

Bulletin trimestriel
2/2014 Juin

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



Bulletin trimestriel
2/2014 Juin

32^e année

Table des matières

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

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de juin 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 19 juin 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 19 juin 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 19 juin 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. Le Libor à trois mois étant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportuniste des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait s'accroître de nouveau. La BNS continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. En outre, la BNS laisse à 0%-0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

Selon la prévision d'inflation conditionnelle de juin, la pression à la hausse sur les prix a de nouveau diminué à moyen terme. Durant les prochains trimestres, l'inflation devrait certes être légèrement plus élevée que celle prévue en mars, du fait qu'en mai, le renchérissement s'est avéré un peu plus marqué qu'attendu. Aussi le point de départ de la courbe s'est-il déplacé vers le haut. Mais à compter de la mi-2015, l'inflation sera plus faible que prévu au premier trimestre. Cette évolution tient aux perspectives modérées de la conjoncture internationale et au niveau étonnamment bas de l'inflation dans la zone euro. Pour l'année en cours,

la prévision d'inflation s'établit désormais à 0,1%, soit à un niveau supérieur de 0,1 point à celui de mars. Pour 2015 et 2016, la nouvelle prévision s'inscrit à respectivement 0,3% et 0,9% et est donc inférieure de 0,1 point, dans les deux cas, à la prévision du précédent examen trimestriel. Comme en mars, la prévision de juin repose sur un Libor à trois mois maintenu à 0% pendant les trois prochaines années et sur l'hypothèse que le franc faiblira au cours de cette période. Par conséquent, il n'y a toujours aucun risque d'inflation en Suisse dans l'avenir proche.

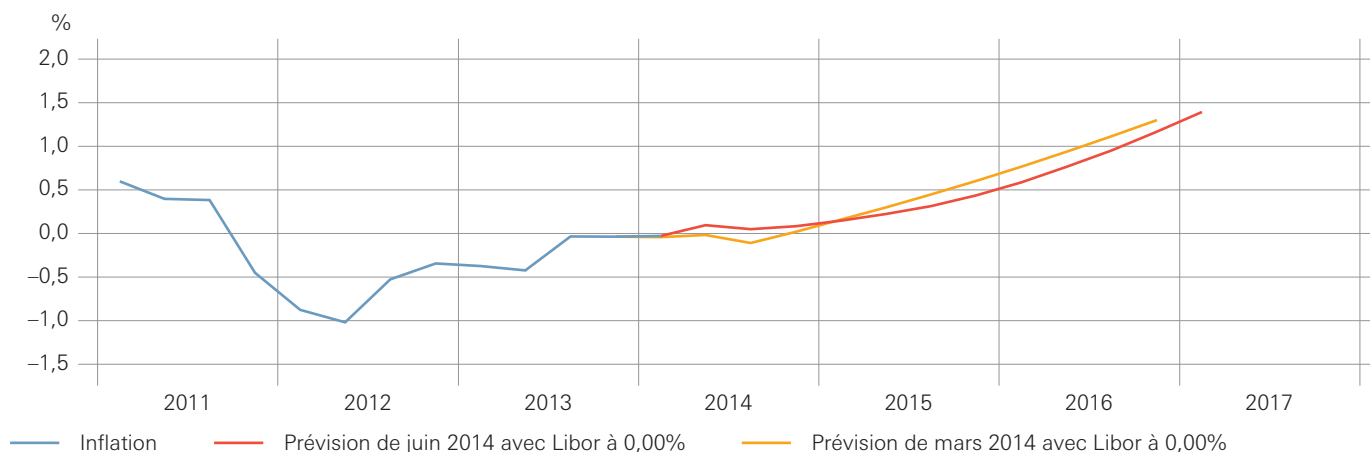
La reprise de l'économie mondiale demeure hésitante. Dans les trois premiers mois de 2014, la croissance a été plus médiocre qu'escompté pour l'ensemble des pays. Au cours des prochains trimestres, la conjoncture internationale devrait se consolider, même si l'évolution restera modérée dans une perspective historique. En Suisse, la croissance a quelque peu gagné en vigueur entre janvier et mars, conformément aux attentes, après s'être montrée plutôt faible au trimestre précédent. Les capacités de production demeurent pourtant globalement sous-utilisées. La BNS s'attend à ce que cette reprise modérée se poursuive pendant les trimestres à venir. Pour 2014, elle continue de tabler sur un taux de croissance d'environ 2%.

Les risques de ralentissement restent toutefois considérables. Une évolution moins marquée de l'économie mondiale freinerait également la croissance en Suisse. Les conflits géopolitiques actuels, les pressions exercées en vue d'une consolidation des finances publiques dans la zone euro et les problèmes structurels rencontrés dans divers pays pourraient entraver la reprise mondiale plus fortement que prévu. Les principales zones monétaires se trouvant à différents stades du cycle de politique monétaire, un regain de volatilité pourrait se propager sur les marchés financiers et des changes. Comme le montrent des enquêtes menées auprès des entreprises, l'incertitude au

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2014

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



Source: BNS.

sujet des conditions-cadres pour l'économie s'est également accrue en Suisse ces derniers temps.

A la suite du relèvement du volant anticyclique de fonds propres, des exigences plus strictes de fonds propres s'appliqueront, à compter du 30 juin 2014, aux prêts hypothécaires destinés à financer des objets d'habitation situés en Suisse. Bien que la dynamique des marchés

hypothécaire et immobilier ait légèrement faibli, il n'y a pas encore de signe de détente durable. 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, JUIN 2014

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

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2014

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La reprise de l'économie demeure hésitante sur le plan international. La croissance mondiale enregistrée au premier trimestre 2014 a été plus médiocre qu'escompté au mois de mars. Le commerce mondial a fléchi après avoir marqué, durant les derniers mois de 2013, une forte hausse qui laissait espérer une reprise conjoncturelle durable (voir graphique 2.1).

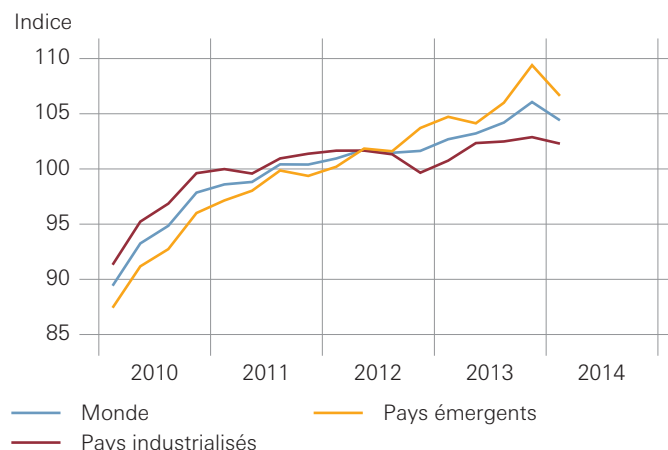
Aux Etats-Unis, le PIB a reculé au premier trimestre. Il s'agit toutefois d'un phénomène temporaire, dû en grande partie à une vague de froid exceptionnelle enregistrée l'hiver dernier. Dans la zone euro, la croissance du PIB était faible; la situation s'est toutefois révélée très différente d'un pays à l'autre. Alors que l'Allemagne a affiché une fois encore une progression de son activité économique, la France et l'Italie ont déçu par une nouvelle stagnation. Dans les pays émergents également, la dynamique de croissance est restée en deçà des attentes. En revanche, le Japon a connu une progression exceptionnellement forte pendant la période qui a précédé la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA).

Dans son scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale, la BNS continue de tabler sur une consolidation de la conjoncture internationale au cours des trimestres à venir. La reprise telle qu'elle apparaît dans les prévisions reste cependant très modeste dans une perspective historique. Dans la zone euro notamment, il faut s'attendre

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

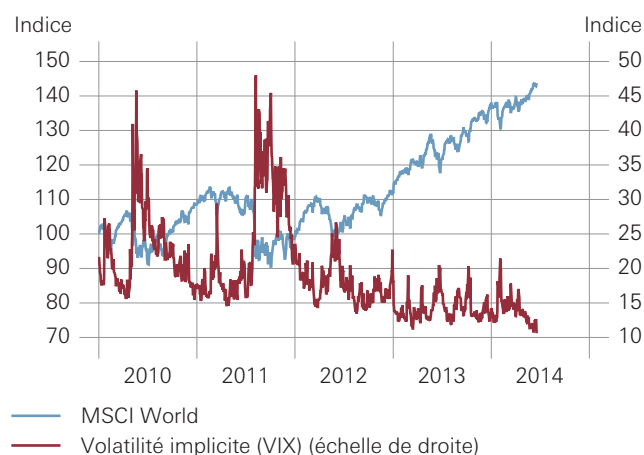


Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

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	3,4	3,9
Etats-Unis	2,5	1,8	2,8	1,9	2,1	3,4
Zone euro	1,9	1,6	-0,7	-0,4	1,0	1,8
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	108,8	109,0

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

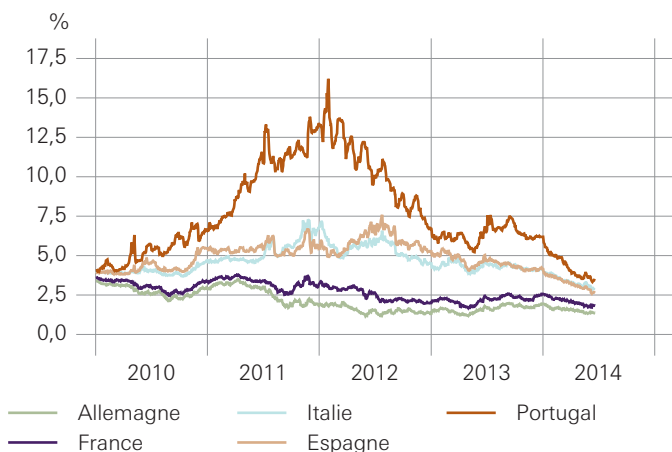


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

à ce que la croissance et le renchérissement restent faibles. Par rapport au scénario de base de mars, la BNS a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance tant pour les pays industrialisés que pour les économies émergentes.

Les risques demeurent orientés à la baisse. La zone euro fait encore face à des défis majeurs, tels que la consolidation des finances publiques, les réformes institutionnelles et les réformes de nature à favoriser la croissance. Plusieurs pays émergents rencontrent des problèmes structurels. Par ailleurs, une éventuelle aggravation des conflits géopolitiques actuels pèserait sur la conjoncture mondiale. Les principales zones monétaires se trouvant à différents stades du cycle de politique monétaire, les marchés financiers et les marchés des changes présentent le risque d'une volatilité indésirable. Dans l'ensemble, l'incertitude quant à la future évolution de l'économie mondiale demeure élevée.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Celles-ci sont pratiquement inchangées par rapport au scénario de base de mars. La BNS part d'un prix de 109 dollars des Etats-Unis le baril de brent et d'un cours de 1,38 dollar pour un euro.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Malgré l'évolution conjoncturelle modeste, le climat est demeuré globalement positif sur les marchés financiers internationaux depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, à mi-mars. Les cours des actions ont poursuivi leur progression au niveau mondial (voir graphique 2.2). Tant l'indice du marché des actions S&P 500 aux Etats-Unis que le Dax en Allemagne ont atteint de nouveaux sommets au mois de juin. Dans le même temps, l'indice de volatilité afférent aux actions américaines (VIX), qui fait office d'indicateur d'incertitude, a sensiblement reculé. Les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont de nouveau fléchi dans les pays membres de la zone euro (voir graphique 2.4), tandis que 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 n'ont guère fluctué sur les marchés des changes jusqu'à ce que début mai, la BCE laisse entrevoir d'autres mesures d'assouplissement pour le mois de juin. L'euro a alors fléchi en valeur pondérée par le commerce extérieur. Après l'annonce des mesures d'assouplissement début juin, l'euro a continué à se déprécier. Quant au dollar des Etats-Unis et au yen, ils ont eu tendance à se stabiliser (voir graphique 2.5).

Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont un peu augmenté (voir graphique 2.6). Ceux des denrées alimentaires notamment ont progressé en raison de pertes de récolte. La crainte de problèmes d'approvisionnement a également entraîné une hausse des prix de certains

métaux industriels. En revanche, les prix de l'énergie sont demeurés stables.

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a enregistré un ralentissement de sa croissance au premier trimestre 2014, situation à laquelle ont sensiblement contribué les importants mouvements de stocks dus à la vague de froid. En revanche, les dépenses de consommation des ménages ont poursuivi leur progression robuste. Dans l'ensemble, le PIB a reculé de 1% (voir graphique 2.7). Le taux de chômage a encore fléchi pour s'établir à 6,3% en mai (voir graphique 2.10), mais ce recul est surtout imputable à un taux de participation en baisse. Le chômage reste cependant relativement élevé par rapport à la situation observée ces dernières années.

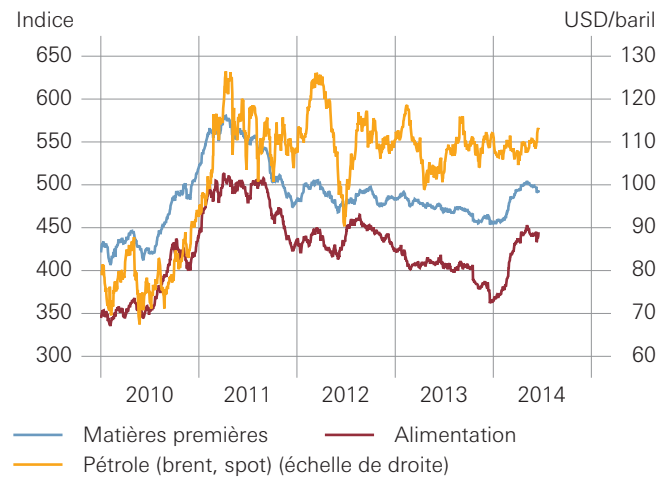
Le deuxième trimestre devrait afficher une nette reprise de la conjoncture. Les perspectives de croissance à plus long terme demeurent relativement favorables: l'amélioration progressive de la situation financière des ménages, une politique budgétaire qui pèse moins sur l'économie et la politique monétaire toujours expansionniste devraient soutenir la croissance au cours des prochains trimestres. Eu égard au premier trimestre étonnamment faible, le PIB ne devrait toutefois croître que de 2,1% en 2014. La prévision de croissance pour 2015 reste inchangée, à 3,4% (voir tableau 2.1).

Le taux annuel de renchérissement pour les prix à la consommation a légèrement augmenté aux Etats-Unis ces derniers mois et s'inscrivait à 2,1% en mai (voir graphique 2.11). La hausse des prix de l'électricité, qui résultait de l'hiver exceptionnellement froid, a contribué à cet accroissement. L'inflation sous-jacente a progressé pour s'inscrire à 2% (voir graphique 2.12). Comme l'utilisation des capacités de production demeure inférieure à la moyenne, il est probable que l'inflation reste modérée ces prochains trimestres.

Depuis décembre 2013, la Réserve fédérale a réduit peu à peu ses achats mensuels de titres: alors qu'ils portaient initialement sur un montant de 85 milliards de dollars des Etats-Unis, ils ont désormais passé à 35 milliards. La Fed a maintenu à 0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur (voir graphique 2.13). En juin, elle a réaffirmé sa conviction que les taux d'intérêt demeureraient au faible niveau actuel pendant un certain temps après la fin de son programme d'achat de titres. Elle continue en outre à tabler sur des taux d'intérêt s'inscrivant à un niveau plus bas que d'ordinaire et ce, même si elle aura peu ou prou atteint ses objectifs de politique monétaire, à savoir la stabilité des prix et le plein emploi.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

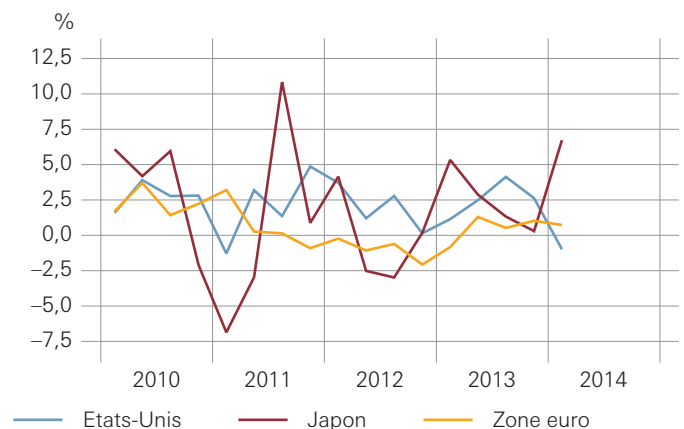


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

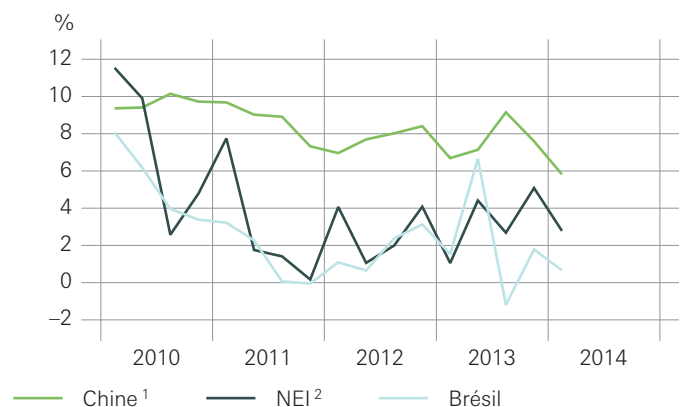


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMÉRGENTS

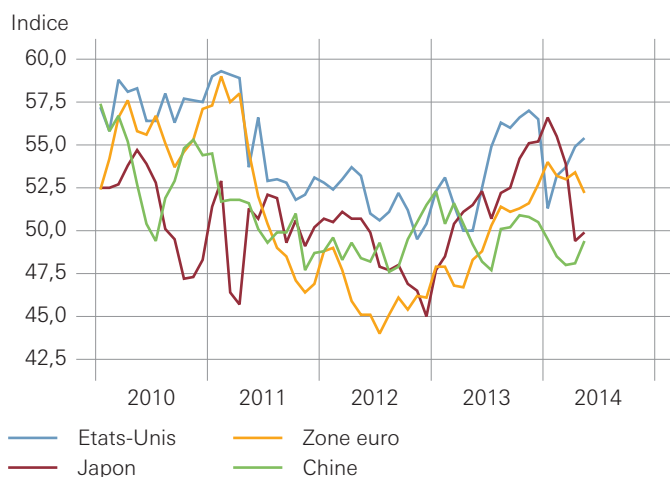
Variation par rapport à la période précédente



1 Estimation BNS.

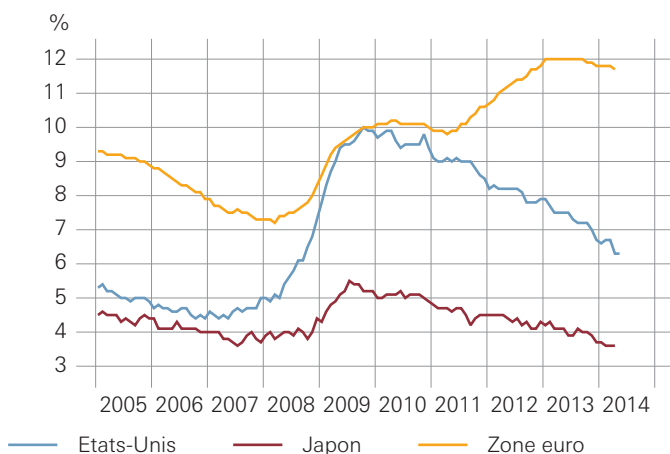
2 Pondération PPA (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour).

Source: Thomson Reuters Datastream.

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

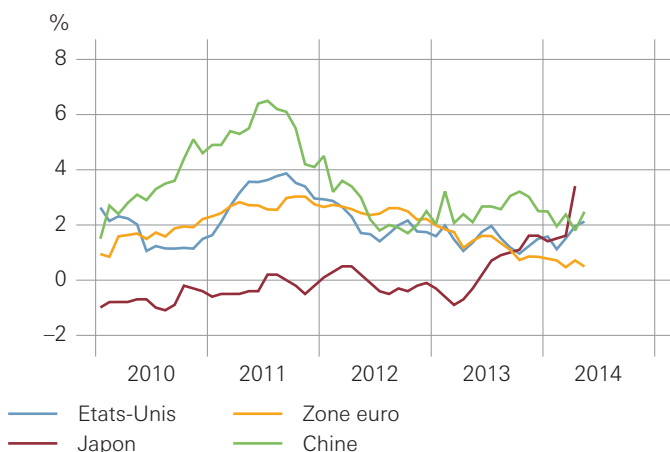
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

La zone euro a affiché une évolution très hétérogène au premier trimestre. Dans l'ensemble, le PIB n'a progressé que de 0,7% (voir graphique 2.7). L'Allemagne est restée le moteur de la croissance, tandis que la France et l'Italie ont stagné. Le marché du travail n'a présenté aucune amélioration sensible ces derniers mois. Le taux de chômage est demeuré élevé (voir graphique 2.10).

La BNS table sur le fait que la reprise s'affermira peu à peu dans la zone euro. La demande étrangère devrait fournir des impulsions importantes, ce qui bénéficiera en premier lieu aux Etats membres fortement tournés vers l'exportation, comme l'Allemagne. La demande intérieure ne devrait se redresser que très progressivement. Des enquêtes réalisées dans l'industrie indiquent que les attentes concernant l'évolution économique sont plus prudentes, notamment en ce qui concerne la France (voir graphique 2.9). De plus, les conditions de crédit restent limitatives dans certains Etats membres et freinent les investissements. Comme aux périodes précédentes, l'incertitude quant à la solidité du système bancaire complique les conditions de refinancement des banques. Le problème devrait toutefois s'atténuer peu à peu à partir de l'automne, lorsque la BCE aura terminé l'examen du bilan des banques. L'incertitude demeure aussi en matière d'assainissement des finances publiques et pèse sur la reprise. La BNS a légèrement revu à la baisse ses prévisions pour la zone euro et table désormais sur une progression du PIB de 1% en 2014 et de 1,8% en 2015.

Depuis quelques mois, la hausse des prix à la consommation reste nettement inférieure à sa moyenne à long terme. En mai, le renchérissement a fléchi pour s'inscrire à 0,5% (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a atteint son plus bas niveau, à 0,7% (voir graphique 2.12). Les prix à la production et à l'importation continuent d'exercer une pression à la baisse sur le renchérissement en aval, c'est-à-dire sur les prix à la consommation.

L'évolution atone de la conjoncture et du renchérissement a incité la BCE à adopter en juin des mesures d'assouplissement importantes. Premièrement, la BCE a abaissé les taux directeurs à un nouveau seuil historique, portant en territoire négatif son taux de dépôts (voir graphique 2.13). Deuxièmement, elle a suspendu ses opérations de stérilisation de sorte à augmenter les liquidités sur le marché monétaire. Troisièmement, elle a promis aux banques de mettre à leur disposition des liquidités en quantité illimitée dans le cadre de ses opérations de refinancement jusqu'à fin 2016. Quatrièmement, elle entend accorder aux banques des crédits spéciaux à condition que ces derniers soient redistribués aux entreprises et aux ménages sous forme de prêts; ces crédits portent dans un premier temps sur un montant de 400 milliards d'euros. Cette mesure vise notamment à stimuler l'octroi de crédits aux petites et moyennes entreprises.

JAPON

L'essor conjoncturel s'est poursuivi au Japon. Le PIB a progressé de 6,7% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Cette forte croissance découle partiellement d'achats anticipés effectués en prévision du relèvement de la TVA au 1^{er} avril. Ils se sont principalement traduits par une expansion vigoureuse de la demande de consommation privée, mais les investissements des entreprises et les exportations ont également affiché une hausse robuste. La demande publique a par contre baissé, reflétant la fin du train de mesures conjoncturelles, qui coïncide avec la clôture de l'année budgétaire en mars 2014.

Soutenu par la demande étrangère croissante et par un autre train de mesures conjoncturelles de l'ordre de 1% du PIB, qui a été adopté en décembre 2013, le redressement devrait continuer au second semestre 2014. En 2015, il faut s'attendre à une politique budgétaire plus restrictive en raison de l'objectif fixé pour les finances publiques. La BNS estime dès lors que la croissance de l'économie sera modeste à moyen terme. Les réformes structurelles envisagées par le gouvernement dans le cadre de sa stratégie de croissance pourraient stimuler l'économie. Il faut une croissance durable pour pouvoir relever les défis de la politique budgétaire.

Au Japon, les prix à la consommation sont repartis à la hausse ces derniers mois sous l'influence du yen faible. De plus, le relèvement de la TVA a entraîné en avril une poussée unique de l'inflation, portant le renchérissement annuel à 3,4% (voir graphique 2.11). Le renchérissement de base, qui exclut l'effet estimé de la TVA et les prix volatils des biens et services, était encore inférieur à 1%. Les anticipations d'inflation augmentent progressivement.

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.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

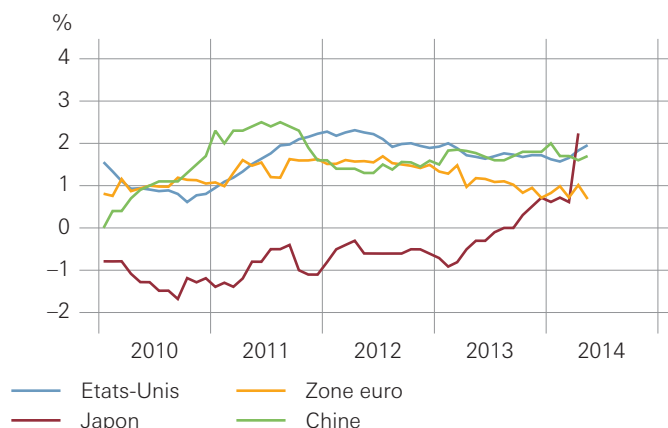
La dynamique conjoncturelle a un peu perdu de sa vigueur au premier trimestre dans les économies émergentes. Les conditions de crédit restrictives ont freiné les investissements dans plusieurs pays, tandis que les exportations ont souffert de la demande atone des pays industrialisés.

Les perspectives de croissance sont modestes pour les trimestres à venir. Le gouvernement chinois semble certes décidé à mettre rapidement en œuvre des réformes importantes en vue d'une croissance durable, mais les risques de récession demeurent: le ralentissement du marché immobilier et les surcapacités dans l'industrie lourde pourraient faire augmenter le nombre de situations d'insolvabilité et déclencher des turbulences sur les

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

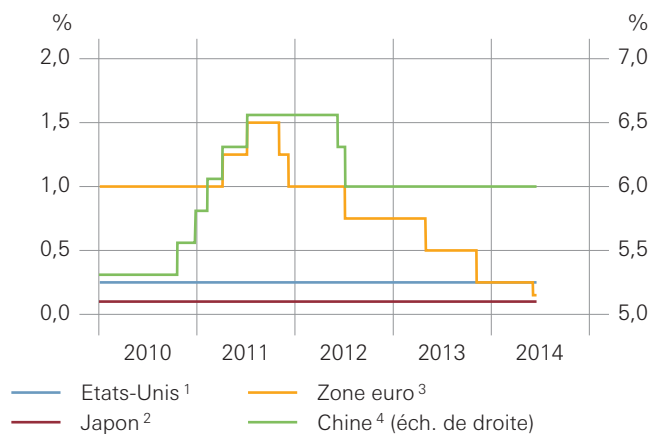


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



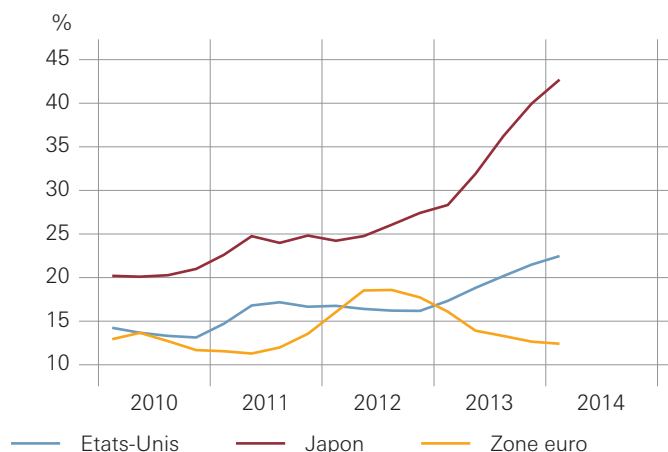
¹ Taux des fonds fédéraux. ² Taux cible au jour le jour. ³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement. ⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

marchés financiers eu égard à la forte progression du volume des crédits. Le Brésil et l'Inde doivent faire face à un manque de dynamisme en matière de réformes, à la faible progression de la productivité et à une inflation élevée. Il faut donc s'attendre à une future évolution mitigée dans ces pays. Le conflit avec l'Ukraine pèse sur les perspectives de croissance de la Russie.

Le renchérissement a évolué de manière hétérogène dans les économies émergentes: en Chine, en Corée du Sud et à Taïwan, il était nettement inférieur aux valeurs cibles fixées par les banques centrales respectives. L'inflation est par contre demeurée élevée au Brésil, en Inde et en Russie, notamment en raison d'une hausse des prix des denrées alimentaires et, dans le cas de la Russie, d'une dépréciation de la monnaie.

Les banques centrales des pays émergents ont adopté des politiques différentes ces derniers mois: la Banque centrale de Russie a relevé son taux directeur de deux points de pourcentage en l'espace de deux mois pour freiner la fuite des capitaux consécutive aux tensions politiques. Au Brésil, la banque centrale a remonté son taux directeur pour combattre l'inflation persistante. La Chine a, en revanche, assoupli sa politique monétaire pour éviter un resserrement trop rapide du crédit. Cette mesure s'est traduite par un net recul des taux interbancaires depuis le début de l'année. La Banque de Chine est par ailleurs intervenue sur le marché des changes pour lutter contre les afflux de capitaux spéculatifs.

3 Evolution économique en Suisse

L'économie suisse a connu un regain de vigueur en début d'année. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB en termes réels a progressé de 1,9% au premier trimestre alors qu'il n'avait augmenté que de 0,7% au quatrième trimestre 2013. La croissance économique a surtout été portée par les exportations, ce qui a contribué à l'évolution positive de l'industrie manufacturière. La création de valeur s'est aussi fortement accrue dans les banques et les compagnies d'assurances.

La demande intérieure a évolué de façon extrêmement hétérogène. Les investissements en constructions sont restés très dynamiques tandis que les investissements en biens d'équipement ont reculé. La consommation des ménages n'a donné que peu d'impulsions.

L'écart de production n'a guère varié au premier trimestre. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau été inférieur à la moyenne. Bien que l'emploi ait connu une évolution positive, le taux de chômage est resté inchangé.

La reprise modérée devrait se poursuivre durant le reste de l'année. Pour 2014, la BNS table toujours sur une progression du PIB d'environ 2%.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

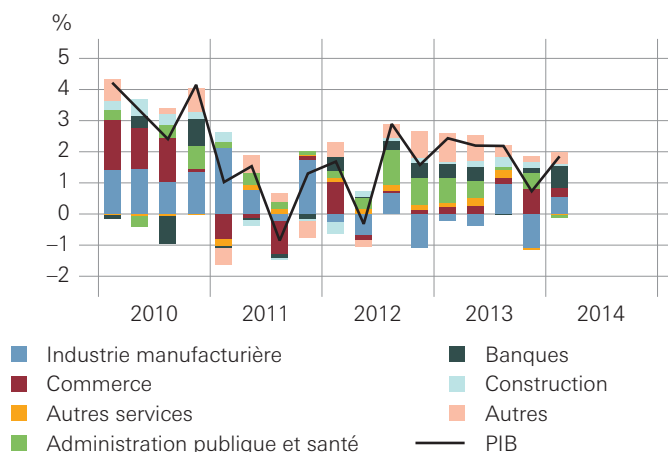
Effet de rattrapage dans l'industrie manufacturière

La relance de la croissance observée au premier trimestre a été essentiellement marquée par un effet de rattrapage dans l'industrie manufacturière et par une forte augmentation de la création de valeur dans les services financiers (voir graphique 3.1). Les autres branches ont été moins dynamiques. Dans l'administration publique ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration, la création de valeur a même légèrement reculé.

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

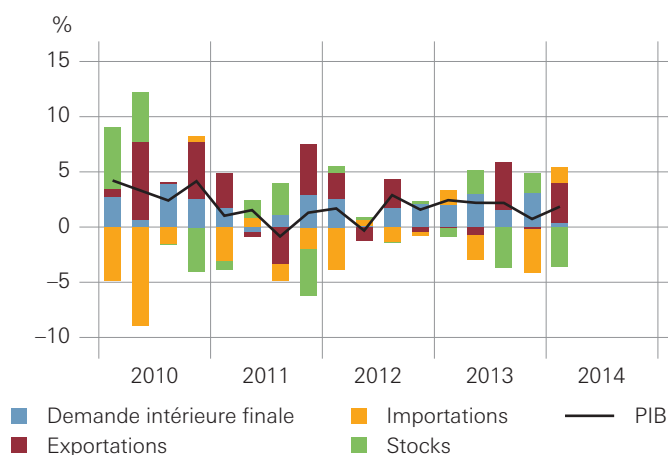


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

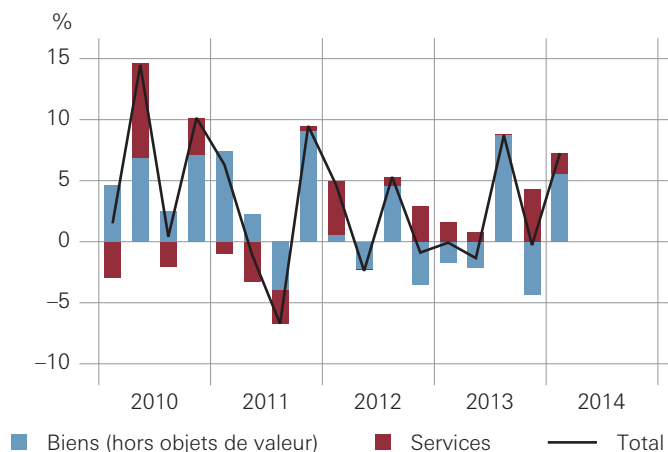


Source: SECO.

Graphique 3.3

EXPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Contribution nettement positive du commerce extérieur

Les exportations ont sensiblement progressé au premier trimestre (voir graphique 3.3). Elles ont poursuivi leur hausse dans les services et se sont redressées dans la chimie et l'industrie pharmaceutique en particulier. Les importations, qui avaient fortement augmenté au trimestre précédent, ont en revanche accusé un repli (voir graphique 3.4). La contribution du commerce extérieur à la croissance a donc été très positive, contrairement à la période précédente (voir graphique 3.2 et tableau 3.1).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2010	2011	2012	2013	2012			2013				2014
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Consommation privée	1,7	1,1	2,4	2,3	0,5	2,8	3,3	2,8	1,8	0,8	2,6	0,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	1,2	3,2	3,0	3,4	3,9	2,8	4,5	0,9	3,6	1,0	-3,2
Investissements	4,8	4,5	-0,4	1,8	-2,9	-1,7	-1,0	-0,5	9,3	3,1	7,3	1,9
Construction	3,5	2,5	-2,9	3,8	1,9	-0,1	2,0	3,3	3,7	9,1	10,4	11,4
Biens d'équipement	5,8	6,1	1,7	0,3	-6,4	-2,9	-3,3	-3,6	14,3	-1,6	4,7	-5,8
Demande intérieure finale	2,2	1,8	1,8	2,3	0,1	1,9	2,3	2,2	3,4	1,7	3,5	0,3
Variation des stocks ¹	0,8	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,3	-0,8	2,2	-3,7	1,8	-3,7
Exportations totales ²	7,4	3,8	2,0	1,1	-2,4	5,3	-0,9	-0,1	-1,3	8,7	-0,3	7,3
Biens ²	9,3	6,3	1,9	-0,5	-3,2	6,8	-5,2	-2,5	-3,2	13,1	-6,5	8,4
Services	3,5	-1,6	2,4	4,4	-0,5	2,2	9,0	4,8	2,3	0,4	13,1	5,2
Importations totales ²	9,1	3,8	3,9	1,3	-1,4	3,3	0,7	-3,3	5,8	-0,1	10,0	-3,6
Biens ²	10,6	3,1	2,5	0,1	-3,8	3,4	-2,9	-4,0	6,3	0,3	4,4	-3,2
Services	3,0	6,8	9,4	5,7	8,5	2,8	15,3	-1,0	3,8	-1,4	31,9	-5,2
Commerce extérieur ³	0,2	0,4	-0,5	0,0	-0,6	1,3	-0,7	1,3	-3,0	4,4	-4,2	5,1
PIB	3,0	1,8	1,0	2,0	-0,3	2,9	1,6	2,4	2,2	2,2	0,7	1,9

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SECO.

Faiblesse de la demande intérieure

Après avoir été le principal moteur de la croissance en 2013, la demande intérieure finale a nettement perdu de sa vigueur au premier trimestre (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). Les dépenses de consommation des ménages ont enregistré une croissance inférieure à la moyenne (0,5%). Cela s'explique notamment par le recul des dépenses d'énergie au premier trimestre, attribuable aux conditions météorologiques, et par le léger ralentissement de la progression des revenus. Néanmoins, la consommation des ménages a tendance à bénéficier d'une immigration qui demeure forte.

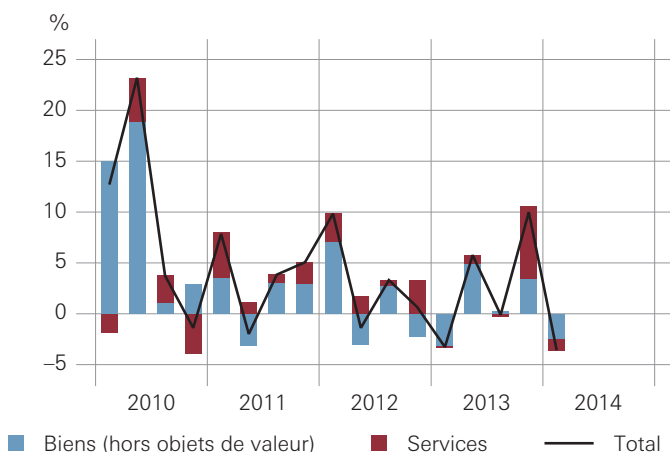
Les investissements en biens d'équipement ont fléchi au premier trimestre, poursuivant ainsi la faible évolution observée ces deux dernières années. La propension des entreprises à investir reste limitée, du fait des incertitudes au niveau de l'économie mondiale.

Les investissements en constructions, en revanche, ont de nouveau affiché une forte croissance au premier trimestre, notamment en raison des conditions météorologiques exceptionnellement clémentes. En dépit du rythme soutenu observé au cours des trimestres précédents, les carnets de commande dans la construction restent bien remplis, notamment dans la construction de logements. Mais dans la construction de bâtiments industriels et commerciaux, aucun signe de ralentissement n'est perceptible non plus, malgré l'offre excédentaire qui commence à se dessiner du côté des surfaces de bureaux. Seul le génie civil enregistre depuis quelque temps des entrées de commande progressant plus lentement que son activité, ce qui conduit à une légère réduction de son volume de commandes.

Graphique 3.4

IMPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

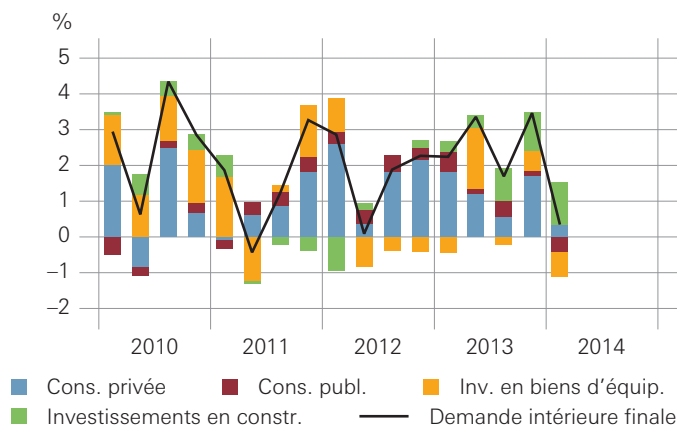


Source: SECO.

Graphique 3.5

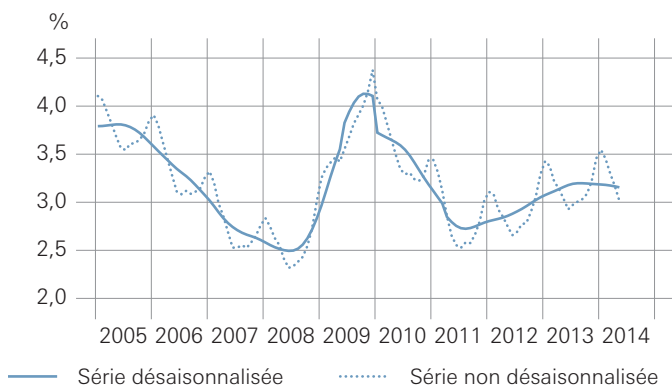
DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Graphique 3.6

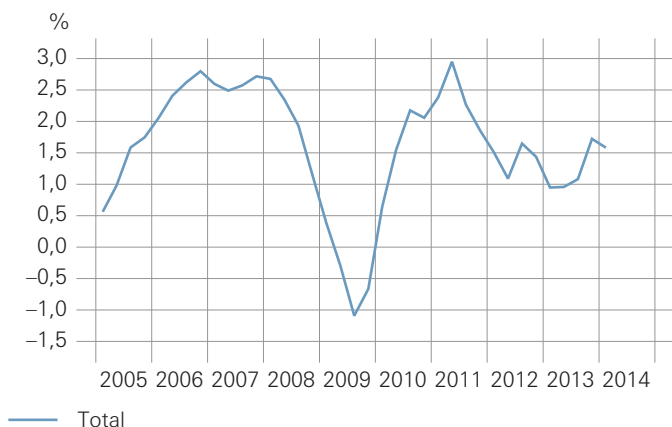
TAUX DE CHÔMAGE

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

Graphique 3.7

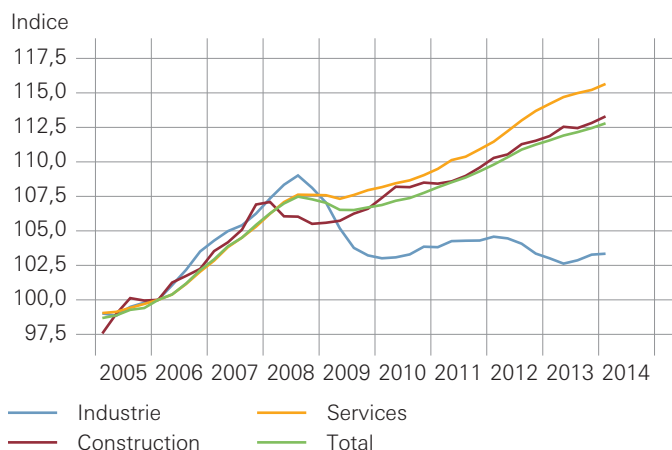
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente



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

Graphique 3.8

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

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le dynamisme du marché du travail reste modéré. Jusqu'ici, la hausse de l'activité n'a pas suffi à réduire sensiblement le chômage. En comparaison internationale, la situation suisse demeure toutefois favorable.

Stagnation du taux de chômage

Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières se maintient à 3,2% depuis mai 2013 (voir graphique 3.6). Par rapport à septembre 2013, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a cependant légèrement reculé en données désaisonnalisées, ce qui indique un redressement progressif de la situation sur le marché du travail.

Hausse modérée du nombre de personnes actives occupées

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) a légèrement augmenté au premier trimestre. Par rapport au trimestre précédent, la hausse s'établit à 1,6% (voir graphique 3.7).

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), l'accroissement du nombre de postes au premier trimestre s'est ralenti dans l'industrie manufacturière, tandis qu'il s'est légèrement accéléré dans les services (voir graphique 3.8). Malgré une évolution globalement positive, des postes ont cependant été supprimés dans certaines branches des services, telles que l'administration publique et les activités de services administratifs et de soutien.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Stagnation de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie

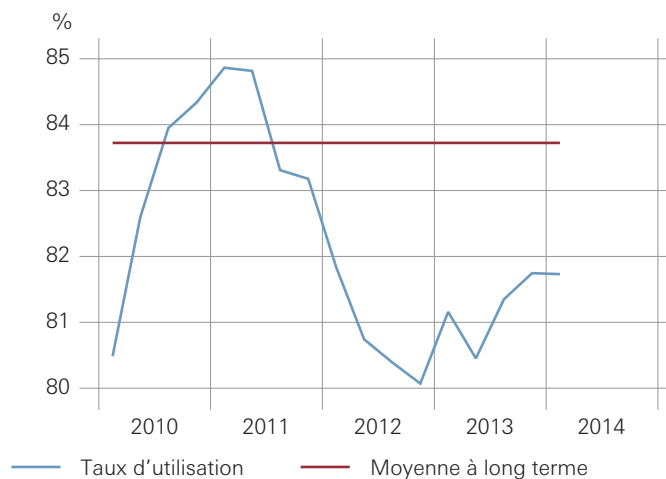
Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière est resté pratiquement inchangé au premier trimestre et s'inscrit à 81,7%. Il demeure ainsi nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a quant à lui légèrement augmenté. Contrairement à l'industrie manufacturière, la construction présente un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.10). Dans les services, les enquêtes continuent d'indiquer un taux d'utilisation moyen.

Ecart de production toujours négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. En phase avec la stagnation de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie, l'écart de production n'a guère progressé lui non plus. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -0,9% au premier 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 -0,5%. 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, partant, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

Graphique 3.9

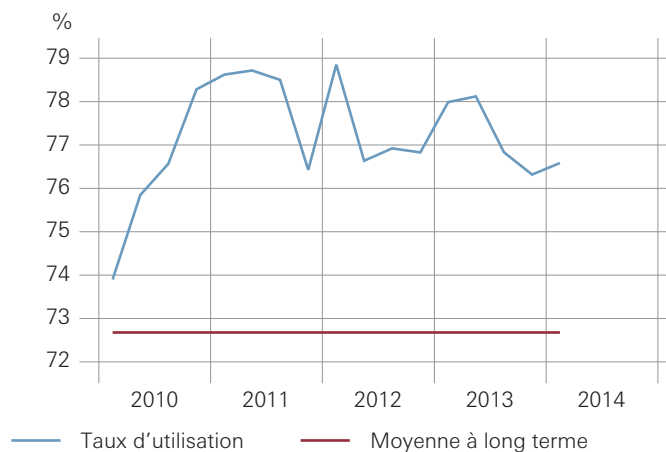
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10

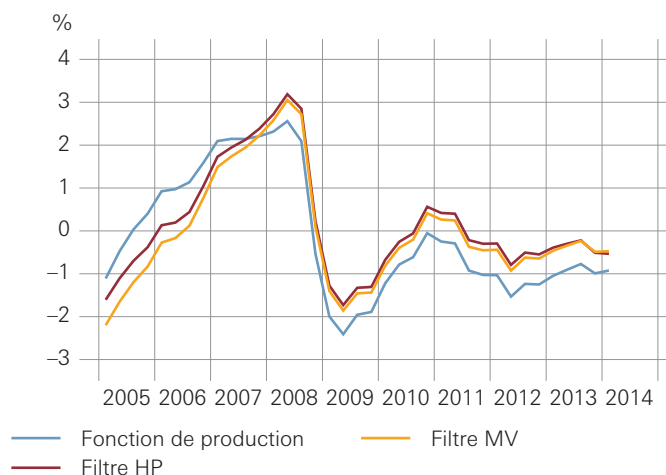
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



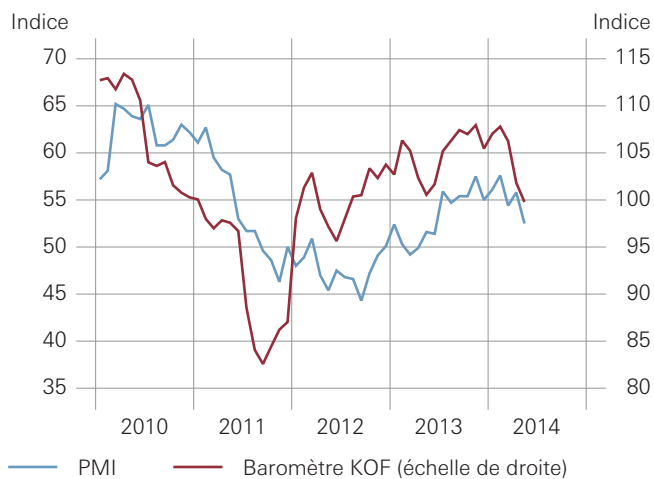
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11

ÉCART DE PRODUCTION



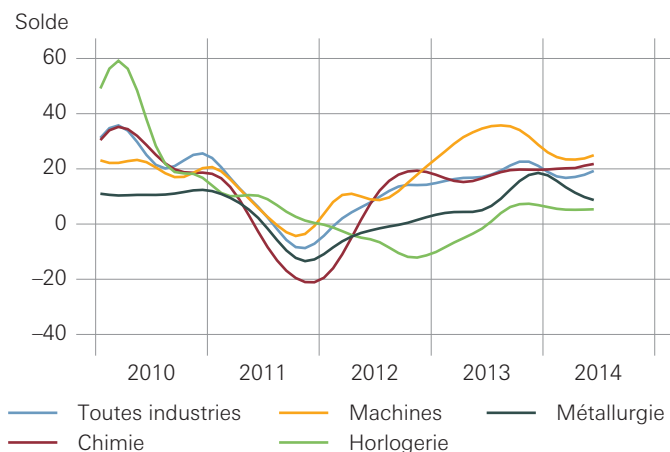
Source: BNS.

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 BNS table sur la poursuite d'une reprise modérée en Suisse. Le renforcement graduel de la demande extérieure devrait améliorer progressivement la situation des secteurs à vocation exportatrice au cours des prochains trimestres. Sous l'effet de la hausse des exportations, le taux d'utilisation des capacités de production devrait augmenter et la situation financière des entreprises, s'améliorer encore. Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que les investissements en biens d'équipement gagnent quelque peu en vigueur. Toutefois, les entreprises continueront probablement de faire preuve de prudence. Au cours des prochains trimestres, les branches axées sur le marché intérieur continueront de bénéficier du contexte domestique favorable.

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

Cette prévision reste soumise à des incertitudes non négligeables. Les plus importantes émanent toujours de l'étranger (voir chapitre 2), mais il n'est pas exclu que des facteurs domestiques freinent également la conjoncture. Comme le montrent les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale, l'acceptation de l'initiative populaire contre l'immigration de masse a entraîné une augmentation sensible de l'incertitude chez les entrepreneurs (voir page 33, chapitre Tendances conjoncturelles).

Renchérissement annuel toujours proche de zéro

L'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est resté stable au cours des derniers trimestres. Le renchérissement annuel s'est ainsi maintenu autour de zéro depuis mi-2013. En mai, il était de 0,2% (voir tableau 4.1).

Après environ deux ans d'inflation négative, la hausse des prix à la consommation est proche de zéro depuis quelques mois. Cette évolution très modérée se reflète également dans les anticipations d'inflation. A court terme, la plupart des opérateurs sur les marchés tablent sur un taux d'inflation inchangé. Les enquêtes dans ce domaine montrent qu'à plus long terme, soit à plus de deux ans, l'inflation attendue s'établit autour de 1%. Ces résultats se recourent avec l'estimation des perspectives d'inflation par la BNS.

Sur le marché de l'immobilier, les prix ont continué de croître au premier trimestre 2014 dans le segment résidentiel, même si les taux de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente n'étaient plus aussi élevés au premier trimestre 2014 qu'un ou deux ans auparavant.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

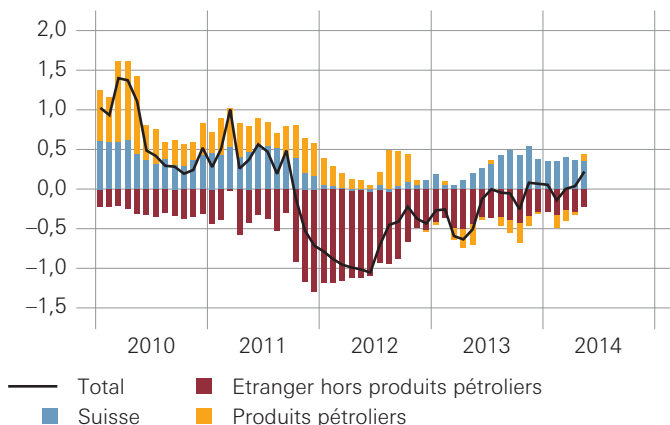
	2013	2013			2014			
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
IPC, indice général	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Biens et services d'origine suisse	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Biens	-0,3	-0,6	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	0,6
Services	0,6	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4
Services privés (hors loyers)	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3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

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

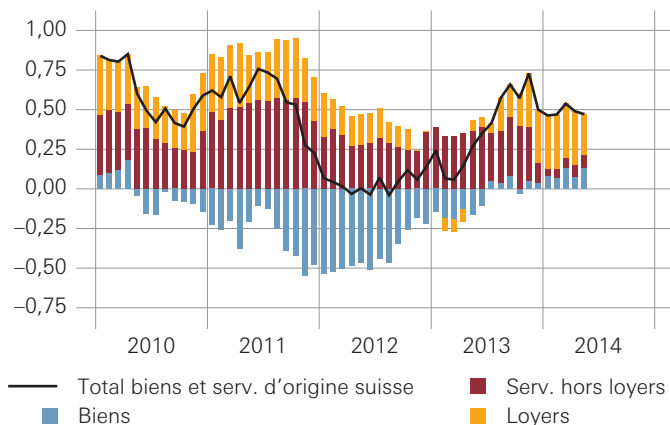


Source: OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

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

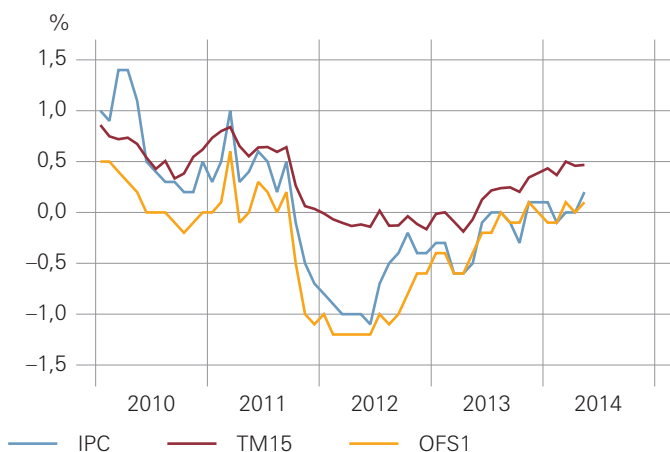


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

Recul des prix des biens et services importés

Le niveau des prix des biens et services étrangers entrant dans la composition de l'IPC demeure inférieur à celui observé un an auparavant. Les prix des produits pétroliers font toutefois partie des exceptions. En mai, ils ont dépassé pour la première fois en dix mois leur niveau de l'année précédente. C'est l'une des raisons pour lesquelles le renchérissement annuel tel qu'il ressort de l'IPC a été légèrement positif en mai (voir graphique 4.1).

Faible renchérissement des biens et services suisses

Le renchérissement annuel des biens et services suisses entrant dans la composition de l'IPC s'est inscrit à environ 0,5% en mai et n'a donc guère évolué. Le dernier changement notable avait eu lieu au mois de décembre 2013, sous l'effet de la baisse des tarifs des prestations hospitalières (voir graphique 4.2).

Faible inflation sous-jacente

Les taux d'inflation sous-jacente s'inscrivent toujours à un niveau historiquement bas. En mai 2014, l'inflation sous-jacente 1 établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1) différait à peine du renchérissement annuel mesuré par l'IPC, tandis que la moyenne tronquée (TM15) calculée par la Banque nationale était légèrement supérieure à celui-ci (voir graphique 4.3). L'inflation sous-jacente 2 (OFS2) dépasse elle aussi depuis plusieurs mois le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, du fait que les produits dont les prix sont administrés (produits exclus du calcul de l'OFS2) étaient en moyenne moins chers qu'un an auparavant.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Baisse des prix de l'offre**

La variation annuelle des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) a poursuivi sa descente en zone négative au cours des derniers mois (voir graphique 4.4). En mai 2014 comme les mois précédents, les prix à l'importation ont diminué plus fortement que les prix à la production par rapport à la même période de l'année précédente.

PRIX DE L'IMMOBILIER

Nouvelle hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Les prix de l'immobilier résidentiel ont continué de progresser au premier trimestre 2014 (voir graphique 4.5). D'après la plupart des indices disponibles, tant les prix des appartements en propriété par étage que ceux des maisons familiales ont dépassé d'environ 2% à 3% le niveau atteint un an auparavant.

Cette dynamique s'est légèrement ralentie au cours des derniers trimestres. Il existe toutefois des différences d'une région à l'autre: tandis que les prix ont connu une progression nettement plus faible qu'un an auparavant dans l'arc lémanique, ils ont continué de croître de façon marquée par exemple en Suisse centrale ou en Suisse orientale.

Légère augmentation des loyers des baux en cours

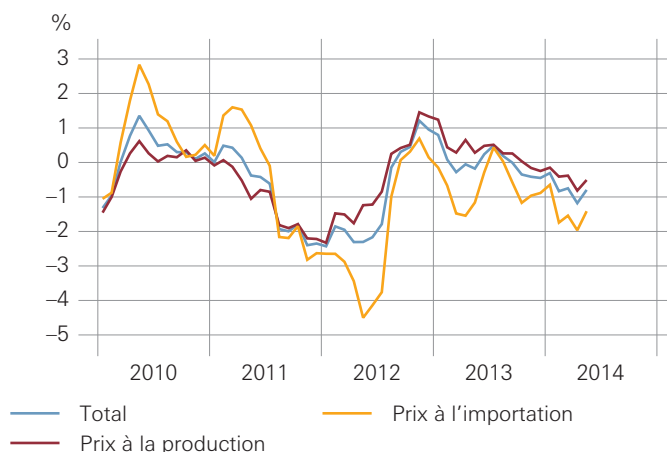
Ces dernières années, les loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner ont affiché une hausse sensiblement plus forte que ceux des baux en cours. Cela tient principalement au fait que les loyers des baux en cours sont légalement liés au taux d'intérêt de référence, lequel a baissé progressivement ces dernières années pour se fixer à 2% depuis septembre 2013 (voir graphique 4.6).

Au premier trimestre 2014, le renchérissement annuel des nouveaux baux était encore nettement supérieur à celui des baux en cours. Toutefois, la hausse sensible des loyers des nouveaux baux se répercute peu à peu sur les loyers des baux en cours. Ainsi, au premier trimestre, les loyers entrant dans la composition de l'IPC – qui sont en grande partie ceux des baux en cours – dépassaient de 1,4% le niveau enregistré un an auparavant.

Graphique 4.4

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

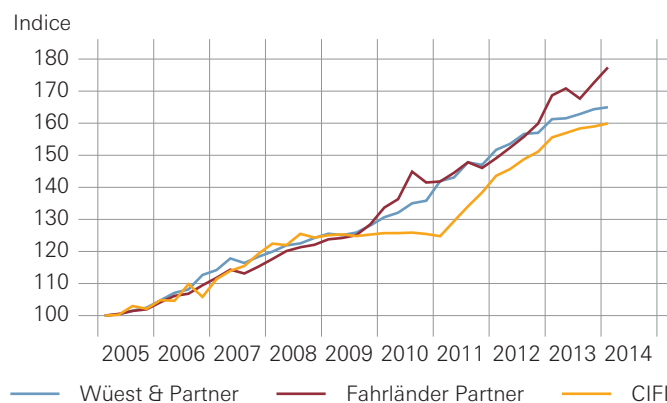


Source: OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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

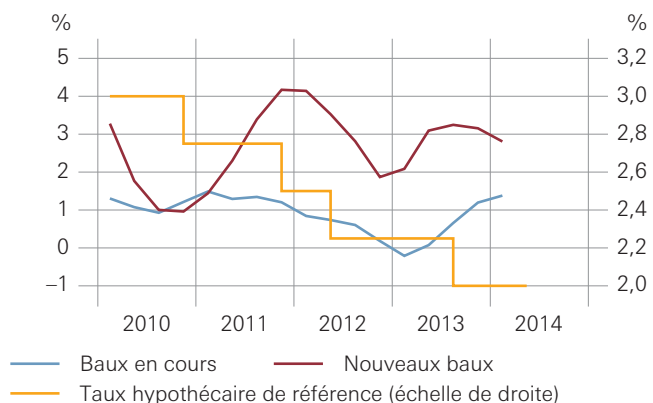


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

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 basses

Selon plusieurs enquêtes, les anticipations d'inflation à court terme sont en léger recul et les anticipations à moyen terme n'ont guère changé.

L'enquête trimestrielle menée par le SECO en avril 2014 montre que 48% des ménages interrogés tablaient sur une hausse modérée des prix et 5% sur une forte hausse, tandis que 40% s'attendaient à des prix constants et les 7% restants à une baisse. La proportion des personnes qui s'attendaient à des prix inchangés a légèrement augmenté par rapport au trimestre précédent, tandis que la part des personnes qui s'attendaient à une hausse a diminué dans les mêmes proportions (voir graphique 4.7).

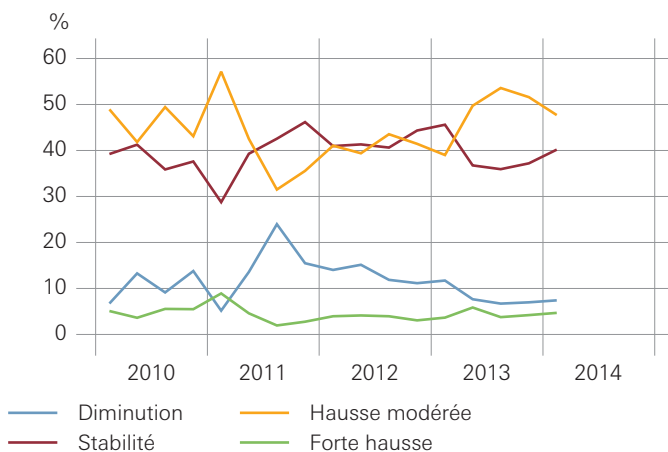
La plupart des analystes financiers interrogés en mai 2014 dans le cadre du rapport sur le marché financier publié par le Credit Suisse et le Centre européen de recherche économique (*Credit Suisse ZEW Financial Market Report*) ne prévoyaient aucun changement; plus de quatre cinquième d'entre eux tablaient sur des taux de renchérissement annuel inchangés dans les six prochains mois, un cinquième à peine s'attendaient à des taux en hausse et une part négligeable escomptait des taux plus faibles. Par rapport à l'enquête menée en février, les personnes interrogées ont été plus nombreuses à prévoir des taux inchangés et moins nombreuses à anticiper des taux plus élevés.

Selon les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés au deuxième trimestre 2014 avec des entreprises de tous les secteurs économiques, les interlocuteurs tablaient sur un taux d'inflation de 0,2% pour les six à douze prochains mois, contre 0,4% au trimestre précédent. Le taux d'inflation attendu dans trois à cinq ans s'établissait quant à lui à 1,2% (trimestre précédent: 1,3%). Par ailleurs, d'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ces derniers prévoyaient au premier trimestre 2014 un taux d'inflation de près de 1,3% dans deux ans, contre 1,2% au quatrième trimestre 2013.

Graphique 4.7

PRIX ATTENDUS

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



Sources: BNS et SECO.

Etant donné les liquidités abondantes, les taux d'intérêt à court terme se sont maintenus à un bas niveau ces derniers mois. Les rendements des emprunts fédéraux ont fléchi du fait de la demande plus forte de placements sûrs, demande qui a augmenté à la suite des risques géopolitiques et des données hétérogènes concernant les principales économies. Les taux hypothécaires ont eux aussi reculé une nouvelle fois, ce qui a stimulé la demande de prêts hypothécaires.

L'affaiblissement de la croissance de ces prêts, observé depuis un certain temps déjà, s'est néanmoins poursuivi. Cette évolution va dans la bonne direction. Néanmoins, des déséquilibres subsistent. C'est pourquoi il est trop tôt pour baisser la garde.

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc est toujours nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Depuis l'introduction du cours plancher, elle n'a guère varié. Le franc continue donc d'évoluer à un niveau élevé. Etant donné les écarts d'inflation minimales au cours des derniers trimestres, le franc est resté pratiquement stable, en termes réels, par rapport à l'euro. Cette situation se prolongera aussi longtemps que la zone euro sera confrontée à une inflation exceptionnellement basse. Dans ce contexte, le cours plancher continue à jouer un rôle central pour garantir le maintien d'un cadre monétaire approprié.

Poursuite de la politique monétaire annoncée en septembre 2011

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

Stabilité des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-mars 2014, les avoirs à vue à la BNS sont restés quasiment inchangés. Ils portaient sur 367 milliards de francs dans la semaine du 9 au 13 juin (dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-juin), contre 367,1 milliards dans la période correspondante qui a précédé l'examen de mi-mars 2014. Entre mi-mars et mi-juin 2014, ils s'établissaient en moyenne à 367,4 milliards de francs. De ce montant, 309 milliards revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse, et le solde, soit 58,4 milliards, était constitué des autres avoirs à vue.

Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé

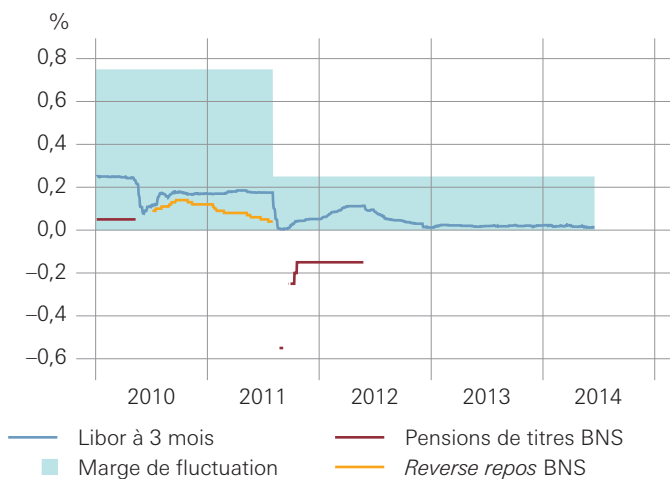
Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 14,8 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 février au 19 mai 2014. Par rapport à la période précédente (du 20 novembre 2013 au 19 février 2014), elles ont légèrement augmenté. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 304,6 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 310,5 milliards). Les réserves excédentaires des banques sont donc toujours extrêmement élevées.

Relèvement du volant anticyclique de fonds propres

Sur proposition de la Banque nationale, le Conseil fédéral a relevé, le 22 janvier 2014, le volant anticyclique sectoriel de fonds propres et l'a fait passer de 1% à 2%. Ainsi, 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 à partir du 30 juin 2014.

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

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

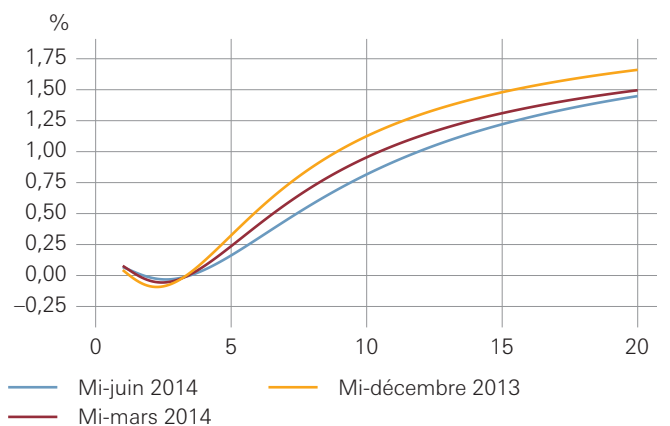


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

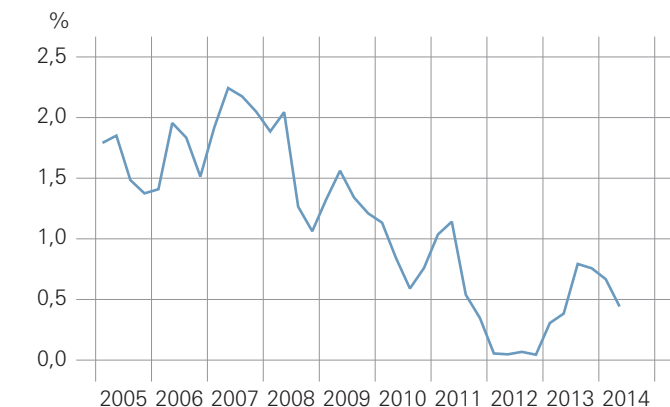
Selon Nelson-Siegel-Svensson. Durées en années (abscisse)



Source: BNS.

Graphique 5.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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

Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

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

Mi-juin, le Libor à trois mois s'établissait à 0,01%. Tant les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) que les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération sont restés négatifs.

Léger repli des taux d'intérêt à long terme

Des données hétérogènes sur les principales économies et des risques géopolitiques liés à la crise en Ukraine ont engendré un renforcement de la demande de placements sûrs. Ce renforcement s'est traduit par un repli des rendements sur les emprunts d'Etat à long terme. Les rendements des obligations de la Confédération ont été eux aussi touchés par cette évolution. Ainsi, le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans s'inscrivait à 0,8% mi-juin, contre 1% environ trois mois auparavant.

Léger tassement de la courbe des rendements

Entre mi-mars et mi-juin, la courbe des rendements s'est légèrement tassée, les taux d'intérêt à long terme ayant diminué et les taux à court terme étant restés presque inchangés (voir graphique 5.2). Comme précédemment, la structure des taux d'intérêt pour les emprunts de la Confédération est plus plate que les courbes de rendements qu'on observe à l'étranger, à l'exception du Japon.

Recul des taux d'intérêt réels

Les anticipations inflationnistes à long terme n'ayant guère varié d'un trimestre à l'autre, le léger repli des rendements nominaux à long terme a conduit à des taux d'intérêt réels un peu plus bas. Mi-juin, le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à près de 0,5%, ce qui est très bas par rapport aux taux observés sur une longue période (voir graphique 5.3). Il est calculé à partir du rendement des obligations fédérales à dix ans et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR).

COURS DE CHANGE

Cours de l'euro en franc presque inchangé

Depuis mi-mars 2014, le cours en franc de l'euro est resté très stable (voir graphique 5.4). Comme l'euro, le franc a reculé, en mai, vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, du yen japonais et d'autres monnaies importantes à la suite des déclarations de la BCE à propos de la politique monétaire de la zone euro. Les opérateurs sur les marchés ont alors anticipé l'assouplissement, décidé en juin, de la politique monétaire de la BCE. Le franc n'a quasiment pas réagi.

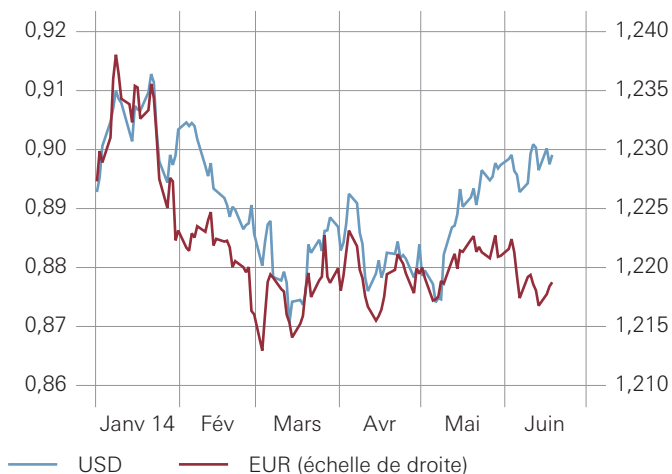
Valeur extérieure du franc élevée en termes réels

En données réelles et pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc est toujours nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Elle a quelque peu diminué en avril et en mai, après avoir augmenté de manière presque continue à partir de mai 2013 (voir graphique 5.5).

L'appréciation que le franc a enregistrée en termes réels, ces douze derniers mois, est due à l'évolution en termes nominaux. Les écarts entre les taux d'inflation à l'étranger et en Suisse ont eu pour effet que l'appréciation du franc a été moins forte en termes réels qu'en termes nominaux.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIEURE RÉELLE DU FRANC

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

MARCHÉ DES ACTIONS

Hausse des cours et diminution de l'incertitude sur le marché

Ces derniers mois, le Swiss Market Index (SMI) a atteint de nouveaux pics. Des niveaux encore plus élevés avaient été enregistrés certains jours seulement au cours des années 2006 et 2007. En Suisse, comme dans le reste de l'Europe et en Amérique du Nord, les cours des actions ont été soutenus par le repli des taux d'intérêt à moyen et long terme et par la diminution de l'incertitude sur le marché.

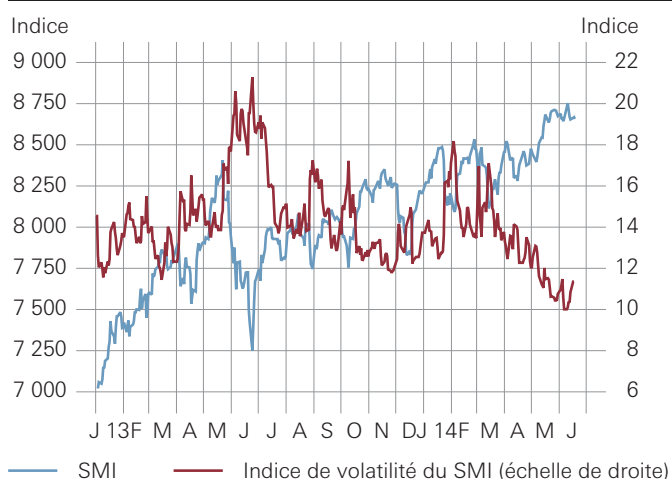
Cette incertitude, mesurée à l'aide des prix des options sur le SMI, a augmenté au début de l'année en cours (voir graphique 5.6). Cette évolution reflétait l'inquiétude croissante des investisseurs au sujet des risques géopolitiques et les signes d'un ralentissement de la croissance de plusieurs économies émergentes importantes. A partir de fin mars, l'incertitude a diminué, passant à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2012.

Toutes les branches principales concernées

Les principales branches ont contribué ensemble aux fluctuations que les indices boursiers ont enregistrées depuis le début de 2014 (voir graphique 5.7). On peut en déduire que ces fluctuations ont découlé de facteurs qui ne sont pas spécifiques à certaines entreprises ou à certaines branches. Parmi ces facteurs figurent des tensions géopolitiques dues aux conflits en Ukraine et en Irak et le conflit diplomatique entre la Chine et le Japon au sujet d'un groupe d'îles en mer de Chine orientale. En outre, les attentes au sujet du calendrier et de l'ampleur du durcissement futur de la politique monétaire aux Etats-Unis et dans d'autres pays ainsi que des données concernant plusieurs grandes économies ont également joué un rôle.

Graphique 5.6

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

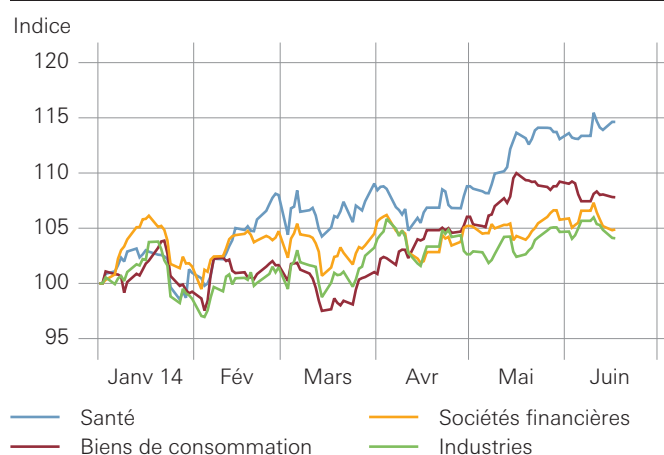


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.7

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Monnaie centrale quasiment inchangée

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 guère varié ces derniers mois. Elle est toujours à un niveau très élevé (voir graphique 5.8).

Le dernier accroissement substantiel de la monnaie centrale – il remonte aux mois de juin et juillet 2013 – s'explique par l'octroi d'une licence bancaire à PostFinance SA. Abstraction faite de ce changement, la monnaie centrale serait restée largement stable à partir de septembre 2012.

Stabilisation de la croissance des agrégats monétaires

Les agrégats monétaires au sens large, qui englobent la monnaie en mains des ménages et des entreprises, ont continué à augmenter au cours des derniers mois (voir graphique 5.9). Les taux annuels de croissance se sont stabilisés depuis l'automne 2013, après avoir marqué un sensible repli au semestre d'été 2013.

En mai 2014, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 3,3% son niveau du mois correspondant de 2013. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 3,1% et 3,3%. 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 (voir tableau 5.1).

Des comparaisons à long terme et avec d'autres pays montrent que les agrégats M1, M2 et M3 se sont très fortement accrus depuis le début de la crise économique et financière. Les octrois de crédits des banques, stimulés par des taux d'intérêt bas, et des remaniements de portefeuille – les ménages et les entreprises ont réduit leurs placements en titres au profit de dépôts à vue – y ont contribué.

Graphique 5.8

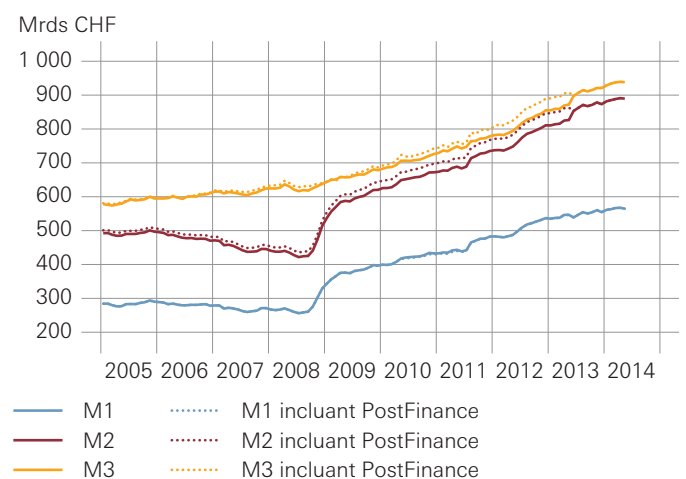
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

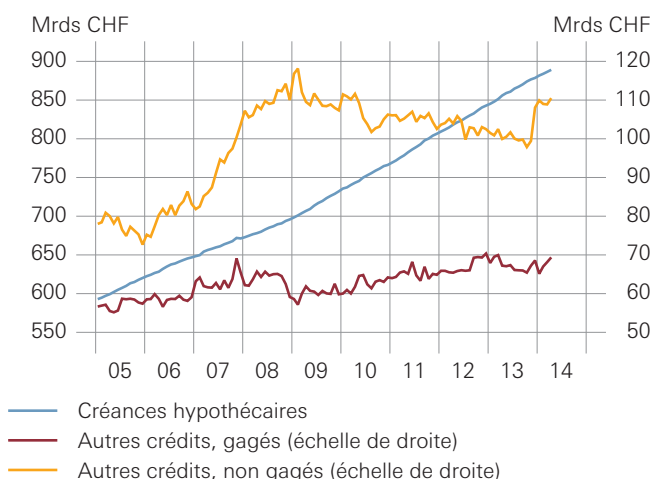
Graphique 5.9

AGRÉGATS MONÉTAIRES



Source: BNS.

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Affaiblissement de la croissance des prêts hypothécaires

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent les quatre cinquièmes environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient, au premier trimestre 2014, de 4,2% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. L'affaiblissement de la croissance des prêts hypothécaires, observé depuis quelque temps, a ainsi continué, tant du côté des crédits aux ménages que de celui des crédits aux entreprises du secteur privé (voir tableau 5.1). Néanmoins, la demande de crédits est toujours soutenue par le niveau très bas, par rapport aux périodes précédentes, des taux hypothécaires. Ces taux d'intérêt ont légèrement diminué dans le sillage du repli, depuis le début de l'année, des rendements des emprunts fédéraux.

Les autres crédits, soit les prêts qui ne sont pas couverts par des hypothèques, ont relativement peu varié depuis le début de la crise économique et financière (voir graphique 5.10). Le sensible accroissement qu'ils ont marqué en décembre 2013 est dû surtout à un prêt accordé à une entreprise financière.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

2 Bilans mensuels.

3 Statistique sur l'encours des crédits.

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

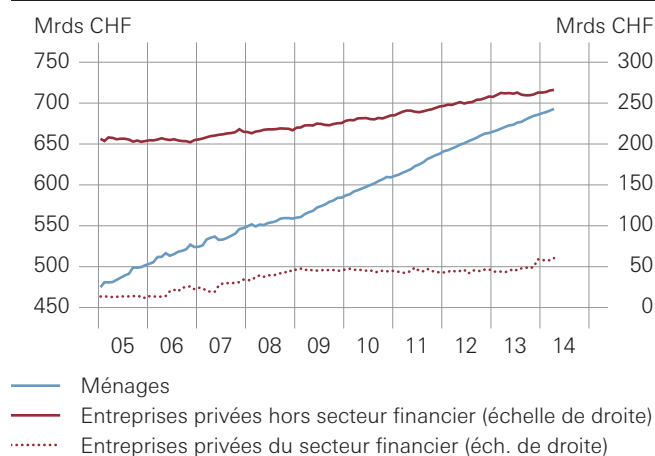
Source: BNS.

Croissance des crédits reposant sur une large assise

La croissance des crédits bancaires continue à reposer sur une large assise. Ces douze derniers mois, les crédits ont augmenté dans toutes les catégories de débiteurs (voir graphique 5.11). Fin mars 2014, les crédits aux ménages dépassaient de 22,1 milliards de francs, ou de 3,3%, le niveau observé un an auparavant. Dans la même période, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 3,1 milliards de francs, ou de 1,2%, tandis que les crédits aux entreprises financières, qui sont plus volatils, se sont accrus de 13,7 milliards, ou de 31%.

Graphique 5.11

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 juin 2014

Deuxième 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
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, l'économie suisse a de nouveau affiché une solide croissance au deuxième trimestre 2014. L'évolution favorable de la demande intérieure a été bénéfique. S'agissant des exportations, la hausse de la demande en provenance des Etats-Unis, notamment, a eu des conséquences positives. Dans l'ensemble, les marges restent quelque peu inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs.

Pour les prochains mois, les perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels demeurent optimistes. Dans la construction, ces derniers devraient diminuer légèrement tout en se maintenant à un niveau élevé. Dans l'ensemble, les entreprises restent prudentes tant au niveau des plans d'embauche que des investissements.

Selon les interlocuteurs, certaines évolutions politiques en Suisse – notamment l'acceptation de l'initiative contre l'immigration de masse – risquent d'entraîner une dégradation des conditions générales. Bien qu'ils ne soient plus au cœur des préoccupations, divers facteurs de risque structurels persistants en Europe restent présents à l'esprit des interlocuteurs.

Industrie: légère hausse de la dynamique

Dans l'industrie manufacturière, la marche des affaires a été un peu plus dynamique qu'au trimestre précédent. Les chiffres d'affaires ont augmenté dans environ la moitié des entreprises et sont restés inchangés dans 45% d'entre elles.

L'industrie alimentaire et celle des machines ont enregistré les hausses les plus marquées de leurs chiffres d'affaires en termes réels. Une légère progression a été observée dans la production de matières plastiques et la fabrication d'instruments de précision.

La demande intérieure se maintient à un niveau élevé. Sur le plan des exportations, plusieurs régions jouent un rôle moteur, avec toutefois des différences selon les branches. Les Etats-Unis, les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) ainsi que les pays d'Asie et d'Océanie font partie des débouchés affichant la plus forte dynamique. Pour ce qui est de l'Europe, la demande en provenance d'Allemagne, notamment, n'a pas faibli. Si l'on considère la répartition des exportations selon les branches, les constructeurs automobiles et la branche des technologies médicales génèrent une demande toujours aussi vigoureuse.

Construction: stabilisation des chiffres d'affaires à un haut niveau

Dans la construction, les chiffres d'affaires ont quelque peu diminué par rapport au trimestre précédent, après s'être maintenus à un niveau très élevé pendant plusieurs trimestres. Par rapport à la même période de 2013, ils ont toutefois fortement augmenté, grâce aux conditions météorologiques nettement plus clémentes cette année. Le bâtiment, notamment, a enregistré une hausse considérable des chiffres d'affaires.

Services: persistance d'une croissance modérée

Dans les services, la croissance modérée s'est poursuivie. Les chiffres d'affaires ont été plus élevés qu'au trimestre précédent pour un large tiers des entreprises interrogées, tandis qu'ils ont stagné pour 45% d'entre elles.

La marche des affaires a été relativement dynamique dans les transports et les technologies de l'information. Le commerce de détail a également connu une évolution positive. L'activité a plutôt stagné dans la finance, le commerce de gros et les agences de placement de personnel. Plusieurs représentants du commerce de détail ont estimé que le tourisme d'achat dans les pays voisins est resté stable et qu'il est extrêmement difficile d'inciter les consommateurs à abandonner cette habitude. Pour certains d'entre eux, un autre enjeu de taille consiste dans le changement structurel qui se traduit par l'importance accrue du commerce électronique.

L'hôtellerie est la seule branche à avoir enregistré une évolution négative de ses chiffres d'affaires par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, la marche des affaires n'a guère évolué. Les hôtes en provenance de la zone euro continuent de faire preuve de retenue. En revanche, l'évolution du nombre de visiteurs venant d'Asie, des pays arabes et des Etats-Unis est encourageante.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités de production s'est maintenue à un niveau considéré comme normal par les interlocuteurs. Toutefois, de grandes disparités subsistent selon les secteurs.

Dans l'industrie manufacturière, les représentants de presque toutes les branches ont jugé l'utilisation des capacités globalement un peu plus faible qu'à l'accoutumée. Les entreprises disposent donc de réserves considérables pour réagir à un afflux de demande inattendu.

L'utilisation des capacités techniques dans la construction a été, dans l'ensemble, nettement 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 principalement par des conditions météorologiques relativement clémentes. Bien que de nombreux travaux aient déjà été exécutés, les carnets de commandes restent bien remplis.

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, le commerce de gros, les transports et les services liés à la gestion des bâtiments. Dans le secteur financier et le commerce de détail, l'utilisation des capacités de production a été normale, alors que les capacités ont été plutôt sous-utilisées dans l'hébergement et la restauration.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Besoins en personnel toujours stables

Comme dans l'enquête précédente, la demande de main-d'œuvre n'a augmenté que faiblement en comparaison trimestrielle. Les interlocuteurs ont peu évoqué les mesures de politique du personnel. Des différences considérables subsistent d'une branche à l'autre quant à l'adéquation des effectifs.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs ont été qualifiés de conformes aux besoins. Dans la construction, seuls quelques 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 appropriés. Dans les services, les effectifs se sont avérés un peu trop faibles. Sont notamment concernés les branches des transports et de la logistique, celle des technologies de l'information

ainsi que les bureaux d'architectes et de conseil. Les banques continuent d'enregistrer un léger sureffectif.

Dans les trois secteurs, les entreprises ont considéré que le recrutement a nécessité, dans l'ensemble, à peu près autant d'efforts et de temps qu'à l'accoutumée. Elles déplorent notamment le manque de personnel qualifié. Certaines entreprises affirment devoir continuer d'engager de la main-d'œuvre temporaire par manque de personnel permanent possédant les qualifications requises. De nombreuses entreprises continuent toutefois à recevoir un nombre élevé de candidatures spontanées, en particulier dans les régions frontalières. Certaines ont constaté que l'origine géographique des frontaliers s'est encore élargie.

Quelques entreprises ont augmenté les salaires de plus de 1% au cours du premier semestre.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Faible évolution des marges

Tandis que 45% des entreprises indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel, celles-ci ont été jugées, dans l'ensemble, légèrement plus faibles que d'ordinaire par environ 40% des entreprises interrogées.

Les représentants de presque toutes les branches de l'industrie manufacturière ont fait état de marges bénéficiaires plus modestes que d'habitude. Cela concerne particulièrement l'industrie des matières plastiques, la métallurgie et l'industrie des machines. Dans l'industrie chimique, l'industrie pharmaceutique et la fabrication d'instruments de précision, la situation a été jugée normale. Les entreprises industrielles s'attendent à des prix d'achat stables et à des prix de vente en légère baisse pour les prochains mois. Dans l'industrie des machines, les entreprises estiment quant à elles que les prix d'achat auront plutôt tendance à augmenter tandis que les prix de vente devraient baisser.

Dans la construction, les représentants interrogés ont fait état de marges normales, dans l'ensemble, mais plus élevées qu'au trimestre précédent. Elles ont été un peu plus confortables dans le second œuvre et légèrement inférieures à la moyenne dans le génie civil. Pour les mois à venir, les entreprises issues de ces branches s'attendent à une baisse des prix d'achat des matières premières et de ceux de la construction.

Dans les services, les marges ont de nouveau été estimées plus faibles qu'à l'accoutumée. Comme au trimestre précédent, notamment le secteur bancaire et celui de l'hébergement et de la restauration ont été confrontés à des marges plutôt basses. De nombreux représentants des banques ont avancé les coûts de mise en œuvre des réglementations comme principale cause de cette évolution, en plus de la faiblesse persistante des taux d'intérêt. Un grand nombre d'experts-comptables a également enregistré des marges inhabituellement basses en raison d'une vive pression sur les prix. Dans le commerce, les marges ont été globalement considérées comme normales. Il en va de

même pour la branche des technologies de l'information et les assurances.

Les entreprises qui ont amélioré leurs marges au cours des derniers mois y sont parvenues en réduisant les coûts, en optimisant leur portefeuille de produits et en stimulant les ventes. Dans les trois secteurs, les entreprises continuent d'apprécier l'actuelle stabilité du cours de change entre le franc et l'euro. Par contre, la récente dépréciation du dollar des Etats-Unis et du yen est une cause de préoccupation pour les entreprises exposées au risque de change sur ces monnaies.

PERSPECTIVES

Marche des affaires toujours solide

Les entreprises demeurent confiantes quant à la marche de leurs affaires au cours des prochains mois. Dans toutes les branches – à l'exception de la construction qui s'attend à une stagnation des chiffres d'affaires à un niveau élevé – les entreprises escomptent une hausse des chiffres d'affaires dans les six mois à venir.

Les plans d'embauche prévoient un léger renforcement des effectifs pour cette même période, notamment dans les services.

Les plans d'investissement, qui s'étaient globalement avérés un peu plus expansionnistes dans les trois secteurs au trimestre précédent, sont redevenus légèrement plus modestes: pour les douze prochains mois, des dépenses analogues sont attendues, tant pour les investissements en biens d'équipement que pour les investissements en constructions. Cela traduit probablement une prudence persistante, mais tient également à l'achèvement de cycles d'investissement de longue durée dans les entreprises concernées par cette enquête.

Parmi les préoccupations majeures des interlocuteurs figurent toujours la possible altération des conditions générales en Suisse – faisant suite à de nombreuses actions engagées sur le plan politique –, la densité réglementaire et le renforcement de la bureaucratie. La persistance de problèmes structurels irrésolus en Europe reste présente à l'esprit des interlocuteurs, mais n'est plus une préoccupation centrale.

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

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

D'après les réponses obtenues, l'incertitude a augmenté sensiblement pour les entreprises du fait de l'acceptation de l'initiative. Ainsi, elle s'est accentué pour 37% des

interlocuteurs, que ce soit légèrement (25%) ou fortement (12%); elle est restée inchangée pour 58% d'entre eux.

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

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

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

Chronique monétaire

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

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

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

