précédente étude sur l'effondrement du commerce mondial.

9 L'augmentation des tensions commerciales ou la baisse de la demande peuvent chacune conduire à l'arrêt complet des exportations de certains biens, les changements de prix passant alors inaperçus. Ces effets peuvent brouiller la vue d'ensemble renvoyée par les indices commerciaux et par les estimations statistiques. Toutefois, le sens des variations de prix observées peut encore être considéré comme un indicateur solide des facteurs déterminants de l'effondrement du commerce mondial.

3 Evolution des prix des biens suisses échangés

Cette section présente en deux étapes les principales conclusions de l'étude. Elle expose d'abord les tendances générales en matière de prix, avant d'examiner plus en détail les prix des biens homogènes et des biens différenciés.

TENDANCES GÉNÉRALES

L'analyse des prix des exportations et des importations suisses repose sur des données commerciales détaillées de l'Administration fédérale des douanes. En l'absence d'informations directes sur les prix unitaires, elle porte sur les valeurs unitaires, qui correspondent à la valeur des exportations (en francs suisses) divisée par la masse (en kilogrammes)¹⁰. Les valeurs unitaires sont une approximation des prix certes imparfaite, mais relativement satisfaisante¹¹.

Pour constituer un indice agrégé, les valeurs unitaires de chaque paire pays-bien sont normalisées à 100 à la période

initiale (janvier 2005). Elles sont ensuite agrégées par des moyennes géométriques pondérées¹². Les données couvrent la période de janvier 2005 à juin 2012. Le graphique 2 montre l'évolution du commerce suisse avant, pendant et après l'effondrement du commerce mondial. Il présente la valeur unitaire (indexée, courbe rouge), les valeurs de commerce agrégées (courbe bleue) et le cours de change réel effectif (courbe jaune)¹³, respectivement pour les exportations et les importations suisses.

Nous définissons l'effondrement du commerce mondial comme les quatre trimestres consécutifs, depuis le début de 2007, durant lesquels les exportations et les importations suisses étaient au plus bas. Cette définition le fait coïncider avec l'année civile 2009, qui est représentée sur fond bleu dans le graphique 2. La partie supérieure de celui-ci indique que les valeurs unitaires des exportations ont augmenté progressivement entre 2005 et 2008. L'indice a légèrement fléchi, mais est demeuré relativement stable entre 2008 et 2009, notamment si on le compare à la baisse marquée de la valeur agrégée des exportations suisses¹⁴. Le graphique suggère un recul des valeurs unitaires des exportations d'environ 3% à 4% durant cette période. Une analyse économétrique fait effectivement apparaître que la valeur unitaire des exportations suisses a diminué de 3,6% en moyenne pendant l'effondrement du commerce mondial. Ce fléchissement estimé est important sur le plan statistique et résiste à plusieurs examens (voir tableau 1 en page 38)¹⁵.

10 L'Administration fédérale des douanes répertorie 240 pays et régions en tant que partenaires commerciaux et près de 9 000 produits, sur la base du Système harmonisé de désignation et de codification des marchandises, qui comporte huit chiffres.

11 Les indices de la valeur unitaire analysés ici reflètent des indices de prix conventionnels comme ceux à l'exportation et à l'importation compilés par l'Office fédéral de la statistique (www.bfs.admin.ch). Des études récentes telles que Haddad et al. (2010) ou Behrens et al. (2013) ont utilisé des valeurs unitaires pour approximer et évaluer l'évolution des prix pendant l'effondrement du commerce mondial.

12 Les pondérations sont constantes sur la durée et proportionnelles aux valeurs totales pendant toute la période. Lorsque des observations mensuelles font défaut, on suppose que les valeurs unitaires sont constantes. Les classes de biens présentant une valeur agrégée supérieure à 1% sont exclues. Il s'agit généralement de classes de biens résiduels au sein desquelles les effets de substitution tendent à être importants.

13 Le cours de change réel effectif est publié par la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

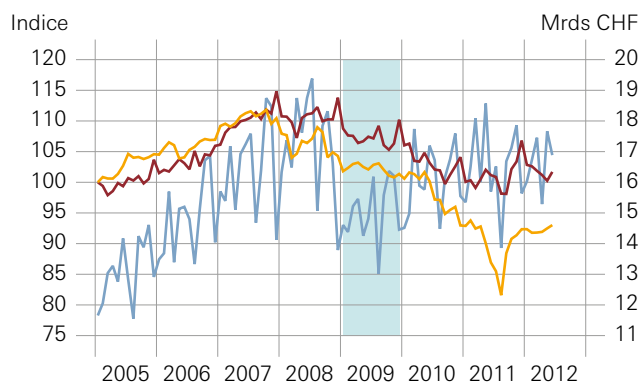
14 La baisse et la hausse consécutives des valeurs unitaires entre 2010 et la mi-2012 reflètent largement l'appréciation du franc suisse.

15 Les changements dans l'éventail de destinations et de produits sont pris en compte dans toutes les études empiriques. Dès lors, les parts commerciales accrues des économies émergentes n'affectent pas ces résultats.

Graphique 2a

COMMERCE SUISSE, EXPORTATIONS

Valeurs et valeurs unitaires



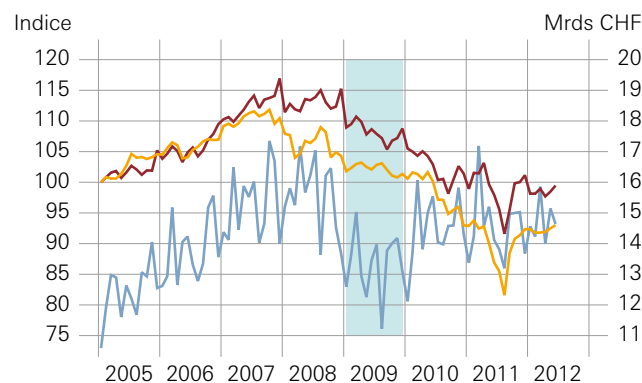
— Valeurs (échelle de droite) — Valeurs unitaires
— Taux de change effectif réel

Sources: AFD, Banque des règlements internationaux (BRI).

Graphique 2b

COMMERCE SUISSE, IMPORTATIONS

Valeurs et valeurs unitaires



— Valeurs (échelle de droite) — Valeurs unitaires
— Taux de change effectif réel

Sources: AFD, BRI.

ENCADRÉ

Analyse empirique

Ce qui suit présente l'analyse empirique des valeurs unitaires suisses pendant l'effondrement du commerce mondial. Celles-ci sont définies comme la valeur divisée par la masse. Une opération d'exportation ou d'importation, également appelée envoi (*shipment*¹), constitue l'unité d'observation. La période de l'effondrement du commerce mondial correspond à l'année civile 2009 (voir graphique 1). Par conséquent, les données commerciales suisses de cette année sont utilisées, l'année de référence étant 2008.

L'évaluation empirique doit tenir compte des effets de composition. Ceux-ci se produisent, par exemple, lorsque les importations suisses d'Asie de l'Est présentent des valeurs unitaires relativement faibles et que leur part augmente, comme cela a été le cas. La proportion accrue des produits d'importation asiatiques bon marché pourrait alors être à l'origine d'une partie des développements représentés dans les graphiques 2 et 3². Le modèle empirique suivant prend ces effets en considération:

$$p_i = \alpha_{j(i)k(i)} + \beta_0 GTC_{t(i)} + \beta_1 GTC_{t(i)} * HOM_{k(i)} + \varepsilon_i \quad (1)$$

1 Le terme anglais générique «*shipment*» ne se réfère pas à un transport sur eau.

2 Voir, par exemple, Sauré (2012) et Simonovska (2010) pour une analyse théorique et pratique des prix à l'exportation spécifiques à une destination. Voir Auer et Sauré (2011 et 2012) pour les caractéristiques des échanges commerciaux propres à la Suisse.

En l'espèce, p_i constitue la valeur unitaire logarithmique et l'indice i représente le nombre d'envois individuels. Chaque envoi i est associé à un pays de destination unique, indiqué par j , un bien défini précisément (k) et une date d'envoi (t)³. La variable binaire GTC_t est égale à 1 lorsque le temps t est en 2009 et à 0 dans les autres cas. La variable binaire HOM_k équivaut à 1 lorsque le bien k est homogène et à 0 lorsqu'il est différencié. Les variables α_{jk} , qui sont chacune affectées à un couple pays-bien, tiennent compte du niveau moyen des valeurs unitaires de chaque couple et absorbent dès lors les effets de composition susmentionnés⁴. Les coefficients d'intérêt sont β_0 et β_1 ; ils indiquent respectivement la variation *moyenne* de prix pendant l'effondrement du commerce mondial et la variation de prix *supplémentaire* pour les biens homogènes.

Le tableau 1 résume les résultats de l'estimation. La colonne 1 indique ceux du modèle économétrique incluant uniquement la variable GTC_t et les variables pays-bien α_{jk} . Le coefficient estimé β_0 suggère que la valeur unitaire des exportations suisses a sensiblement reculé (−3,6% environ) pendant l'effondrement du commerce mondial. La colonne 2 correspond à une

3 Les trois indices j , k et t dépendent de l'envoi i , comme indiqué dans l'équation (1).

4 Conformément à Gopinath et al. (2012), les taux de change bilatéraux ne sont pas pris en compte dans le modèle empirique (1). Le taux de change annuel moyen CHF-USD a varié de moins de 1% entre 2008 et 2009.

Tableau 1

VALEURS UNITAIRES ET EFFONDREMENT DU COMMERCE MONDIAL

Variable dépendante: unité de valeur logarithmique

	Exportations				Importations			
	1	2	3	4	5	6	7	8
GTC	−0.0360*** [0.000504]	−0.0355*** [0.000566]	−0.0273*** [0.000675]	0.00881*** [0.00122]	−0.0352*** [0.000331]	−0.0298*** [0.000362]	−0.0269*** [0.000408]	−0.0307*** [0.000581]
GTC*HOM		−0.0277*** [0.00146]	−0.0149*** [0.00157]	−0.0231*** [0.00158]		−0.0266*** [0.000999]	−0.0234*** [0.00102]	−0.0214*** [0.00104]
GTC*COMM			−0.0254*** [0.00114]	−0.00660*** [0.00126]			−0.0117*** [0.000765]	−0.0158*** [0.000890]
GTC*DUR				−0.0522*** [0.00146]				0.00732*** [0.000814]
Observations	23061154	21048848	21048848	21048848	37873337	35092584	35092584	35092584
R ² ajusté	0.813	0.818	0.818	0.818	0.724	0.723	0.722	0.722
Variable:								
biens-destination	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui

Données transactionnelles des exportations et des importations suisses en 2008 et 2009. GTC = Great Trade Collapse. Les astérisques indiquent un seuil de significativité statistique de 10% (*), de 5% (**) et de 1% (***). Erreurs types entre crochets.

Source: AFD

estimation avec l'interaction $GTC_t * HOM_k$ ⁵. Elle montre que les valeurs unitaires des exportations suisses de biens différenciés ont fléchi d'environ 3,55% durant la même période. Les valeurs unitaires pour les biens différenciés ont également enregistré une baisse, de 2,77%, soit une diminution totale de 6,32%.

Les colonnes 3 et 4 présentent les résultats des estimations qui, en plus, tiennent compte de l'interaction GTC en utilisant des variables binaires pour les matières premières et les biens durables. Les coefficients estimés correspondant aux deux interactions sont négatifs et significatifs. Cela montre que les prix des deux catégories (matières premières et biens durables) ont affiché un recul supérieur à la moyenne. Dans le même temps, la différence qualitative entre les prix des biens homogènes et ceux des biens différenciés demeure: si l'on considère les effets des autres classes de biens, les prix des biens homogènes ont davantage fléchi que ceux des biens différenciés⁶.

Les colonnes 5 à 8 du tableau 1 présentent les résultats de tests basés sur les données des importations suisses. En moyenne, les valeurs unitaires de ces dernières ont fléchi d'environ 3,52% pendant la crise (voir colonne 5). Si l'on fait la distinction entre les effets pour les biens différenciés et ceux pour les biens homogènes, la colonne 6 montre que les valeurs unitaires des deux catégories ont diminué de respectivement 2,98% et 5,64% (2,98% + 2,66%) entre 2008 et 2009. Là encore, les résultats qualitatifs restent inchangés si l'on prend en compte les effets spécifiques des matières premières et des biens durables (colonnes 7 et 8).

5 La variable HOM_k est alignée sur les variables des biens et n'est donc pas prise en compte séparément dans la régression. En outre, la colonne 1 reflète un plus grand nombre d'observations, car les classes de biens ne concordent pas toutes.

6 Le coefficient estimé pour GTC indique que les prix des biens différenciés qui ne sont ni durables ni des matières premières affichaient une légère hausse, de 0,88%.

L'évolution des importations suisses apparaît similaire (voir graphique 2b). Là encore, les valeurs unitaires correspondantes ont progressé avant la crise, puis ont fortement baissé pendant l'effondrement du commerce mondial. On estime leur diminution moyenne sur la même période à 3,52%.

En résumé, le graphique 2 et les estimations connexes mentionnées dans l'analyse empirique suggèrent que les entreprises exportant vers la Suisse et depuis ce pays ont sensiblement réduit leurs prix.

RÔLE DE LA STRUCTURE DU MARCHÉ DANS LES DIFFÉRENTES CLASSES DE BIENS

En observant le recul des valeurs unitaires sur le graphique 2, on peut se demander si des biens ou classes de biens spécifiques ont alimenté les tendances générales. Dans la classe des biens *homogènes*¹⁶, les prix ont fortement réagi. Ces biens affichent des caractéristiques de prix assez spécifiques¹⁷. C'est notamment le cas de la structure de leur marché: ils sont échangés sur des marchés centralisés, de sorte que les prix sont transparents et comparables au niveau international. Tous les autres biens sont appelés biens *différenciés* et sont échangés sur des marchés moins standardisés. Ils se distinguent par des différences qualitatives et une valeur importante de la marque. A l'échelle internationale, les marchés correspondants sont généralement segmentés, c'est-à-dire que les prix pratiqués diffèrent d'un pays à l'autre. Les prix des biens différenciés tendent donc à être moins uniformes.

16 Les ouvrages consacrés aux échanges commerciaux font souvent la distinction entre les biens homogènes et les biens différenciés. Rauch (1999) définit ces classes au niveau du système harmonisé comportant quatre chiffres.

17 En 2008, la part des biens homogènes était d'environ 15,4% dans le panier des exportations suisses et de 21,8% dans celui des importations. En 2009, elle s'inscrivait respectivement à 15,3% et 19,6%.

Les biens homogènes englobent généralement les produits intermédiaires, les matériaux de construction, les substances chimiques, les métaux non transformés et les sources d'énergie. Parmi les exportations suisses, les principaux biens homogènes sont notamment l'électricité, certaines substances chimiques organiques, le café torréfié et les plaques d'alliage d'aluminium. Dans les importations suisses, ce sont les produits pétroliers et les produits métalliques (tels que les câbles de cuivre ou l'aluminium non travaillé). Pour les biens différenciés, les types les plus importants sont les médicaments et les montres pour les exportations suisses, et les véhicules et terminaux téléphoniques pour les importations.

L'analyse des données montre que les prix des biens homogènes et ceux des biens différenciés ont évolué différemment pendant la période examinée. Les indices de la valeur unitaire définis *supra* sont calculés séparément pour les deux classes. L'indice de la valeur unitaire du graphique 2 se décompose donc en deux sous-indices.

Le graphique 3 présente ces deux sous-indices des valeurs unitaires (courbes rouges) et les valeurs agrégées normalisées (courbes bleues) entre janvier 2005 et juin 2012¹⁸. Les séries temporelles des biens homogènes et des biens différenciés sont représentées respectivement par une courbe en pointillé et par une courbe pleine. Le graphique 3a montre l'évolution des exportations suisses et le graphique 3b, celle des importations suisses.

Comme le montrent les graphiques 3a et 3b, les *valeurs agrégées* des biens homogènes n'ont pas évolué très

différemment de celles des biens différenciés: toutes deux ont baissé brutalement. Dans le même temps, les *valeurs unitaires* de ces deux classes ont connu des évolutions assez distinctes. Celles des exportations suisses (graphique 3a) semblent présenter une plus grande volatilité pour les biens homogènes (courbe rouge pointillée) que pour les biens différenciés (courbe rouge pleine). Non seulement les valeurs unitaires des biens homogènes ont fluctué plus fortement sur une base mensuelle, mais leur amplitude était également plus marquée pendant l'effondrement du commerce mondial. En comparaison, les valeurs unitaires des biens différenciés sont relativement stables. La représentation des données relatives aux importations suisses donne une impression similaire (graphique 3b).

Cette idée est corroborée par les estimations basées sur des données empiriques correspondantes, qui montrent que les valeurs unitaires des exportations suisses de biens différenciés ont fléchi d'environ 3,55% sur cette période, alors que celles des exportations de biens homogènes ont reculé de 6,32%. Concernant les importations suisses, les valeurs unitaires des biens différenciés et des biens homogènes ont diminué respectivement de 2,98% et de 5,64% pendant la crise (voir tableau 1 en page 38).

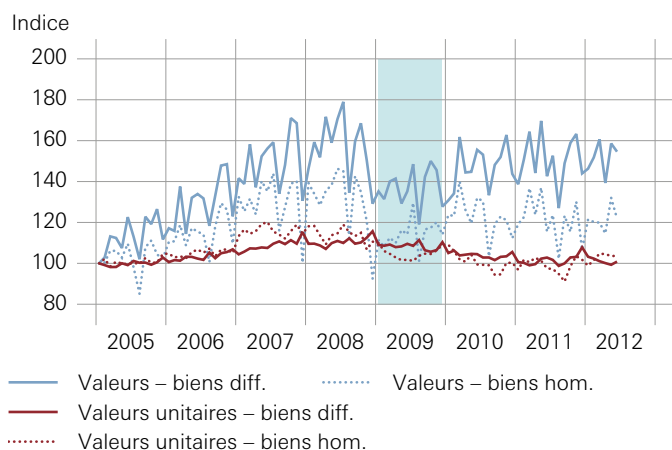
On pourrait supposer que les différences marquées entre les baisses de prix des biens homogènes et celles des biens différenciés découlent des matières premières, dont une large part sont considérées comme des biens homogènes¹⁹. Or il n'en est rien. L'examen des effets spécifiques aux

18 Les biens différenciés représentent une large part du commerce total de la Suisse; la valeur de leurs exportations est plus de cinq fois supérieure à celle des exportations de biens homogènes. L'indice des biens différenciés a donc un poids plus important dans l'indice agrégé du graphique 2.

19 Les fortes fluctuations des prix des matières premières sont bien connues et leur importance pour la politique d'une banque centrale est largement reconnue. Ainsi, une politique monétaire est réputée inefficace si elle néglige les composantes d'un choc pétrolier qui agit comme un choc de productivité. Voir, par exemple, Nakov et Pescatori (2010) et Natal (2012).

Graphique 3a

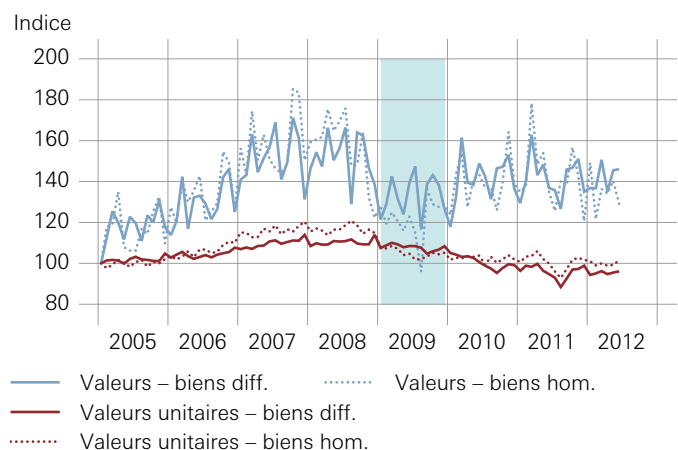
BIENS DIFFÉRENCIÉS ET BIENS HOMOGÈNES, EXPORTATIONS



Source: AFD.

Graphique 3b

BIENS DIFFÉRENCIÉS ET BIENS HOMOGÈNES, IMPORTATIONS



Source: AFD.

matières premières ou aux biens durables ne modifie en rien les résultats qualitatifs (voir, dans l'analyse empirique page 38, les estimations économétriques, qui tiennent compte de l'impact des matières premières).

L'écart solide entre la baisse des prix des biens homogènes et celle des prix des biens différenciés est intéressant à deux égards au moins. Premièrement, le recul bien plus important des prix des biens homogènes par rapport aux biens différenciés met en évidence l'impact de la structure du marché sur les prix des biens. Il suggère que les ajustements de prix pendant la crise dépendaient de la structure spécifique du marché correspondant²⁰. En particulier, la pression concurrentielle et la transparence accrue au niveau des prix semblent avoir engendré des ajustements plus marqués pour les biens échangés sur des marchés centralisés.

Deuxièmement, les résultats montrent que l'amplitude des variations de prix pendant l'effondrement du commerce mondial différait selon les classes de biens, mais que le sens de la variation était le même: les prix ont baissé dans les deux classes de biens. Cette seconde observation vient à nouveau étayer et confirmer la théorie selon laquelle l'effondrement du commerce mondial découlait principalement d'une contraction de la demande, par opposition à une hausse des tensions commerciales, qui aurait accru le prix des biens échangés.

20 Il va de soi que la structure du marché résulte elle-même des caractéristiques des biens correspondants, telles que la taille du marché, l'élasticité-prix de la demande, ainsi que la comparabilité et la substituabilité intrinsèques des biens (voir Broda et al., 2008). La présente analyse n'ambitionne cependant pas de distinguer l'impact de tous les facteurs déterminant la structure du marché.

Cette étude présente de nouveaux éléments sur l'évolution des prix des exportations et des importations suisses, approximés par les valeurs unitaires, pendant l'effondrement du commerce mondial. Ces prix ont baissé entre 2008 et 2009 alors que les valeurs commerciales agrégées affichaient un recul brutal. La baisse généralisée des prix renforce la théorie selon laquelle des facteurs liés à la demande ont principalement conduit à l'effondrement du commerce mondial.

Un examen plus détaillé des différentes classes de biens révèle que les prix des biens homogènes ont reculé plus fortement que la moyenne. Or ces biens s'échangent sur des marchés très centralisés. Ces constats suggèrent que la structure du marché a joué un rôle important dans les modifications de prix intervenues durant l'effondrement du commerce mondial. Plus précisément, les entreprises actives sur les marchés des biens homogènes furent exposées à une concurrence internationale plus vive et il est possible qu'elles y aient fait face en réduisant davantage les prix que celles opérant sur les marchés des biens différenciés.

BIBLIOGRAPHIE

- Ahn, J.B., M. Amiti et D. E. Weinstein. 2011, «Trade Finance and the Great Trade Collapse», dans *American Economic Review*, 101(3), pages 298-302.
- Alessandria, G., J. P. Kaboski et V. Midrigan (2010), «The Great Trade Collapse of 2008-2009: An Inventory Adjustment?», dans *IMF Economic Review*, 58(2), pages 254-294.
- Alessandria, G. (2013), «The Great Trade Collapse (and Recovery)» dans *Business Review* de la Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2013 T1, pages 1-10.
- Auer, R. et A. M. Fischer (2010), «The Effect of Low-Wage Import Competition on U.S. Inflationary Pressure», dans *Journal of Monetary Economics*, 57(4), pages 491-503.
- Auer, R. et P. Sauré (2011), «Industry Composition and the Effects of Exchange Rates on Exports – Why Switzerland is Special», dans *Aussenwirtschaft*, 66(3), pages 323-338.
- Auer, R. et P. Sauré (2012), «CHF Strength and Swiss Export Performance – Evidence and Outlook from a Disaggregate Analysis», dans *Applied Economics Letters*, 19, pages 521-531.
- Behrens, K., G. Corcos et G. Mion (2013), «Trade Crisis? What Trade Crisis?», dans *Review of Economics and Statistics* 95(2), pages 702-709.
- Bems, R., R. C. Johnson et K-M. Yi (2012), «The Great Trade Collapse», Working Paper n° 18632 du National Bureau of Economic Research.
- Broda, C., N. Limao et D. Weinstein (2008), «Optimal Tariffs and Market Power: The Evidence», dans *American Economic Review*, 98(5), pages 2032-2065.
- Brutti, F. et P. Sauré (2013), «Repatriation of Debt in the Euro Crisis: Evidence for the Secondary Market Theory», Mimeo, BNS.
- Campa, J. M. et L. S. Goldberg (2005), «Exchange Rate Pass-Through into Import Prices», dans *Review of Economics and Statistics*, 87(4), pages 679-690.
- Chor, D. et K. Manova (2012), «Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade During the Global Financial Crisis», dans *Journal of International Economics*, 87(1), pages 117-133.
- Crowley, M. et X. Luo (2011), «Understanding the Great Trade Collapse of 2008-09 and the Subsequent Trade Recovery», dans *Economic Perspectives* de la Federal Reserve Bank of Chicago, T2, pages 44-68.
- Domit, S. et T. Shakir (2010), «Interpreting the World Trade Collapse», dans *Quarterly Bulletin* de la Bank of England, 50(3), pages 183-189.
- Eaton, J., S. Kortum, B. Neiman et J. Romalis (2011), «Trade and the Global Recession», Working Paper n° 16666 du National Bureau of Economic Research.
- Gopinath, G., O. Itskhoki et B. Neiman (2012), «Trade Prices and the Global Trade Collapse of 2008-09», dans *IMF Economic Review*, 60(3), pages 303-328.
- Haddad, M., A. Harrison et C. Hausman (2010), «Decomposing the Great Trade Collapse: Products, Prices, and Quantities in the 2008-2009 Crisis», Working Paper n° 16253 du National Bureau of Economic Research.
- Hildebrand, P. M. (2010), «Les défis de la politique monétaire: les exportations suisses face à la mondialisation», exposé présenté à la Mission de la Suisse auprès de l'Union européenne, novembre 2010.
- Kohli, U. (2004), «Real GDP, Real Domestic Income, and Terms-of-Trade Changes», dans *Journal of International Economics*, 62(1), pages 83-106.
- Milesi-Ferretti, G-M. et C. Tille (2011), «The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis», dans *Economic Policy*, 26(66), pages 289-346.
- Nakov, A. et A. Pescatori (2010), «Monetary Policy Tradeoffs with a Dominant Oil Producer», dans *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (1), pages 1-32.
- Natal, J-M. (2012), «Monetary Policy Response to Oil Price Shocks», dans *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(1), pages 53-101.
- Rauch, J. E. (1999), «Networks Versus Markets in International Trade», dans *Journal of International Economics*, 48(1), pages 7-35.
- Sauré, P. (2012), «Bounded Love of Variety and Patterns of Trade», dans *Open Economies Review*, 23(4), pages 645-674.
- Simonovska, I. (2010), «Income Differences and Prices of Tradables», Working Paper n° 16233 du National Bureau of Economic Research.
- Stulz, J. (2007), «Exchange Rate Pass-Through in Switzerland: Evidence from Vector Autoregressions», *Economic Studies* n° 4 de la BNS.

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

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
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.

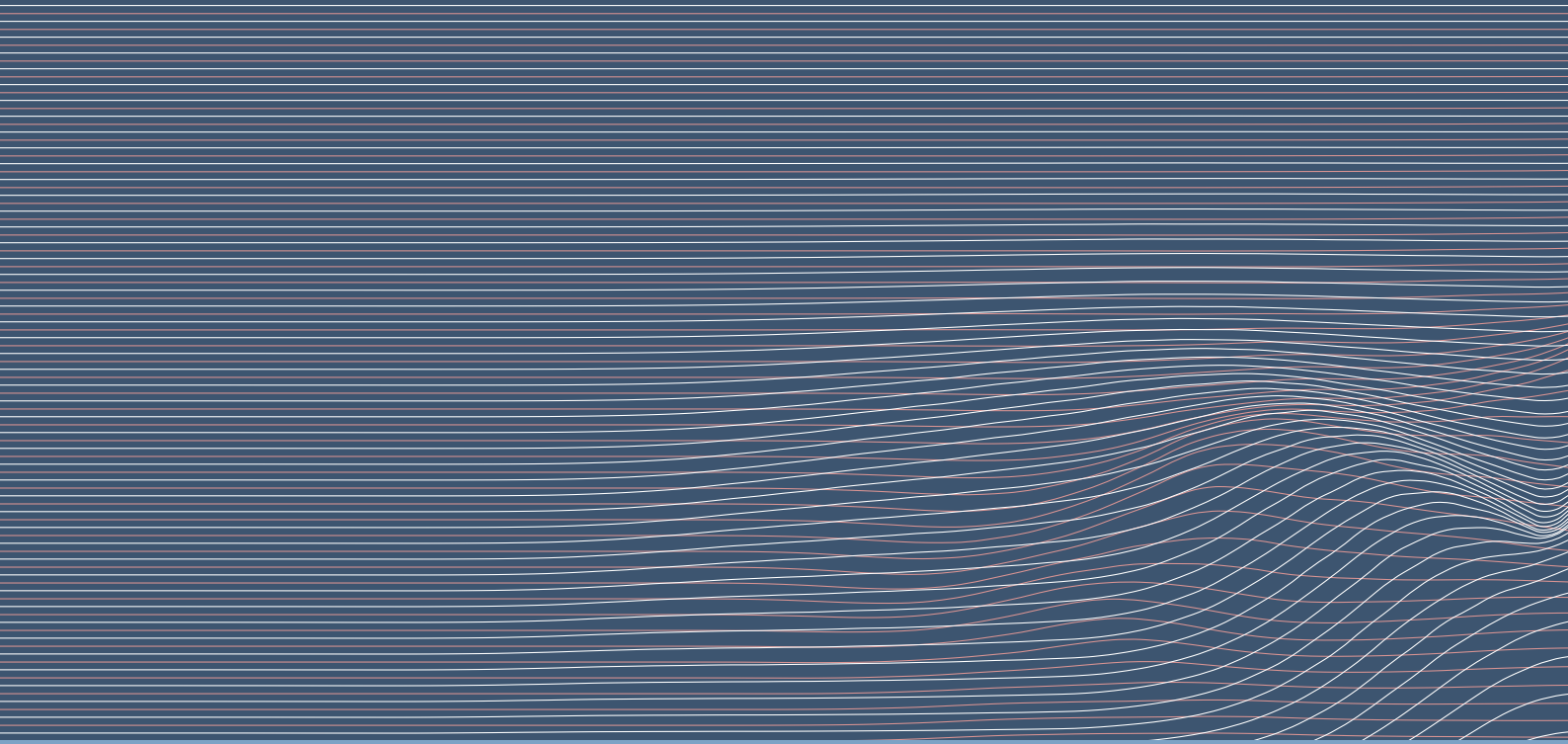
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

