

Bulletin trimestriel
2/2015 Juin

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



Bulletin trimestriel
2/2015 Juin

33^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 18 juin 2015	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	18
5 Evolution monétaire	22
Tendances conjoncturelles	30
Enquête sur les cours de change: impact de l'appréciation du franc et mesures prises par les entreprises	34
Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro	40
Chronique monétaire	54

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de juin 2015 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 18 juin 2015) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 18 juin 2015. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 18 juin 2015

La Banque nationale laisse sa politique monétaire inchangée

La Banque nationale suisse (BNS) maintient la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement détenus à la BNS reste fixé à $-0,75\%$. Les intérêts négatifs prélevés en Suisse rendent les placements en francs moins attrayants et contribueront à affaiblir le franc sur la durée. Dans l'ensemble, le franc est nettement surévalué. La BNS prend en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle dans la conduite de sa politique monétaire. Aussi intervient-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle n'a guère changé par rapport à celle de mars (voir graphique 1.1 et tableau 1.1). Au troisième trimestre 2015, le renchérissement devrait enregistrer son niveau le plus bas et s'inscrire à $-1,2\%$. Par la suite, la hausse des cours du pétrole fait légèrement remonter la courbe au-dessus de celle de mars. La prévision pour 2015 et 2016 est quelque peu plus élevée en moyenne annuelle, et s'établit à respectivement -1% et $-0,4\%$ ($+0,1$ point dans les deux cas). Comme précédemment, la courbe indique que l'inflation devrait

redevenir positive début 2017. Les perspectives de renchérissement sont ensuite légèrement plus modérées: la prévision d'inflation pour 2017 s'inscrit désormais à $0,3\%$, ce qui correspond à une correction à la baisse de $0,1$ point. La prévision conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années et sur un affaiblissement du franc.

Au premier trimestre 2015, la croissance mondiale est restée en deçà des attentes, ce dont a également pâti le commerce international. Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut a enregistré un léger repli. En revanche, l'économie a continué de se redresser dans la zone euro, soutenue par la faiblesse persistante de la monnaie unique et l'amélioration des conditions de crédit. Au Japon aussi, l'économie a gagné en vigueur. Dans les pays émergents, l'évolution conjoncturelle est demeurée hétérogène. En Chine, la croissance a de nouveau faibli.

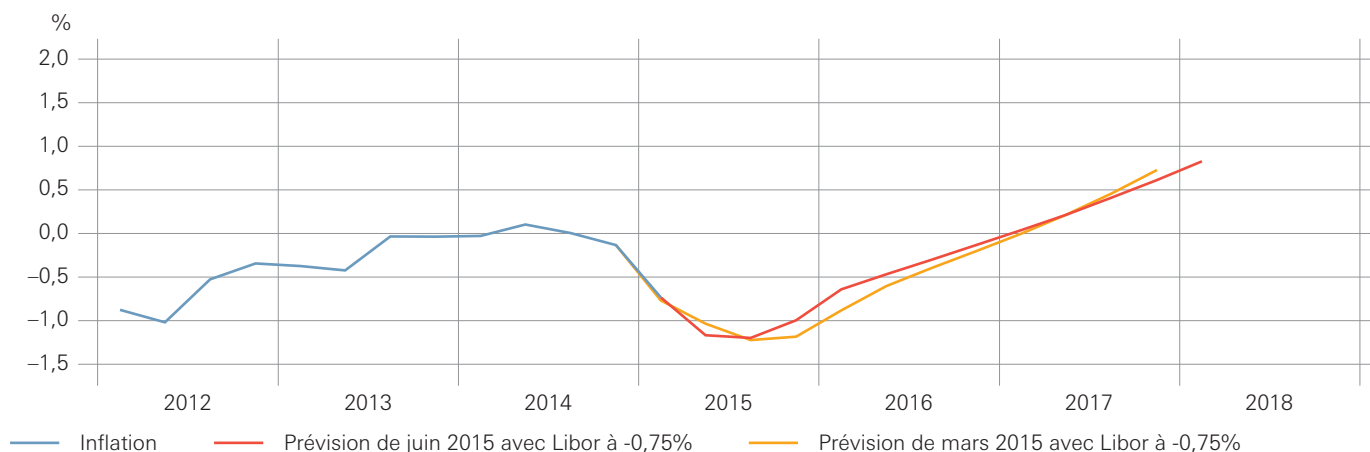
Néanmoins, la conjoncture mondiale devrait reprendre de l'élan, grâce aux politiques monétaires expansionnistes menées à l'échelle internationale et au niveau toujours bas des cours du pétrole. Cependant, l'évolution de l'économie mondiale reste entachée de grandes incertitudes. Divers risques peuvent menacer la reprise, notamment la situation financière difficile de la Grèce et les tensions géopolitiques.

En Suisse, le produit intérieur brut réel a, selon les premières estimations, quelque peu fléchi au premier trimestre. Conformément aux attentes, les exportations de marchandises ont souffert de la forte appréciation du franc, mais aussi du repli du commerce mondial. La demande intérieure s'est par contre révélée robuste. La situation varie toutefois considérablement d'une branche à l'autre. Dans plusieurs domaines d'activité, les marges

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2015

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



Source: BNS.

subissent de fortes pressions, ce qui contraint les entreprises à prendre des mesures en vue de réduire les coûts de production et d'accroître la productivité. Dans ce contexte, le chômage a légèrement augmenté, en valeur corrigée des variations saisonnières.

Au cours des prochains mois, le redressement de l'économie mondiale devrait progressivement stimuler la demande de produits suisses, ce qui devrait à son tour amortir quelque peu le choc résultant de la force du franc. L'amélioration de la conjoncture internationale devrait permettre à l'économie suisse de renouer avec une croissance positive au second semestre. La BNS table toujours sur une croissance de près de 1% en 2015.

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.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, JUIN 2015

	2012				2013				2014				2015				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7				-0,7	-0,2	0,0

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2015

	2015				2016				2017				2018				2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de mars 2015, avec Libor à -0,75%	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,7					-1,1	-0,5	0,4
Prévision de juin 2015, avec Libor à -0,75%		-1,2	-1,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,6	0,8				-1,0	-0,4	0,3

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance mondiale est restée en deçà des attentes au premier trimestre 2015. La conjoncture a sensiblement ralenti aux Etats-Unis et dans certains des principaux pays émergents, ce qui s'est traduit par un recul du volume du commerce international (voir graphique 2.1). En revanche, l'activité économique s'est encore affermie dans la zone euro.

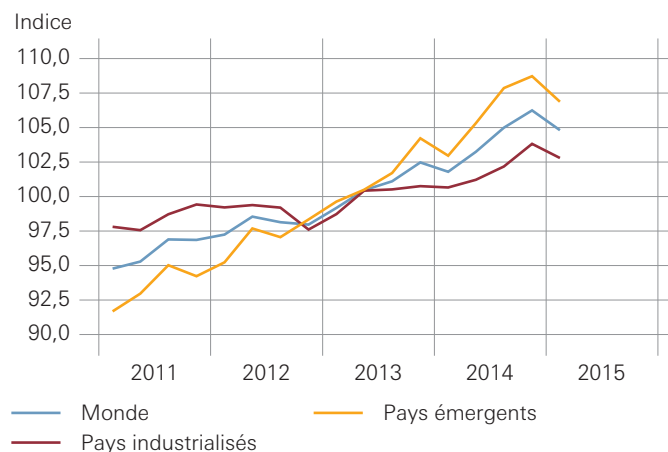
Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut (PIB) a légèrement reculé au premier trimestre, en partie à cause de facteurs spéciaux tels qu'une vague de froid extrême en hiver et des grèves dans les ports de la côte Ouest. De plus, les exportations ont souffert de l'appréciation marquée du dollar. La reprise s'est quant à elle poursuivie dans la zone euro, soutenue par la faiblesse de la monnaie unique et l'amélioration des conditions de crédit. L'économie a également gagné en vigueur au Japon. La dynamique conjoncturelle est demeurée très hétérogène dans les pays émergents: l'évolution a de nouveau faibli en Chine, tandis que le Brésil et la Russie sont entrés en récession. L'activité a cependant nettement progressé en Inde.

Dans son scénario de base concernant l'économie mondiale, la BNS s'attend à ce que la conjoncture mondiale reprenne rapidement de l'élan, soutenue par les politiques monétaires expansionnistes menées à l'échelle internationale et le niveau toujours bas des cours du pétrole. L'évolution de l'économie mondiale reste cependant entachée de grandes

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

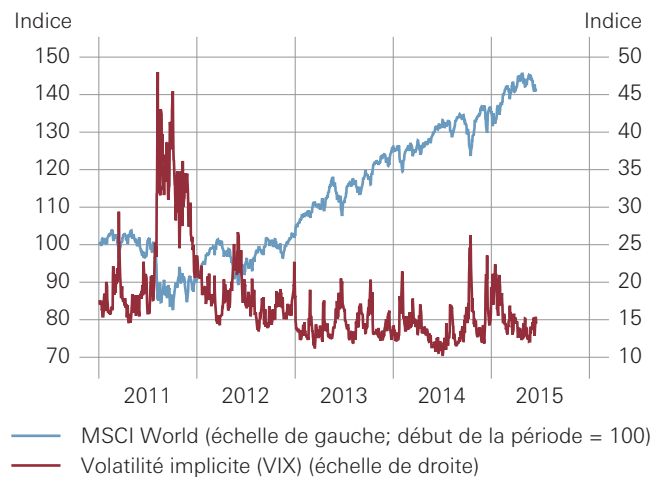
Moyenne de la période = 100



Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

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

	2011	2012	2013	2014	Scénario	
					2015	2016
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	4,2	3,4	3,3	3,5	3,4	4,0
Etats-Unis	1,6	2,3	2,2	2,4	2,4	3,1
Zone euro	1,6	-0,8	-0,4	0,9	1,4	2,0
Japon	-0,4	1,7	1,6	-0,1	0,9	1,5
Prix du baril de pétrole en USD	111,4	111,7	108,7	99,0	62,2	65,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

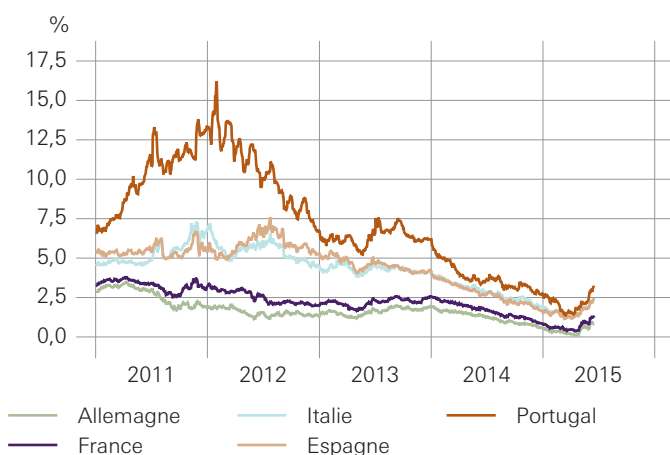


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

incertitudes, et les risques tendent à diminuer. La situation financière précaire de la Grèce et les tensions géopolitiques demeurent au premier plan. Mais les changements structurels en Chine comportent eux aussi des risques.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 65 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,12 dollar pour 1 euro. Ces deux critères correspondaient, au moment de l'établissement du scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Les marchés financiers sont restés volatils depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars. Dans un premier temps, les marchés des actions ont poursuivi leur tendance haussière: l'indice des actions américaines S&P 500 et le DAX allemand ont atteint de nouveaux sommets. Début juin, ces marchés sont toutefois retombés à leur niveau de mi-mars (voir graphique 2.2). L'indice de volatilité afférant aux actions américaines (VIX), qui est calculé d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, est demeuré nettement inférieur à sa moyenne à long terme.

Les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont augmenté depuis mi-mars dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). Cette hausse a été particulièrement forte dans la zone euro. En termes pondérés par le commerce extérieur, l'euro s'est légèrement apprécié, mais il est resté environ 10% sous son niveau de mi-2014. A l'inverse, le dollar des Etats-Unis a un peu perdu de sa valeur après une période d'appréciation sensible. Le yen est retombé au plancher qu'il avait atteint fin 2014 (voir graphique 2.5).

La plupart des prix des matières premières ont progressé (voir graphique 2.6). Les cours du pétrole se sont redressés. Notamment deux raisons expliquent cette évolution: l'Agence internationale de l'énergie (AIE) a d'une part revu à la baisse ses prévisions relatives à l'offre de pétrole en provenance d'Amérique du Nord et, d'autre part, donné une évaluation plus positive des perspectives au niveau de la demande mondiale. Les prix des denrées alimentaires ont aussi légèrement augmenté, tout en demeurant faibles en raison du bon approvisionnement.

ÉTATS-UNIS

La croissance de l'économie américaine s'est repliée au premier trimestre 2015 (voir graphique 2.7). Plusieurs facteurs y ont contribué: comme l'année précédente, le froid a freiné la consommation des ménages et l'activité de construction. Des grèves dans les ports de la côte Ouest ont également affecté temporairement la création de valeur. De plus, l'activité de l'industrie manufacturière s'est contractée à cause de la force du dollar. Les faibles cours du pétrole ont par ailleurs entraîné une baisse notable des investissements dans le secteur de l'énergie et, contre toute attente, ils n'ont jusqu'à présent bénéficié que modérément à la demande intérieure. Le taux de chômage s'inscrivait à 5,5% en mai (voir graphique 2.10). Le taux de participation bas et l'augmentation du travail à temps partiel laissent supposer que le marché du travail n'a pas encore atteint les limites de ses capacités.

La progression solide de l'emploi, la croissance plus marquée des salaires et les effets de rattrapage, consécutifs à la vague de froid, au niveau de la consommation et dans la construction devraient stimuler la production économique au cours des prochains trimestres. Cette évolution est de plus soutenue par la politique monétaire expansionniste. La BNS table sur une croissance économique de 2,4% en 2015 et de 3,1% en 2016 (voir tableau 2.1). Les prévisions pour 2015 sont sensiblement inférieures à celles d'il y a trois mois en raison du premier trimestre étonnamment faible et des répercussions de la force du dollar.

La légère hausse des cours du pétrole a empêché un nouveau recul du renchérissement annuel aux Etats-Unis, mesuré à l'aide des prix à la consommation. Ce dernier s'établissait à -0,2% en avril, soit à un niveau presque inchangé par rapport à janvier (voir graphique 2.11). En revanche, l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté et s'est inscrite à 1,8% (voir graphique 2.12).

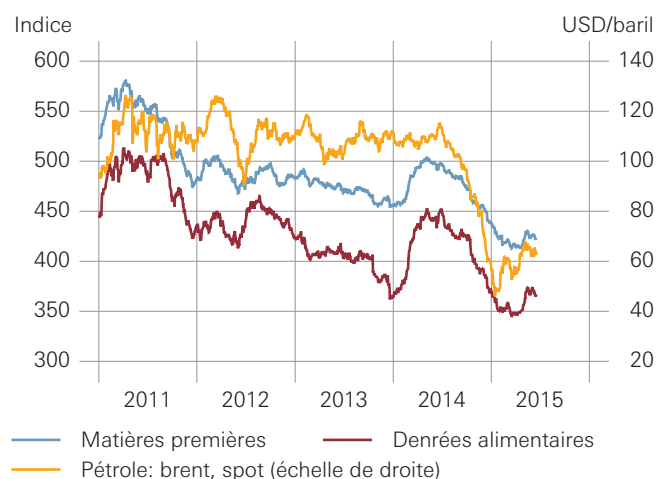
La Réserve fédérale a conservé à 0%–0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur (voir graphique 2.13). Elle continue d'estimer que la situation économique des Etats-Unis pourrait nécessiter pendant un certain temps encore des taux d'intérêt plus bas que d'ordinaire, même une fois que la stabilité des prix et le plein emploi auront été atteints.

ZONE EURO

La conjoncture a un peu retrouvé de sa vigueur dans la zone euro. La performance économique a progressé de 1,5% au premier trimestre (voir graphique 2.7); une croissance plus élevée a été enregistrée pour la dernière fois il y a presque deux ans. L'activité industrielle s'est redressée, et la demande intérieure a continué d'augmenter; les investissements, notamment, se sont raffermis. Contrairement au trimestre précédent, tous les principaux pays membres ont contribué à cette progression, notamment l'Italie, où le PIB est reparti à la hausse, après plusieurs

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

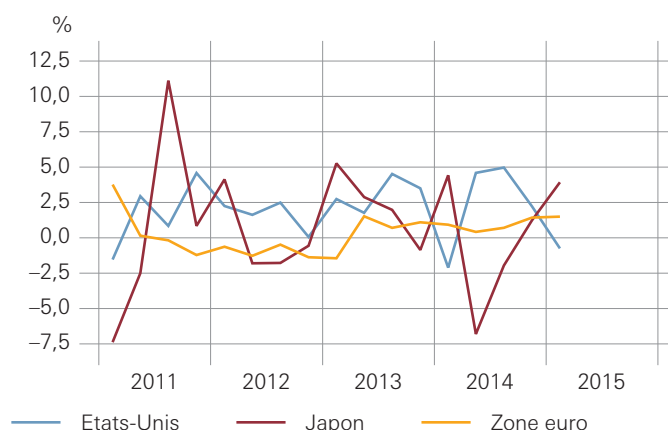


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

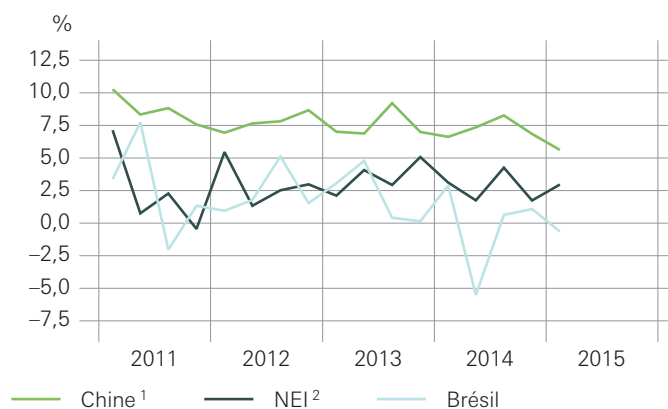


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

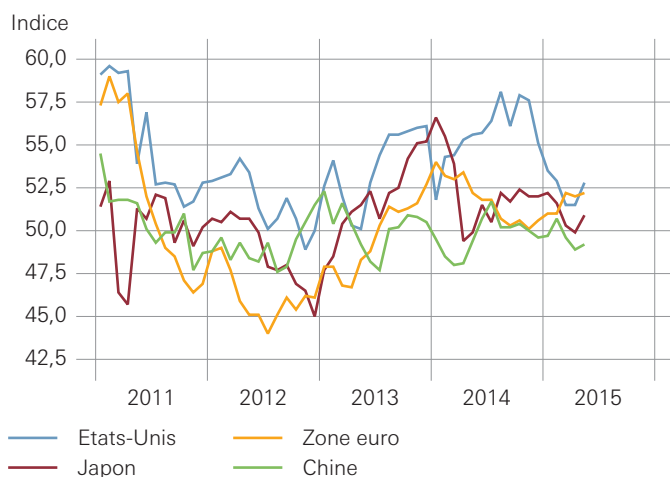


1 Estimation BNS.

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

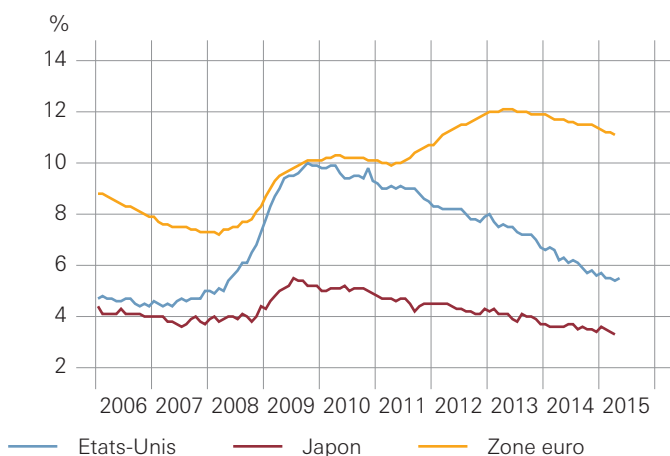
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

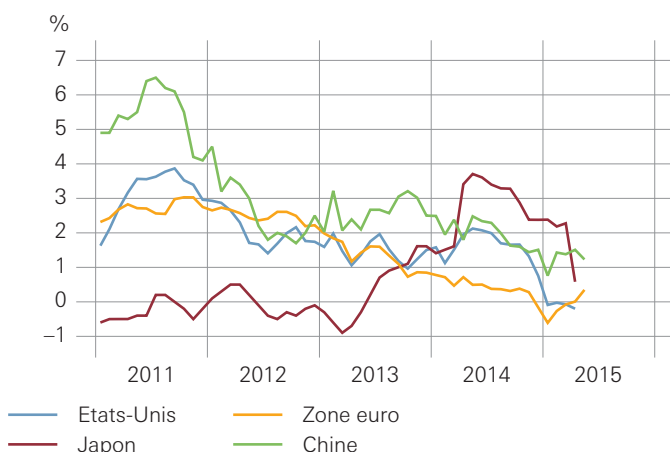
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

années de récession. Par contre, le PIB a encore reculé en Grèce, ce qui s'explique entre autres par l'incertitude causée par les difficiles négociations entre le nouveau gouvernement et les créanciers internationaux concernant le prochain programme de réformes. Le taux de chômage a de nouveau fléchi dans la zone euro, tout en restant très élevé (11,1% en avril; voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles se sont légèrement éclaircies. La politique monétaire expansionniste, la faiblesse de l'euro et le bas niveau des cours du pétrole continuent de fournir des impulsions positives. Le moral des entreprises s'est encore amélioré grâce aux conditions de financement favorables et à l'accroissement de la compétitivité des prix. Les consommateurs aussi sont de nouveau plus confiants en l'avenir; notamment la crainte des ménages de perdre leur emploi a sensiblement diminué. Dans ce contexte, la demande intérieure devrait continuer à croître modérément. La BNS a légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro: elle table désormais sur une progression du PIB de 1,4% en 2015 (voir tableau 2.1). Toutefois, des risques de dégradation conjoncturelle demeurent dans l'ensemble. La politique de réformes et de financement de la Grèce reste incertaine. Par ailleurs, l'assainissement des finances publiques et la mise en œuvre de réformes favorisant la croissance dans la zone euro constituent encore des défis majeurs.

Le renchérissement des prix à la consommation est reparti à la hausse sur un large front dans la zone euro. Il s'établissait à 0,3% en mai, après être passé temporairement en zone négative en raison des faibles cours du pétrole (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a progressé pour s'inscrire à 0,9% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation déterminées à l'aide d'indicateurs financiers ont quelque peu augmenté au deuxième trimestre.

La Banque centrale européenne a maintenu ses taux directeurs à un niveau inchangé (voir graphique 2.13). Commencé en mars, le programme d'achats de titres est réalisé comme prévu et devrait se poursuivre au moins jusqu'en septembre 2016. Du fait de ce programme, les liquidités excédentaires se sont accrues, et l'euribor à trois mois est devenu négatif pour la première fois depuis la création de l'union monétaire.

JAPON

Au Japon, la conjoncture s'est redressée. Le PIB a augmenté de 3,9% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Les exportations ont de nouveau affiché une forte croissance, et les investissements ont retrouvé de la vigueur.

Le redressement devrait se poursuivre, soutenu par la faiblesse du yen et la baisse des prix de l'énergie à l'importation. Le climat reste bon dans l'industrie d'exportation en raison de l'évolution favorable des ventes à l'étranger et des bénéfices élevés des entreprises. Le moral des ménages s'est aussi légèrement amélioré du fait de la progression de l'emploi et des forts gains de cours sur le marché japonais des actions. Compte tenu de la perte de pouvoir d'achat induite par la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en 2014, la consommation privée n'a augmenté que de manière hésitante jusqu'à présent. Les premiers résultats des négociations salariales annuelles sont certes encourageants quant à l'évolution des revenus, mais il faut néanmoins tabler sur une croissance modeste de la consommation au cours des prochains trimestres. Dans l'ensemble, la situation des secteurs axés sur la demande intérieure devrait demeurer difficile à court terme. De plus, la politique budgétaire devrait se resserrer pour respecter le plan correspondant à moyen terme. La BNS a laissé ses prévisions de croissance pour 2015 inchangées.

La hausse des prix à la consommation au Japon a eu tendance à se stabiliser entre janvier et mars. En avril, elle a sensiblement diminué pour s'établir à 0,6%, car le relèvement de la TVA intervenu en 2014 n'était plus pris en compte dans le calcul de l'inflation (voir graphique 2.11). Le renchérissement annuel devrait poursuivre provisoirement sa baisse sous l'influence des cours du pétrole. Les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné au cours des derniers mois, restant en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon.

Depuis l'assouplissement de fin octobre, la Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire. Elle entend encore accroître la base monétaire de 80 000 milliards de yens par an (environ 16% du PIB) en achetant des obligations d'Etat japonaises à long terme (voir graphique 2.14). Cette mesure devrait contribuer à soutenir les anticipations d'inflation et à relever le taux de renchérissement annuel à 2% dans un délai raisonnable.

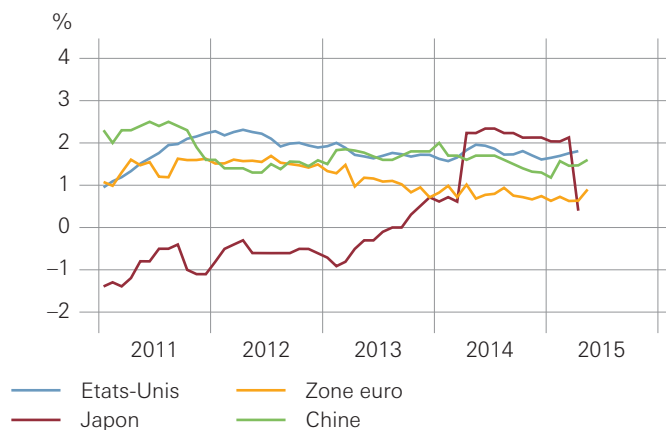
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Au premier trimestre, l'évolution conjoncturelle est dans l'ensemble restée modeste dans les économies émergentes, et le commerce extérieur a ralenti. La Chine a affiché la plus faible croissance du PIB depuis la crise financière (voir graphique 2.8). L'activité économique a même reculé au Brésil et en Russie. Seule l'Inde a enregistré un affermissement du PIB après un trimestre précédent faible.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

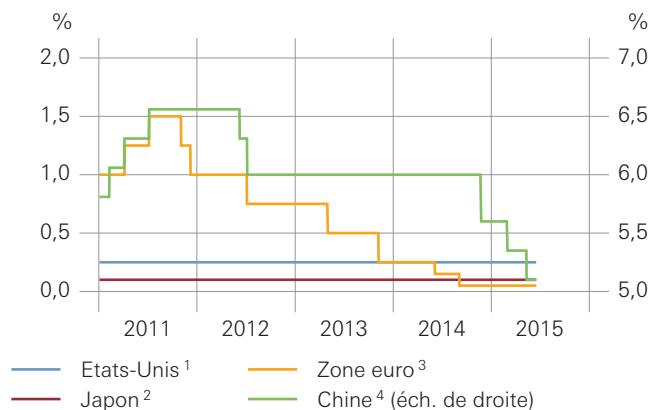


¹ Hors alimentation et énergie.

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.

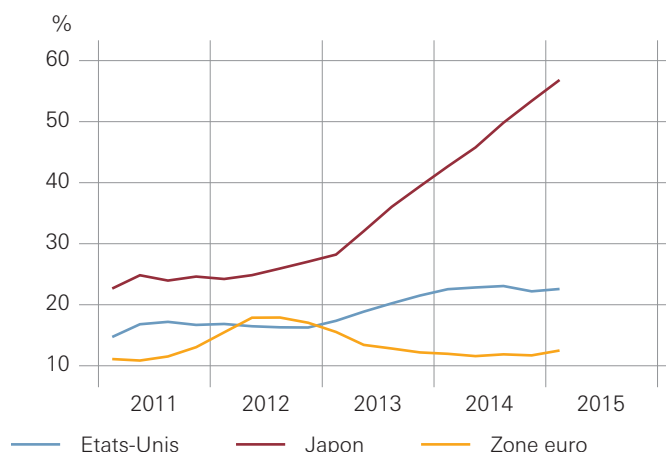
⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

La dynamique conjoncturelle devrait quelque peu se redresser dans ces pays dans les trimestres à venir. En Chine, la politique monétaire et budgétaire de plus en plus expansionniste devrait générer une croissance plus solide, au moins à court terme. Des risques de dégradation significatifs persistent néanmoins en raison des importantes surcapacités et de l'endettement dans l'industrie et la construction. En Inde, la BNS table sur une croissance proche du potentiel (environ 7%). Les perspectives sont par contre mitigées au Brésil et en Russie, où la performance économique devrait vraisemblablement reculer en 2015. L'inflation élevée, la confiance exceptionnellement basse des consommateurs, les investissements faibles en raison des grandes incertitudes conjoncturelles et une politique économique restrictive pèsent sur la croissance du Brésil. Quant à l'économie russe, qui dépend des exportations de pétrole et de gaz, elle souffre des prix bas des matières premières et des sanctions occidentales.

L'inflation a évolué de manière disparate dans les économies émergentes. En Chine, elle est demeurée sensiblement inférieure à l'objectif de 3% poursuivi en 2015 par la banque centrale à cause des surcapacités dans certaines branches économiques et de l'appréciation du renminbi en termes pondérés par le commerce extérieur (voir graphique 2.11). L'inflation a aussi nettement fléchi en Inde. Elle est en revanche restée exceptionnellement élevée au Brésil et en Russie, du fait notamment de la faiblesse de leur monnaie respective.

En conséquence, chacun de ces pays a opté pour une politique monétaire différente. La Banque populaire de Chine a de nouveau abaissé ses taux directeurs et le taux des réserves minimales pour les banques afin de combattre l'évolution atone du renchérissement (voir graphique 2.13). Les banques centrales d'Inde et de Russie ont également diminué leurs taux directeurs. La Banque de Russie a continué dans cette voie pour soutenir la conjoncture; son taux directeur s'établit désormais à 11,5%. Elle le maintient néanmoins à un niveau élevé afin d'éviter une nouvelle dépréciation du rouble. En revanche, la Banque centrale du Brésil a de nouveau relevé ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation et la dépréciation du réal.

3 Evolution économique en Suisse

D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a reculé de 0,8% au premier trimestre, après avoir fortement progressé l'année précédente. La contribution du commerce extérieur à la croissance s'est avérée nettement négative. En revanche, la demande intérieure est restée solide. Du côté de l'offre, le commerce, l'hôtellerie et la restauration, notamment, ont subi des revers importants. Dans l'industrie manufacturière aussi, la création de valeur s'est légèrement repliée. Dans de nombreuses branches, les marges bénéficiaires sont soumises à de fortes pressions.

L'écart de production négatif a recommencé à se creuser au premier trimestre. Dans l'industrie manufacturière, en particulier, l'utilisation des capacités de production a considérablement reculé. En outre, en données corrigées des variations saisonnières, le chômage est en légère augmentation depuis le début de l'année.

La persistance d'une forte surévaluation du franc continuera de freiner la croissance à court terme. Au début du deuxième trimestre, les indicateurs conjoncturels ont toutefois donné de premiers signes d'un retournement de tendance. La reprise mondiale devrait progressivement stimuler la demande de produits suisses. La BNS s'attend à une reprise de l'économie suisse au second semestre. Pour l'année 2015, elle continue de tabler sur une croissance du PIB de près de 1%.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

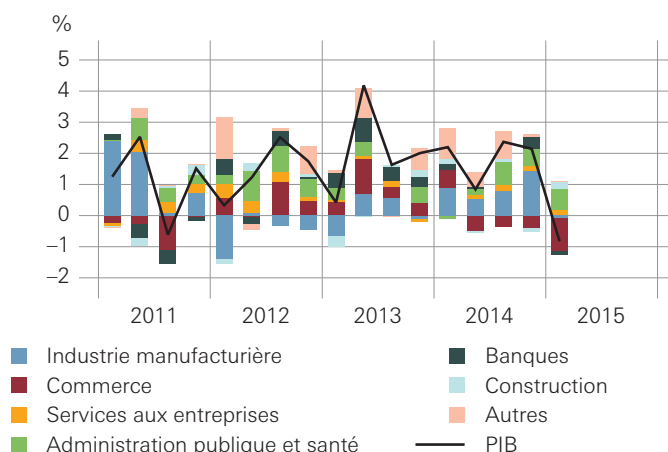
Recul du PIB au premier trimestre

Les branches ont connu une évolution extrêmement contrastée au premier trimestre. Dans l'ensemble, la création de valeur a légèrement reculé en raison de l'appréciation du franc (voir graphique 3.1). Le commerce a enregistré un recul marqué, mais les transports, les communications, l'hôtellerie, la restauration et les banques ont également souffert de la situation sur le marché des changes. Dans l'industrie manufacturière, la création de valeur s'est légèrement contractée, après une forte progression au trimestre précédent. En revanche, certains services axés sur le marché intérieur ont poursuivi leur évolution positive. La croissance a été particulièrement prononcée dans le secteur de la santé.

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

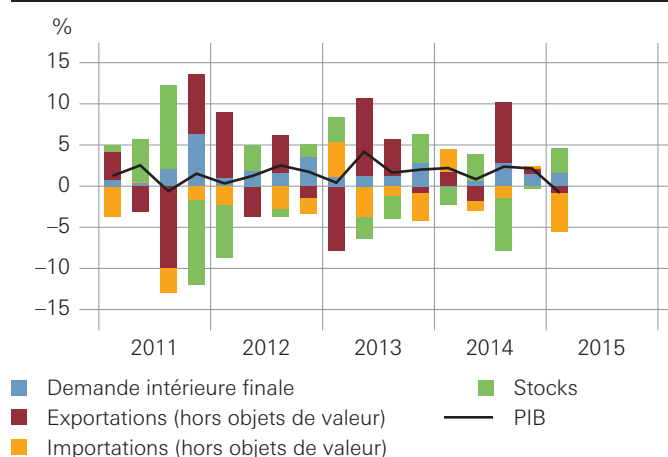


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

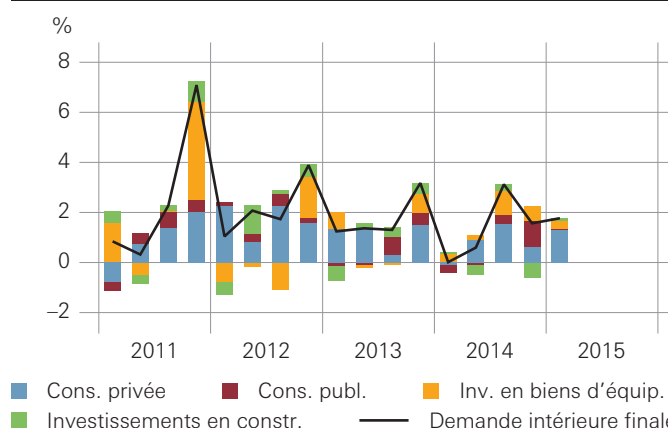


Source: SECO.

Graphique 3.3

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Contribution nettement négative du commerce extérieur

L'appréciation du franc a fortement pesé sur la plupart des branches exportatrices de biens. La demande européenne, notamment, a considérablement fléchi au premier trimestre. Cependant, les exportations de services ayant poursuivi leur progression, le total des exportations n'a accusé qu'un faible repli. En revanche, les importations de services, en particulier, ont connu une forte augmentation. La contribution du commerce extérieur à la croissance est donc nettement négative (voir tableau 3.1).

Poursuite d'une croissance modérée de la demande intérieure

La demande intérieure finale a poursuivi sa croissance modérée au premier trimestre (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). Soutenue par la progression favorable des revenus et la persistance d'une forte immigration, la consommation privée a connu un net regain de vigueur. Les dépenses relatives à l'énergie et à la santé, notamment, ont considérablement augmenté. Par contre, les investissements en biens d'équipement ont quelque peu perdu de leur dynamisme. L'appréciation du franc a suscité une vive inquiétude auprès des entreprises et entraîné une réduction significative des marges bénéficiaires pour nombre d'entre elles. Mais certaines entreprises ont tiré profit de la baisse des prix d'achat des biens d'équipement importés, et des investissements extraordinaires ont été réalisés dans le domaine des matériels de transport. Après avoir reculé au trimestre précédent, les investissements en constructions ont quelque peu augmenté, portés par une légère reprise dans le génie civil. Dans la construction de logements, en revanche, l'activité a encore ralenti, mais elle s'est maintenue à un niveau élevé.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2011	2012	2013	2014	2013			2014				2015
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Consommation privée	0,9	2,8	2,2	1,3	2,2	0,5	2,4	-0,1	1,4	2,5	1,0	2,1
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,9	1,4	1,4	-0,8	5,7	3,9	-2,5	-0,8	2,9	8,2	0,4
Investissements	4,4	2,5	1,8	1,8	0,4	1,1	4,6	1,6	-0,7	4,6	-0,1	1,6
Construction	2,5	2,9	1,3	0,9	1,9	3,9	4,3	0,8	-3,6	2,8	-6,1	1,1
Biens d'équipement	5,5	2,3	2,1	2,5	-0,5	-0,5	4,8	2,0	1,2	5,8	3,7	1,9
Demande intérieure finale	1,9	2,7	2,0	1,4	1,4	1,3	3,2	0,0	0,6	3,1	1,6	1,8
Variation des stocks ¹	0,3	-1,0	0,7	-0,5	-2,8	-2,9	3,4	-2,3	3,3	-6,4	-0,3	3,1
Exportations totales ²	3,5	2,6	0,0	3,8	18,7	8,7	-1,4	3,1	-3,4	14,4	1,2	-1,6
Biens ²	6,2	0,9	-2,3	4,7	15,6	13,8	-3,0	-0,5	3,0	19,9	-0,8	-8,1
Services	-2,3	6,1	4,7	1,9	24,7	-0,6	1,8	10,6	-14,9	4,0	5,5	12,6
Importations totales ²	5,0	4,2	1,5	1,5	8,8	2,7	8,3	-6,6	2,8	3,5	-1,0	11,3
Biens ²	3,1	2,3	0,7	1,5	5,0	-0,2	14,8	-10,9	8,1	3,0	-5,4	1,5
Services	8,5	8,1	3,3	1,7	17,8	9,4	-4,7	3,3	-7,5	4,7	9,3	33,7
Commerce extérieur ³	-0,1	-0,3	-0,6	1,3	5,8	3,4	-4,2	4,4	-3,0	6,0	1,0	-5,5
PIB	1,8	1,1	1,9	2,0	4,2	1,6	2,0	2,2	0,8	2,4	2,1	-0,8

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution du marché du travail a elle aussi été marquée par l'appréciation du franc et par le recul du PIB qui en est résulté. Malgré un nouvel accroissement significatif du nombre de personnes actives occupées au premier trimestre, le chômage tend à augmenter depuis le début de l'année.

Forte progression du nombre de personnes actives occupées

Au premier trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée a enregistré une hausse de 3,3% en données désaisonnalisées (voir graphique 3.4) et s'établit à 5,005 millions. L'emploi a de nouveau fortement augmenté, notamment chez les femmes. En outre, le recrutement de main-d'œuvre étrangère s'est accru, ce qui se traduit par la persistance d'une forte immigration nette. La population étrangère en Suisse a ainsi connu une augmentation de 3,4% par rapport à l'année précédente et s'élève à près de 2 millions de personnes.

D'après la statistique de l'emploi, celui-ci a surtout progressé dans les services et la construction, tandis que des postes ont été supprimés dans l'industrie (voir graphique 3.5).

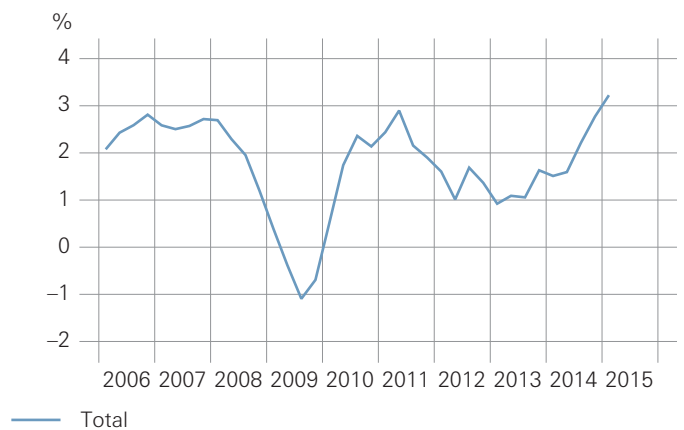
Hausse du chômage

Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières s'est inscrit, fin 2014, à son plus bas niveau. Jusqu'au mois de mai 2015, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement a augmenté d'environ 6000 personnes pour s'établir à 143 000 en données corrigées des variations saisonnières. Cette évolution résulte de l'accroissement du nombre de chômeurs nouvellement inscrits et du recul du nombre de demandeurs d'emploi, soit du fait du retour à l'emploi, soit du fait d'une radiation pour d'autres raisons. En données désaisonnalisées, le taux de chômage s'est inscrit à 3,3% en mai (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

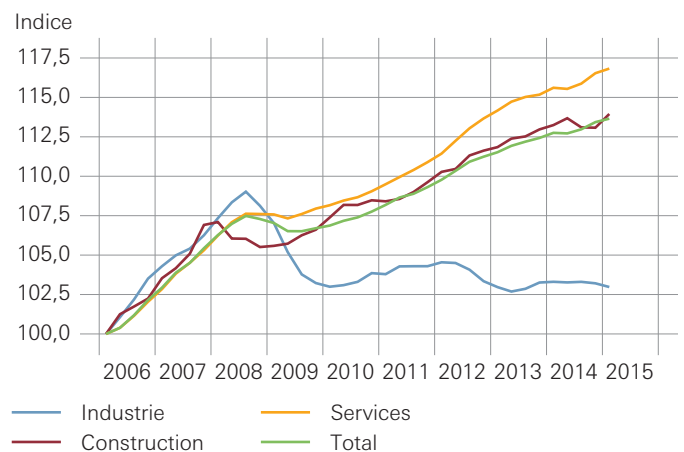


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

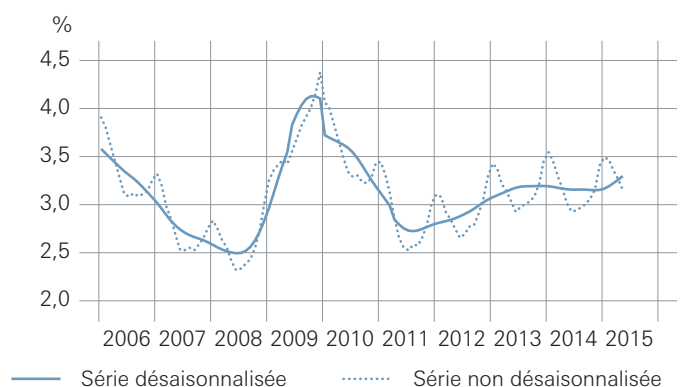
1^{er} trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

TAUX DE CHÔMAGE



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

Graphique 3.7

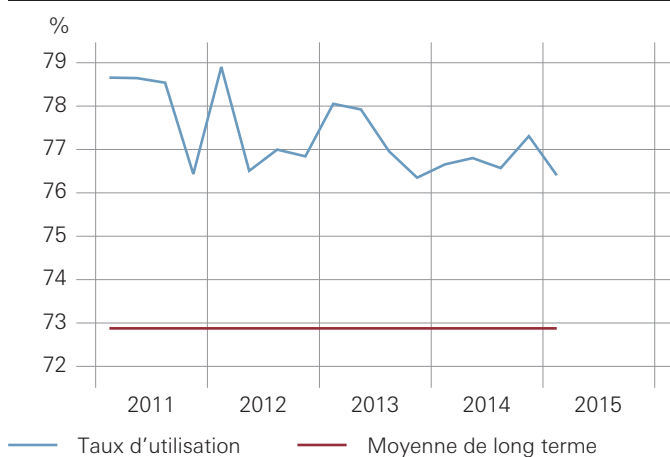
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



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

Graphique 3.8

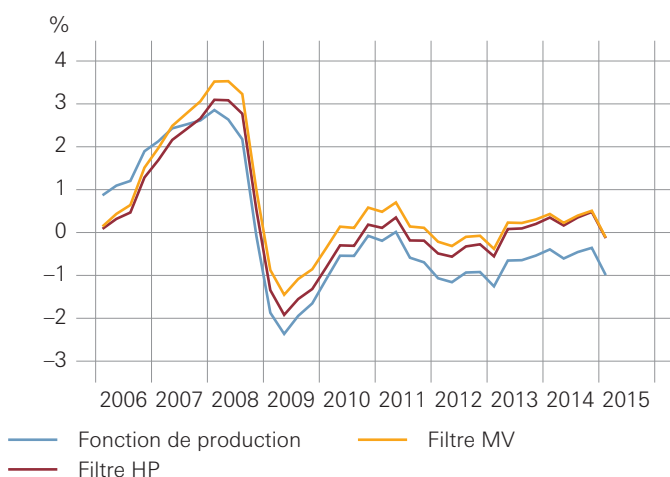
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Sous-utilisation dans l'industrie

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a reculé au premier trimestre, s'inscrivant à 80,9%. Il demeure ainsi nettement inférieur à sa moyenne de long terme, mais reste supérieur à son dernier plancher, enregistré en 2012 (voir graphique 3.7). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a également diminué au premier trimestre. Contrairement à l'industrie manufacturière, ce secteur continue de présenter un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen.

Ecart de production négatif

L'écart de production négatif 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 raison du recul du PIB, l'écart de production s'est creusé au premier trimestre. Si l'on estime le potentiel de production à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -1% au premier trimestre contre -0,4% au trimestre précédent, ce qui indique une sous-utilisation des facteurs de production. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu n'est que légèrement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence tient à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de la situation sur le marché du travail et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, 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.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les perspectives pour l'année en cours restent modestes. Le moral des entreprises, fortement affaibli à la suite de la suppression du cours plancher, est quelque peu remonté récemment. C'est ce que révèlent le baromètre KOF et l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière (PMI), repartis légèrement à la hausse ces derniers temps (voir graphique 3.10).

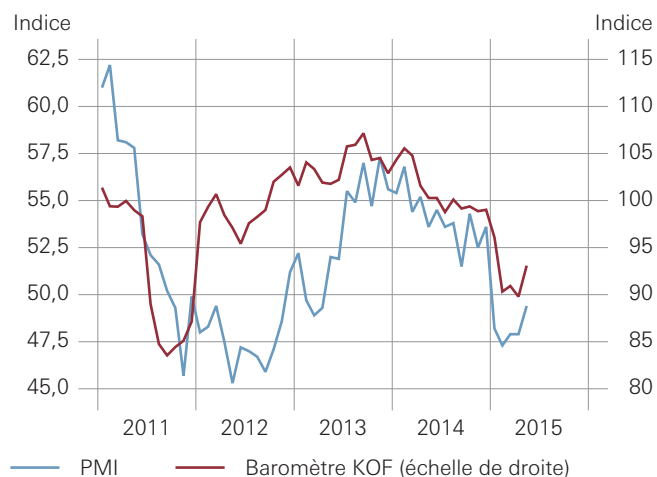
Plusieurs enquêtes ont montré que les répercussions actuelles de l'appréciation du franc sont très différentes d'une branche et d'une entreprise à l'autre. Le problème majeur auquel sont confrontées de nombreuses entreprises est la pression exercée sur les prix, qui s'est répercutée sur leurs marges. Les entreprises exportatrices sont particulièrement concernées. Mais sur le marché intérieur aussi, la pression sur les prix a augmenté sous l'effet de la concurrence des produits importés. Selon les enquêtes, une grande partie des entreprises affectées ont réagi jusqu'ici en prenant des mesures visant à accroître l'efficacité et à réduire les coûts, ce qui se traduit par une certaine retenue tant dans la politique de recrutement que dans les investissements.

Dans son scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale, la BNS continue de tabler sur un raffermissement de la reprise, notamment en Europe (voir chapitre 2). Cela devrait dynamiser peu à peu la demande extérieure de biens et de services suisses et atténuer les effets négatifs de la situation sur le marché des changes. Par ailleurs, le renchérissement négatif devrait soutenir le revenu disponible des ménages et, partant, la consommation, en termes réels.

La BNS s'attend à une reprise de l'économie suisse au second semestre. Pour 2015, elle continue donc de tabler sur une croissance du PIB de près de 1%.

Graphique 3.10

INDICATEURS AVANCÉS

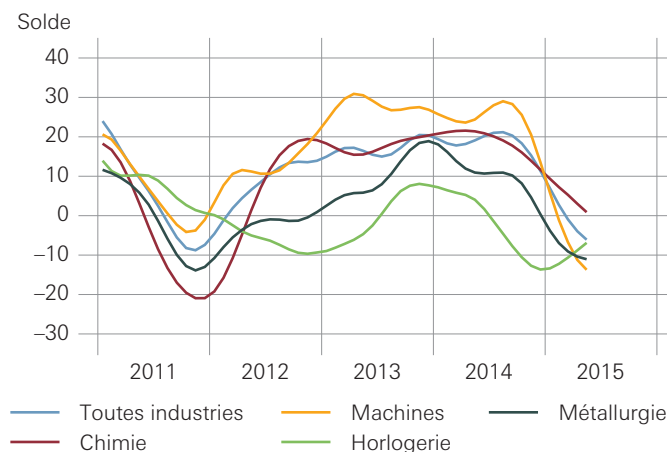


Sources: Credit Suisse, KOF.

Graphique 3.11

ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

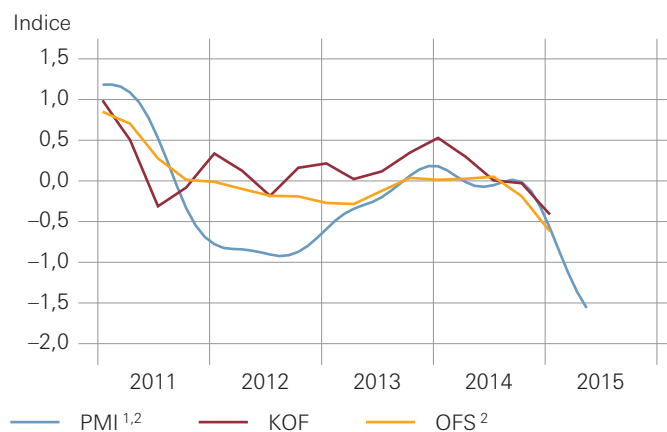
Composante tendance-cycle



Source: KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Composante tendance-cycle: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

4 Prix et anticipations d'inflation

Le taux de renchérissement annuel relatif aux prix à la consommation est devenu négatif en automne 2014 et n'a cessé depuis de tomber à des niveaux toujours plus bas. Cette évolution tient au recul du prix du pétrole et à l'appréciation du franc. Les prix de l'offre (prix à la production et à l'importation), qui se répercutent en général avec un certain décalage sur les prix à la consommation, ont aussi affiché une baisse sensible.

La suppression du cours plancher a pesé sur les anticipations d'inflation à court et à moyen termes. En revanche, les anticipations à plus long terme sont demeurées majoritairement stables.

Contrairement aux prix des biens et des services, ceux de l'immobilier résidentiel ont encore progressé au premier trimestre 2015. Les risques sont donc toujours présents sur le marché immobilier.

PRIX À LA CONSOMMATION

Forte baisse des prix à la consommation

L'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a nettement fléchi entre novembre et février (voir graphique 4.1), reflétant principalement le recul des prix du pétrole et la suppression du cours plancher. Depuis, l'IPC n'a guère changé, mais cette situation est en partie imputable à des facteurs saisonniers. Le taux de renchérissement annuel mesuré à l'IPC, qui s'inscrivait encore à $-0,1\%$ au dernier trimestre 2014, a plongé pour s'établir à $-0,7\%$ au premier trimestre 2015 et à $-1,2\%$ en mai (voir tableau 4.1).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014			2015	2015		
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
IPC, indice total	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2
Biens et services suisses	0,4	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,1
Biens	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,9
Services	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4
Services privés (hors loyers)	0,4	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,6	0,4
Loyers	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,2
Services publics	-0,8	-0,5	-0,9	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8	-1,0
Biens et services importés	-1,2	-0,9	-0,9	-1,6	-4,2	-4,3	-5,0	-4,9
Hors produits pétroliers	-1,0	-1,3	-0,7	-0,8	-1,5	-2,0	-2,8	-3,0
Produits pétroliers	-2,4	1,1	-1,8	-6,7	-19,3	-17,2	-18,0	-15,8

Sources: BNS et OFS.

Niveau plus bas des prix des biens et services importés

L'évolution du taux de renchérissement annuel observée depuis janvier a surtout été influencée par l'appréciation du franc vis-à-vis de l'euro et d'autres monnaies. La contribution négative des biens et services importés, hors produits pétroliers, s'est fortement creusée. Pour ce qui est des produits pétroliers, leur contribution négative, qui affichait une progression marquée jusqu'en janvier, est demeurée pratiquement inchangée depuis (voir graphique 4.2).

Niveau plus élevé des prix des biens et services d'origine suisse

Le taux de renchérissement des biens et services d'origine suisse a légèrement fléchi depuis le début de l'année. Il s'est cependant maintenu en zone positive grâce à l'évolution des prix des services: tant les loyers que les prix des autres services ont augmenté par rapport au mois correspondant de 2014. Par contre, depuis mars, les prix des biens sont inférieurs à leur niveau de l'année précédente (voir tableau 4.1).

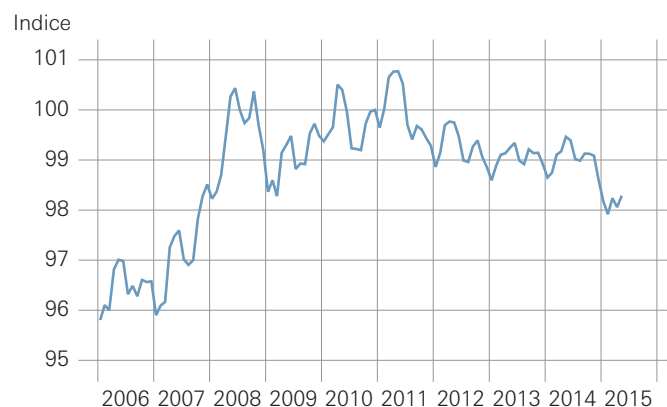
Taux d'inflation sous-jacente négatifs

Ces derniers mois, les taux d'inflation sous-jacente ont sensiblement reculé, même si leur baisse a été moins forte que celle du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC (voir graphique 4.3). L'inflation sous-jacente 1 (OFS1) qui est établie par l'Office fédéral de la statistique et la moyenne tronquée (TM15) calculée par la BNS s'inscrivaient respectivement à $-0,6\%$ et à $-0,4\%$ en mai 2015.

Graphique 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION (IPC)

Décembre 2010 = 100

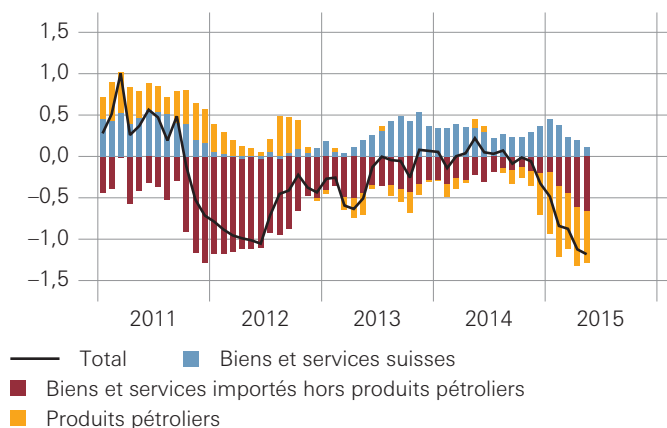


Source: BNS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

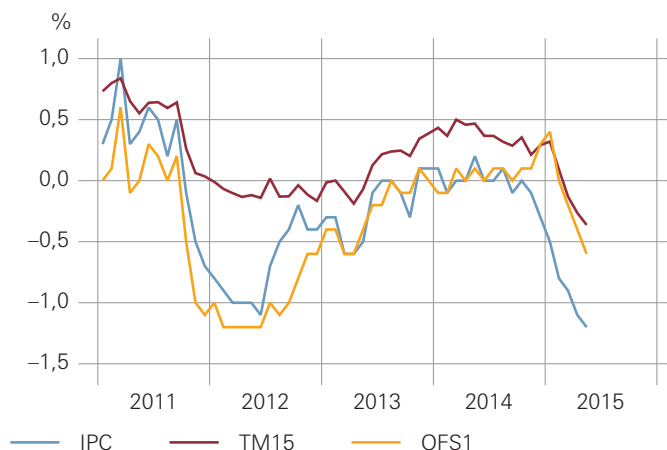


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

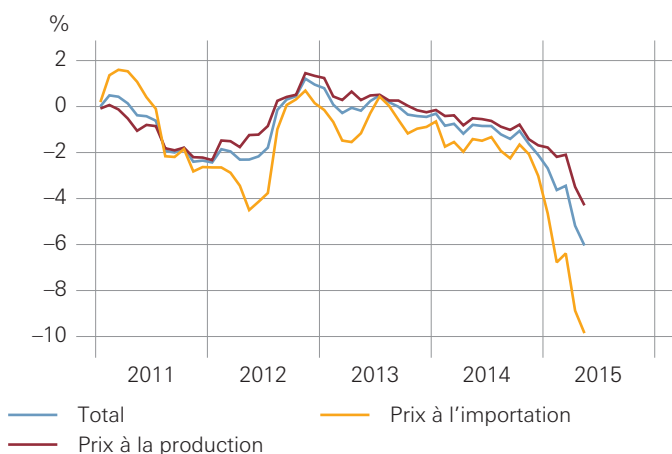


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.4

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

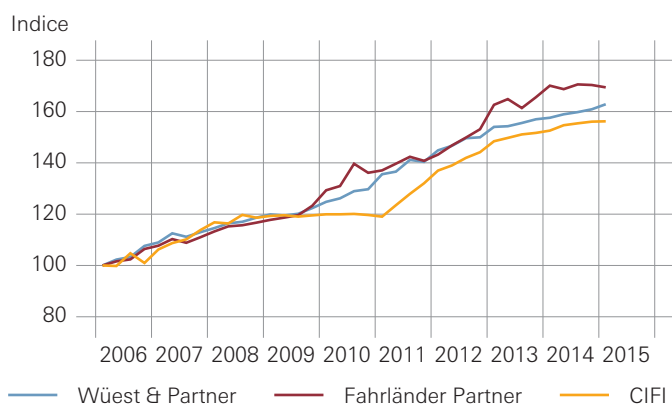


Source: OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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

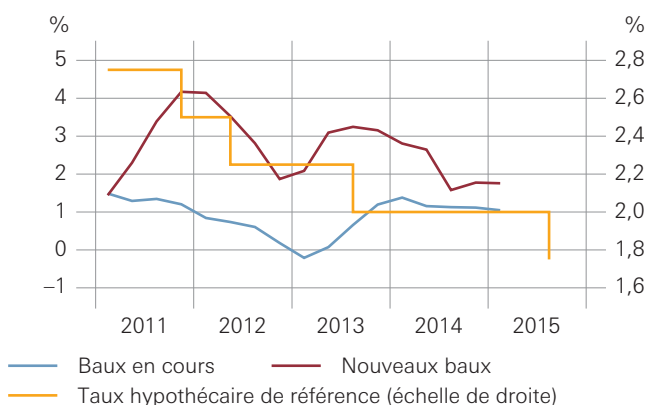


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

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.

L'écart entre le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC et les taux d'inflation sous-jacente tient en premier lieu à l'évolution des prix des produits pétroliers. L'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers ne sont pas pris en compte dans le calcul de l'OFS1, alors que la TM15 exclut les biens et les services dont les prix ont enregistré les plus fortes variations annuelles – pondérées en fonction de l'importance – à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas). Or les diminutions de prix les plus importantes observées ces douze derniers mois dans le domaine des biens et services concernaient principalement les produits pétroliers.

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

L'appréciation du franc a accéléré la baisse des prix de l'offre (voir graphique 4.4). Conformément aux attentes, le fléchissement des prix à l'importation a été plus marqué que celui des prix à la production. Le taux de renchérissement annuel des prix de l'offre a diminué jusqu'en mai 2015 pour s'établir à -6%.

Les prix de l'offre sont bien plus volatils que les prix à la consommation. Le dernier recul notable des indices des prix à la production et des prix à l'importation remonte à 2008/2009 et à 2011. Actuellement, les prix de l'offre enregistrent un repli semblable à celui observé au second semestre 2008, mais moins important que celui de 2011.

PRIX DE L'IMMOBILIER**Nouvelle augmentation des prix de l'immobilier résidentiel**

D'après la plupart des indices disponibles, les prix de l'immobilier résidentiel ont encore progressé au premier trimestre 2015. Seul l'indice des prix de transaction de Fahrländer Partner constituait une exception (voir graphique 4.5).

Les tendances observées au niveau régional ces derniers trimestres se sont maintenues. Les prix ont poursuivi leur forte progression en Suisse orientale, alors qu'ils ont continué de fléchir légèrement dans l'arc lémanique, prolongeant le mouvement amorcé début 2013.

Hausse modérée des loyers des baux en cours

Le renchérissement annuel des loyers enregistrés par Wüest & Partner pour les appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) est demeuré largement inchangé au premier trimestre 2015. Il reste donc supérieur au renchérissement des loyers entrant dans la composition de l'IPC, qui peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours (voir graphique 4.6).

Le taux de référence hypothécaire pertinent pour la fixation des loyers ayant reculé constamment, il a freiné ces dernières années le renchérissement des loyers des baux en cours. Il a de nouveau été abaissé d'un quart de

point le 1^{er} juin 2015, de sorte que le renchérissement des loyers des baux en cours s'est maintenu à un faible niveau.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Taux d'inflation négatifs attendus à court terme

La plupart des analystes financiers interrogés en vue de l'établissement du rapport sur le marché financier publié par le Credit Suisse et le Centre européen de recherche économique (Credit Suisse ZEW Financial Market Report) partent de l'hypothèse que le taux d'inflation restera stable ces six prochains mois. La part des analystes tablant sur des taux d'inflation inchangés était de 35% en février et de 63% en mai 2015. La proportion de ceux qui misent sur une hausse a passé de 3% à 16%. Seuls 21% s'attendaient encore à un recul du taux d'inflation, contre 62% en février. Les anticipations concernant une diminution du taux d'inflation, qui avaient atteint leur zénith lors du fort repli du prix du pétrole et de la suppression du cours plancher, ne sont donc plus d'actualité.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale réalisent avec des entreprises de toutes les branches confirment cette situation. Au deuxième trimestre, les interlocuteurs estimaient que le taux d'inflation s'établirait à -0,6% dans six à douze mois, alors qu'au trimestre précédent, ils escomptaient un taux de -1,3%.

D'après l'enquête menée en avril par le SECO auprès des ménages, 25% d'entre eux pensaient que les prix diminueraient dans les douze prochains mois et 30%, qu'ils augmenteraient. Près de la moitié des ménages interrogés tablait sur des prix inchangés (voir graphique 4.7).

Bon ancrage des anticipations à long terme

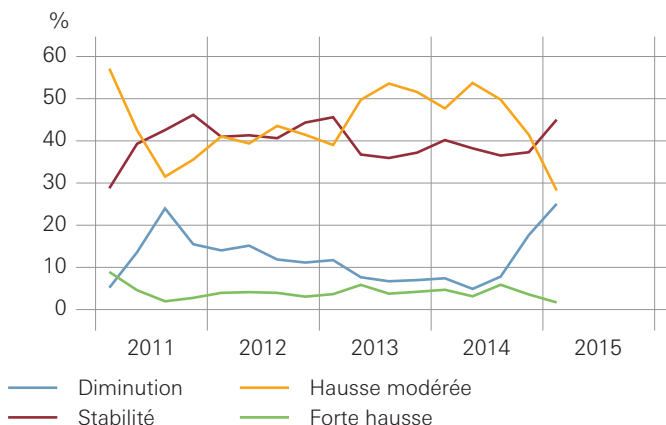
Au premier trimestre, les participants à l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers prévoyaient un taux d'inflation de 0,6% dans deux ans. Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale fournissent des résultats similaires pour les anticipations d'inflation à moyen terme. Au deuxième trimestre, les entreprises interrogées estimaient que le taux d'inflation serait de 0,5% dans les trois à cinq ans, alors qu'au trimestre précédent, elles s'attendaient à un taux de 0,4%.

Ces enquêtes confirment que les anticipations d'inflation à moyen terme ont été revues à la baisse après la suppression du cours plancher, mais que la correction s'amenuise à mesure que l'horizon temporel croît. Les sondages portant sur les six à dix prochaines années révèlent que cette suppression n'a guère affecté les anticipations d'inflation à long terme.

Graphique 4.7

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

Enquête auprès des ménages sur les anticipations d'évolution des prix dans les 12 mois



Sources: BNS et SECO.

Ces derniers mois, les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire sont restés proches de $-0,75\%$, le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Les taux d'intérêt ont ainsi été plus bas en Suisse que dans la plupart des autres pays. Toutefois, compte tenu du renchérissement négatif, les taux réels, qui déterminent en définitive le rendement d'un placement, ont été supérieurs aux taux nominaux. Ils se sont par ailleurs inscrits au-dessus des taux réels observés dans d'autres pays, notamment aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni.

Malgré le bas niveau des taux d'intérêt, la croissance des hypothèques a encore faibli légèrement au cours des derniers mois. Les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier sont cependant demeurés élevés.

En raison des incertitudes liées aux évolutions futures en Grèce, le franc conserve son rôle de valeur refuge. En données pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a augmenté d'environ 12% entre le début de l'année et mi-juin. Les intérêts négatifs appliqués sur les marchés monétaire et des capitaux devraient toutefois contribuer peu à peu à corriger la surévaluation du franc. Du fait de la hausse des taux d'intérêt à long terme à l'étranger, les écarts de taux se sont récemment accrus entre l'étranger et la Suisse. La poursuite de la normalisation sur les marchés financiers internationaux devrait rendre les placements en monnaies étrangères plus attrayants et, ainsi, concourir à atténuer la surévaluation du franc. Le ralentissement économique actuel laisse lui aussi clairement présager que la fermeté du franc ne devrait pas persister.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS MI-MARS 2015

Maintien des mesures adoptées le 15 janvier 2015

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 19 mars 2015, la Banque nationale a réaffirmé vouloir maintenir le cap qu'elle avait donné à sa politique monétaire le 15 janvier 2015. Elle a laissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Elle a également maintenu à $-0,75\%$ le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent en comptes de virement auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré. En outre, la BNS a souligné qu'elle continuera à prendre en compte, dans sa politique monétaire, la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution de la conjoncture. Elle a également réaffirmé son intention d'intervenir au besoin sur le marché des changes pour influencer sur les conditions monétaires.

Moins de dérogations à l'intérêt négatif sur les avoirs en comptes de virement à la BNS

Le 22 avril 2015, au terme d'un examen des dérogations, la BNS a sensiblement réduit le nombre de titulaires de comptes de virement non soumis au taux d'intérêt négatif. Depuis, seuls les comptes de virement de l'administration fédérale centrale et des fonds de compensation de l'AVS, de l'AI et des APG continuent à bénéficier d'une dérogation.

Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-mars 2015, les avoirs à vue à la BNS ont légèrement augmenté. Dans la semaine du 8 au 12 juin (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-juin), ils portaient sur 455,1 milliards de francs et dépassaient ainsi de 12,1 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-mars 2015 (443 milliards). Entre mi-mars et mi-juin 2015, ils s'établissaient en moyenne à 449,5 milliards de francs (380,9 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 68,6 milliards pour les autres avoirs à vue).

Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé

Les réserves minimales que les banques ont l'obligation légale de détenir étaient de 14,8 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 février au 19 mai 2015, d'où une légère augmentation par rapport à la période précédente (du 20 novembre 2014 au 19 février 2015). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 372,1 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 336,3 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté quelque peu.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt toujours négatifs sur le marché monétaire

Depuis mi-mars, les taux d'intérêt n'ont guère varié sur le marché monétaire, aussi bien pour les opérations gagées que pour celles qui ne le sont pas. Ils se sont maintenus dans la zone négative et à des niveaux très proches de $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue à la BNS (voir graphique 5.1).

Le Libor à trois mois a fluctué autour de $-0,8\%$. Sur le marché monétaire gagé, les taux d'intérêt (Swiss Average Rates) étaient à des niveaux légèrement plus élevés que ceux du marché monétaire non gagé.

Taux d'intérêt à long terme volatils

Pour l'essentiel, les rendements des obligations fédérales à long terme ont suivi l'évolution observée sur le plan international. Ils ont marqué une volatilité accrue et se sont établis par moments dans la zone négative, comme précédemment. Depuis mi-mars, le rendement des obligations fédérales à dix ans a fluctué entre $-0,2\%$ et $0,3\%$. Il s'inscrivait à environ $0,1\%$ mi-juin et était ainsi légèrement supérieur à son niveau de mi-mars.

Courbe des rendements plus raide

Mi-juin, la courbe des rendements des obligations de la Confédération était plus raide qu'à mi-mars (voir graphique 5.2). Les taux à long terme, qui ont suivi l'évolution sur le plan international, expliquent ce raidissement. En juin, ils s'établissaient légèrement au-dessus du niveau observé trois mois auparavant.

Légère hausse des taux hypothécaires

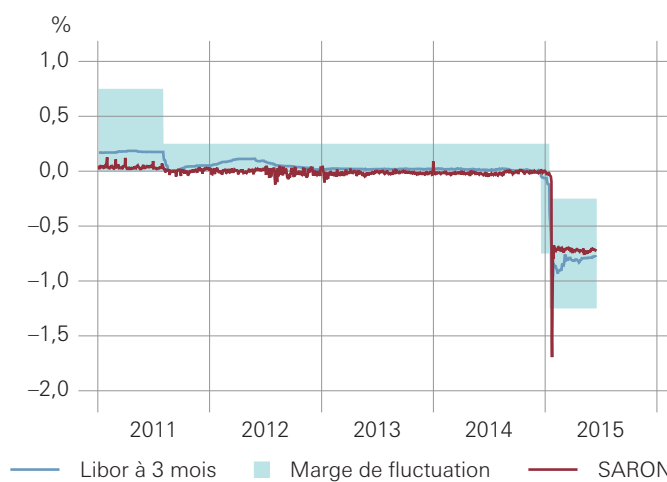
Depuis l'introduction d'un taux d'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS, les banques ont adapté à la hausse leur marge sur les nouveaux prêts hypothécaires. Cette évolution s'explique essentiellement par le fait qu'une part importante des coûts de refinancement des banques est constituée de la rémunération des comptes d'épargne, rémunération qui, contrairement aux taux d'intérêt sur le marché monétaire, est restée positive. Afin de contrer la pression sur les marges d'intérêts, les banques ont relevé légèrement les taux hypothécaires.

Hausse des taux d'intérêt réels à long terme

Depuis mi-mars, le taux d'intérêt réel estimé à dix ans a augmenté, passant de $-0,1\%$ à un peu plus de 1% (voir graphique 5.3). Il est calculé à partir du rendement des obligations à dix ans de la Confédération et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR). L'inflation attendue a diminué du fait du net repli des prix à la consommation au cours des deux premiers trimestres de 2015, et les taux d'intérêt nominaux ont légèrement augmenté, d'où une nette hausse du taux d'intérêt réel.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

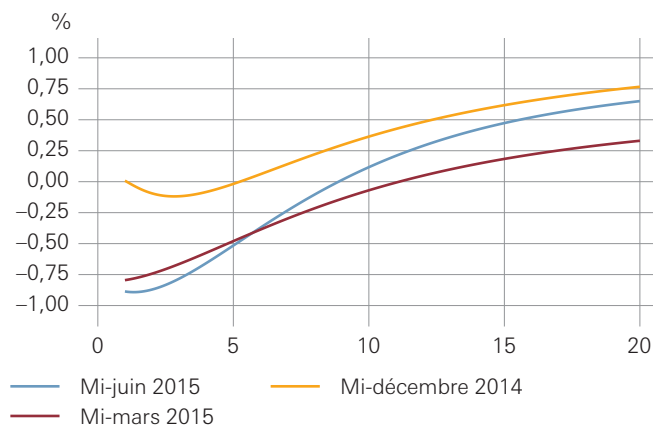


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

Selon Nelson-Siegel-Svensson; durée en années (axe des abscisses)



Source: BNS.

Graphique 5.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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

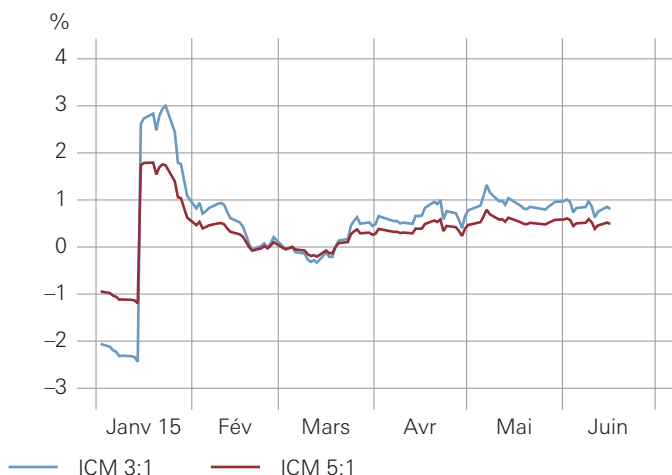


Source: BNS.

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC

Source: BNS.

Graphique 5.5

INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES

Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

COURS DE CHANGE**Raffermissement du franc depuis mi-mars**

Le franc s'est apprécié sur les marchés des changes depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-mars (voir graphique 5.4). Son appréciation face au dollar des Etats-Unis s'explique principalement par la publication de données un peu moins bonnes sur l'économie américaine, ce qui a incité les intervenants sur les marchés à modifier leurs anticipations à propos du début des hausses de taux d'intérêt aux Etats-Unis. Quant à l'appréciation du franc vis-à-vis de l'euro, elle a été stimulée par l'incertitude liée à la Grèce et par les achats d'obligations de la BCE.

Resserrement des conditions monétaires

Depuis mi-mars, les conditions monétaires se sont quelque peu durcies du fait de l'appréciation du franc, les taux d'intérêt à court terme étant restés inchangés. L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.5, intègre les variations du Libor à trois mois et celles de la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par les exportations. Afin de tenir compte des incertitudes liées aux effets relatifs des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change, deux variantes de l'ICM sont calculées en appliquant des pondérations différentes aux deux composantes. L'indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. S'il affiche une valeur positive, il indique un resserrement des conditions monétaires.

Valeur extérieure du franc très élevée en termes réels

La valeur extérieure du franc en données réelles pondérées par les exportations a encore augmenté légèrement, depuis mi-mars, à la suite de l'appréciation du franc en termes nominaux (voir graphique 5.6). Elle reste ainsi à un niveau très élevé.

MARCHÉ DES ACTIONS

Chute des cours surmontée

Le Swiss Market Index (SMI), qui regroupe les vingt titres les plus importants et les plus liquides du marché suisse des actions, a fortement chuté après la suppression, mi-janvier, du cours plancher. Le recul a été toutefois rapidement compensé. En mars déjà, le SMI a retrouvé par moments son niveau d'avant la suppression du cours plancher. Entre mars et juin, il s'est maintenu à ce niveau, mais avec de vives fluctuations (voir graphique 5.7).

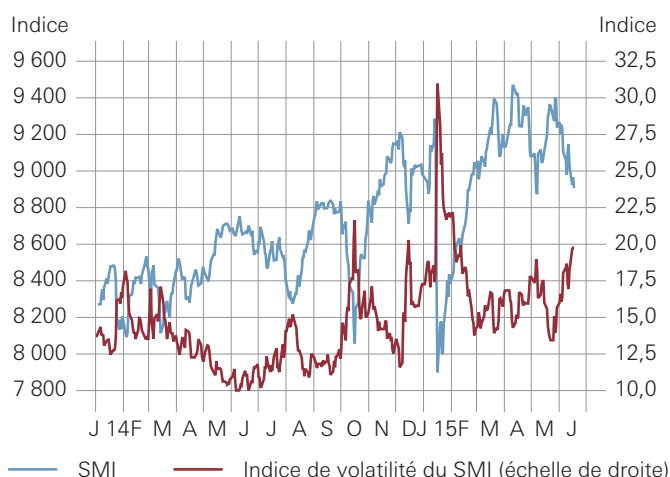
Calculée à partir des prix des options, la volatilité attendue pour le SMI a presque doublé après la suppression du cours plancher. Elle s'est ensuite rapidement normalisée au fur et à mesure du redressement des cours. L'indice de volatilité permet de mesurer l'incertitude du marché. En juin, il était légèrement supérieur à la moyenne observée pour l'année 2014.

Ecarts croissants dans l'évolution des sous-indices

La chute des cours de mi-janvier 2015 a touché à peu près avec la même ampleur tous les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI). Depuis, les valeurs des services financiers et de l'industrie ont évolué plus favorablement que celles de la santé et des biens de consommation. Le graphique 5.8 montre les fluctuations de ces quatre sous-indices, le niveau du 14 janvier 2015 ayant été fixé à 100.

Graphique 5.7

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

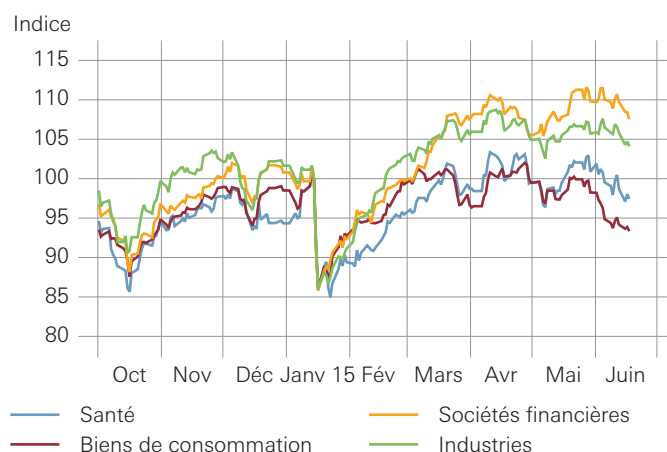


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

14 janvier 2015 = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

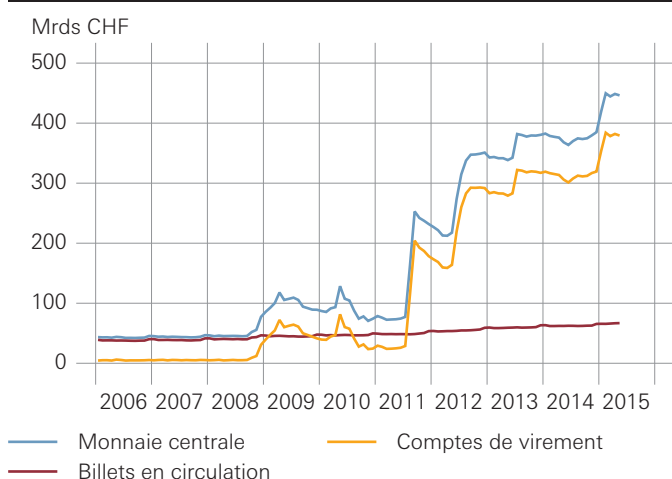
AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Niveaux pour l'essentiel inchangés des agrégats monétaires

La monnaie centrale est restée pour l'essentiel stable depuis février (voir graphique 5.9). Entre février et mai, les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS ont légèrement diminué, tandis que les billets en circulation ont quelque peu augmenté.

Graphique 5.9

MONNAIE CENTRALE



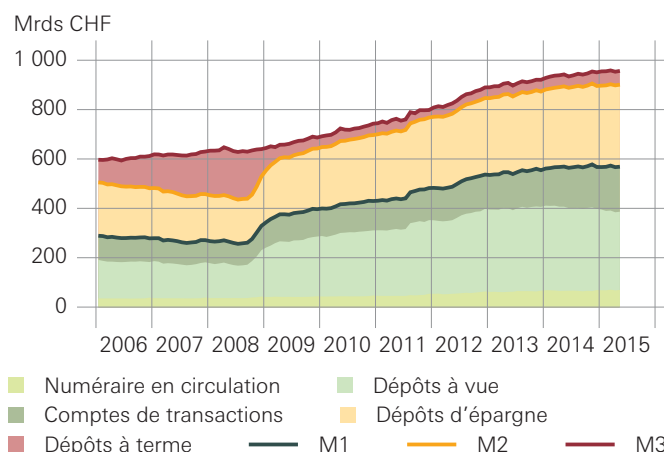
Source: BNS.

Les agrégats monétaires au sens large (monnaie détenue par les ménages et les entreprises non financières) ont eux aussi peu varié (voir graphique 5.10). En mai, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était inférieur de 0,1% à son niveau du mois correspondant de 2014. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 0,8% et 1,5% (voir tableau 5.1).

Graphique 5.10

AGRÉGATS MONÉTAIRES

Y compris PostFinance



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2015
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
M1 ¹	3,8	4,2	3,1	2,8	1,0	1,2	-0,1	-0,1
M2 ¹	3,5	3,7	3,1	2,9	1,6	1,6	0,8	0,8
M3 ¹	3,8	3,9	3,4	3,4	2,5	2,3	1,5	1,5
Crédits bancaires, total ^{2, 4}	4,1	4,5	4,4	3,5	2,5	2,2	1,7	
Créances hypothécaires ^{2, 4}	3,9	3,8	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	
Ménages ^{3, 4}	3,5	3,6	3,4	3,3	3,5	3,6	3,5	
Entreprises du secteur privé ^{3, 4}	4,8	4,5	4,5	4,4	3,9	3,7	3,9	
Autres crédits ^{2, 4}	5,3	7,7	8,0	2,6	-2,9	-4,5	-7,5	
gagés ^{2, 4}	4,3	4,3	8,8	8,0	4,2	2,9	-1,4	
non gagés ^{2, 4}	6,0	10,0	7,5	-1,0	-7,2	-9,1	-11,3	

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*.

Dépôts en francs détenus majoritairement par des résidents dans les banques en Suisse

Abstraction faite du numéraire en circulation, l'agrégat M3 est constitué des dépôts en francs que les résidents du secteur non bancaire (ménages et entreprises non financières) détiennent dans les banques en Suisse. Le graphique 5.11 donne une vue encore plus étendue des dépôts en francs. Il intègre également les dépôts en francs que les non-résidents du secteur non bancaire détiennent dans les banques en Suisse et ceux que les banques en Suisse et à l'étranger détiennent dans les banques en Suisse. Des données fournies par la BRI permettent de tenir compte aussi des dépôts en francs des banques et du secteur non bancaire dans les banques à l'étranger. Le graphique fournit ainsi un aperçu des dépôts en francs qui sont détenus, sur le plan mondial, dans les banques. Les autres formes de placements en francs, en particulier les placements en titres libellés en francs, n'entrent pas en ligne de compte ici. La période examinée couvre les années 2009 à 2014, soit une phase dans laquelle le franc s'est fortement apprécié sur le marché des changes.

Le graphique montre que, fin 2014, les dépôts entrant dans la composition de l'agrégat M3 (en bleu) formaient 72% de l'ensemble des dépôts en francs détenus sur le plan mondial dans les banques. Cette part n'était que de 51% début 2009. Les dépôts en francs que les banques détiennent dans les banques à l'étranger ont par contre fortement fléchi (en turquoise). Les dépôts en francs des non-résidents (banques et secteur non bancaire) dans les banques en Suisse (en vert clair et en orange) ont augmenté dans les années 2011 et 2012. Abstraction faite de petites différences dans les délimitations, cette évolution et les

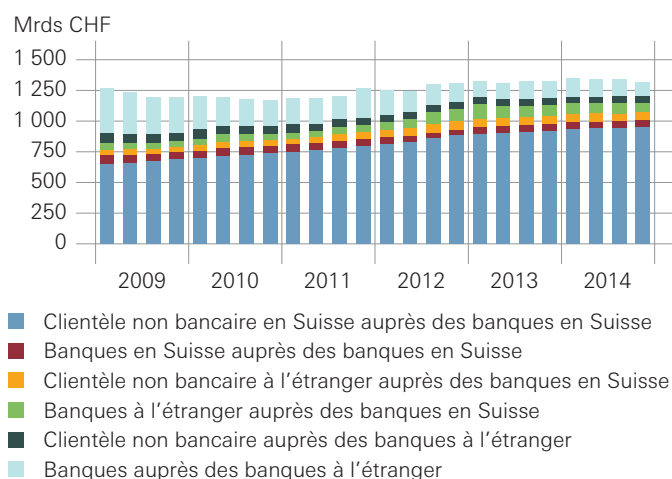
résultats de l'étude de Raphael A. Auer se recourent (voir «Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro», pages 40-53 de la présente publication). Les dépôts en francs des non-résidents ont ensuite diminué et constituaient, fin 2014, 11% de l'ensemble des dépôts en francs sur le plan mondial. Il ressort du graphique que les dépôts en francs détenus dans les banques en Suisse appartiennent, dans leur très grande majorité, à des résidents du secteur non bancaire. Depuis 2009, l'importance des autres dépôts en francs a reculé.

Croissance inchangée des prêts hypothécaires

Au premier trimestre 2015, les créances hypothécaires des banques, qui constituent les quatre cinquièmes environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 3,6% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le même taux annuel de croissance avait été observé au quatrième trimestre 2014. La ventilation selon les débiteurs montre que le taux annuel de croissance des prêts hypothécaires aux entreprises du secteur privé a diminué, alors que celui des prêts aux ménages a légèrement augmenté (voir tableau 5.1).

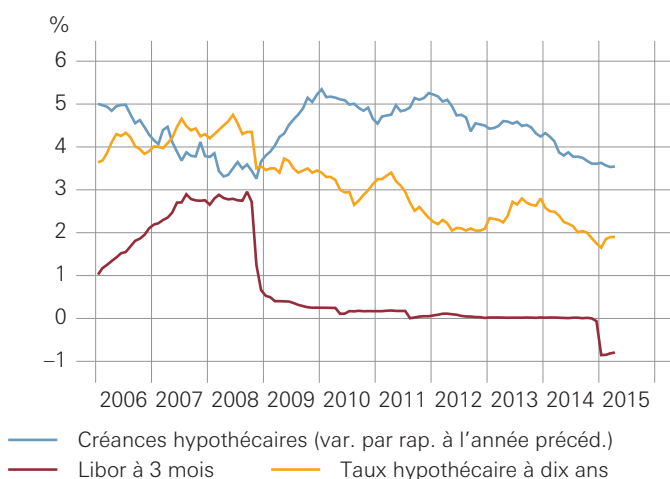
Graphique 5.11

VOLUME DES DÉPÔTS EN FRANCS



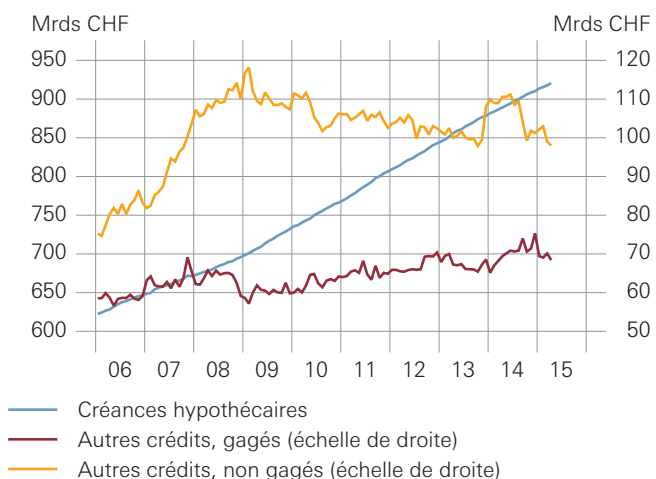
Sources: BNS et BRI.

Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS

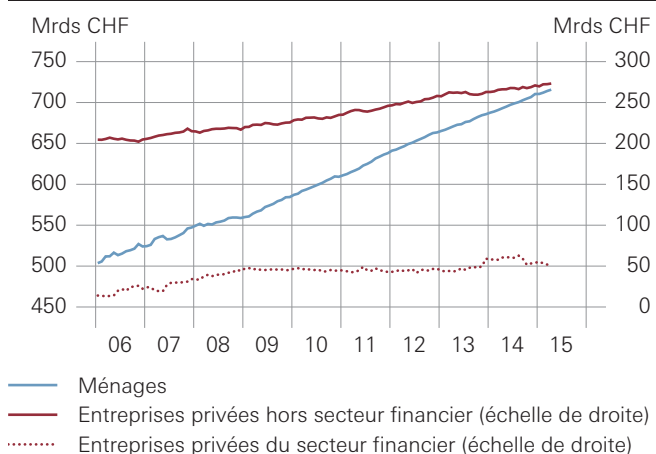
Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.13

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS

Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Source: BNS.

En dépit de leur récente hausse, les taux hypothécaires restent très bas en comparaison historique et stimulent ainsi la demande de ces prêts (voir graphique 5.12). Le ralentissement observé depuis 2012 dans la croissance des prêts hypothécaires est intervenu à la suite des diverses mesures qui ont été adoptées ces trois dernières années pour freiner la propension aux risques des banques et renforcer la capacité de résistance de celles-ci. Ainsi, les banques ont pris des mesures d'autorégulation qui durcissent les exigences minimales applicables à l'octroi de prêts hypothécaires. En outre, le Conseil fédéral a, sur demande de la BNS, activé en 2013 le volant anticyclique de fonds propres et l'a renforcé en 2014. Les banques sont ainsi tenues de couvrir par des fonds propres supplémentaires leurs prêts hypothécaires servant au financement d'objets d'habitation.

Repli des autres crédits

Les autres crédits, soit les prêts qui ne sont pas couverts par des hypothèques, ont diminué de 2,9% entre le premier trimestre 2014 et la même période de 2015. Au quatrième trimestre 2014, ils avaient encore enregistré une progression (voir tableau 5.1). Comparés aux prêts hypothécaires, les autres crédits suivent une évolution nettement plus volatile. Abstraction faite des fluctuations à court terme, leur volume est resté pour l'essentiel inchangé depuis début 2009. Dans cette période d'un peu plus de six ans, les autres crédits gagés ont marqué une légère croissance, et celle-ci a été compensée par un repli de la partie non gagée (voir graphique 5.13).

Croissance des crédits avec ventilation par secteurs

Ces dernières années, aussi bien les ménages que les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement avantageuses, ce qui s'est traduit par une progression continue des crédits bancaires (voir graphique 5.14). Fin avril 2015, les crédits aux ménages dépassaient de 22,8 milliards de francs ou de 3,3% le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux entreprises non financières ont augmenté dans le même laps de temps de 7,1 milliards de francs ou de 2,7%. Par contre, les crédits aux entreprises financières, qui portent sur un montant nettement moins élevé et sont volatils, ont fléchi de 10,9 milliards de francs ou de 18,1%.

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 2015

Deuxième trimestre 2015

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 entre mi-avril et début juin 2015 avec 225 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

Régions

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

Délégués

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

Au deuxième trimestre 2015, la suppression du cours plancher intervenue le 15 janvier 2015 était toujours au centre des entretiens menés avec les chefs d'entreprise. Selon les résultats de l'enquête (qui ne couvre pas le secteur public), l'économie a stagné, durant ce trimestre, en termes de chiffres d'affaires réels. Les chiffres d'affaires nominaux ont toutefois continué de reculer en raison de l'évolution des prix de vente. De nombreuses entreprises sont par conséquent confrontées à une situation très tendue pour ce qui est des marges, ce qui les incite à mettre en œuvre une multitude de mesures (voir l'enquête sur les cours de change, page 34).

Les perspectives de croissance des chiffres d'affaires réels pour les prochains mois se sont légèrement améliorées, après avoir subi une forte correction au trimestre précédent. Le contexte économique reste cependant marqué par de fortes incertitudes. Les effectifs et le volume des investissements devraient se maintenir à leur niveau actuel.

Stagnation persistante

Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires ont encore globalement stagné, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. En termes nominaux, ils sont toutefois dans de nombreux cas nettement inférieurs à ceux du premier trimestre 2015 en raison de baisses considérables des prix de vente.

En outre, il existe des différences notables d'une branche à l'autre: les chiffres d'affaires réels ont été plus faibles qu'au trimestre précédent dans l'industrie des machines et chez les fabricants d'appareils de précision, mais ont été légèrement plus élevés dans les entreprises de transformation du plastique et dans une partie de l'industrie chimique.

S'agissant des exportations, les Etats-Unis ainsi que les pays asiatiques et arabes continuent de compter parmi les débouchés affichant une forte dynamique. En Europe, la demande demeure globalement stable et présente des signes d'amélioration ponctuels. L'industrie automobile reste un moteur important. Certaines branches enregistrent un net ralentissement des activités commerciales avec la Russie.

Dans la construction, les chiffres d'affaires en données désaisonnalisées sont restés stables, voire ont quelque peu augmenté par rapport au trimestre précédent. La marche des affaires a été plutôt robuste dans le second œuvre. Dans la construction de logements, la dynamique semble s'être encore ralentie, du moins dans certaines régions.

Dans les services, les chiffres d'affaires réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Par rapport à cette période, marquée par une stagnation de l'activité, une timide amélioration a donc été observée dans l'ensemble. Ce secteur présente également une image très hétérogène: la restauration, le commerce automobile, le commerce de détail et le secteur des transports – lequel a en partie profité de volumes d'importations plus élevés – affichent des chiffres d'affaires supérieurs à ceux du premier trimestre. L'hôtellerie et les agences de placement de personnel ont quant à elles enregistré des chiffres d'affaires nettement inférieurs.

Bien qu'une légère amélioration se dessine dans le commerce de détail, le tourisme d'achat à l'étranger est encore souvent mentionné; les centres commerciaux proches des frontières, en particulier, ont évoqué des sites désertés les week-ends. Dans l'hôtellerie, la persistance d'une forte demande de voyages organisés de la part des pays asiatiques et de touristes du Proche-Orient contribue à amortir les effets négatifs du franc fort.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les capacités de production des entreprises interrogées sont légèrement sous-utilisées dans l'ensemble.

Dans l'industrie manufacturière, environ 30% des entreprises interrogées signalent une sous-utilisation des capacités. Ici aussi, la situation varie fortement d'une branche à l'autre: les fabricants d'équipements électriques et d'instruments de précision ainsi que les représentants de l'industrie alimentaire ont jugé les capacités nettement sous-utilisées. En revanche, l'industrie des machines et l'industrie des matières plastiques font état d'une utilisation des capacités supérieure à la normale grâce à des carnets de commande bien remplis et au surcroît d'efforts fournis au niveau de la vente.

Dans la construction, l'utilisation des capacités techniques a de nouveau été dans l'ensemble légèrement plus élevée qu'à l'accoutumée. Néanmoins, certaines entreprises ont observé des signes de ralentissement, qui sont notamment mis en relation avec les répercussions de l'initiative sur les résidences secondaires.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités de transport – est légèrement, voire nettement, sous-utilisée dans la plupart des branches. Le commerce automobile fait exception en enregistrant une utilisation des capacités quelque peu supérieure à la normale grâce aux commandes prises au premier trimestre et à une demande de prestations de services en hausse.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Besoins en personnel quasiment inchangés

La suppression du cours plancher a entraîné de nombreuses mesures en matière de ressources humaines: gel des embauches, allongement du temps de travail pour le même salaire, gel des salaires – parfois alors même qu'une augmentation de salaire avait déjà été décidée (voir les résultats de l'enquête spéciale ci-après). Certaines entreprises prévoient des suppressions de postes, mais la priorité est toujours donnée aux emplois temporaires.

Dans l'ensemble, les effectifs sont jugés appropriés. Ils sont trop élevés dans l'industrie manufacturière, notamment chez les fabricants d'équipements électriques, mais se sont avérés un peu trop bas dans la construction. Dans les services, leur niveau est un peu trop élevé dans l'hôtellerie et dans certains bureaux d'ingénieurs et d'architectes. Les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication, en revanche, sont plutôt à la recherche de personnel, comme aux trimestres précédents.

En ce qui concerne le manque de personnel qualifié, la situation s'est légèrement détendue dans les trois secteurs. De nombreuses entreprises continuent d'enregistrer un nombre élevé, voire très élevé, de candidatures spontanées, en particulier au Tessin et en Suisse romande.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Persistence de fortes pressions sur les marges

Comme au trimestre précédent, les marges ont été globalement soumises à de fortes pressions, et ce dans les trois secteurs. Une pression considérable s'est exercée sur les prix après la suppression du cours plancher. De nombreuses entreprises ont rapidement procédé à des baisses afin d'éviter de perdre des clients. Elles répercutent également la pression sur les prix sur les fournisseurs nationaux en vue de réduire les coûts.

Une part de 55% des entreprises interrogées juge les marges plus faibles que d'ordinaire – et même nettement plus faibles dans la moitié des cas –, tandis que 30% indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. Les interlocuteurs prennent de nombreuses mesures pour contrecarrer le durcissement de la concurrence (voir les résultats de l'enquête spéciale ci-après).

Lors de la présente enquête, les représentants de toutes les branches de l'industrie manufacturière ont fait état de marges bénéficiaires plus faibles, voire beaucoup plus faibles, qu'à l'accoutumée. Dans la construction, les entrepreneurs interrogés ont signalé des marges plus réduites que d'ordinaire.

Dans les services aussi, les entreprises ont estimé leurs marges globalement plus faibles que d'habitude. Le commerce, les transports, le secteur financier et les agences de placement de personnel ont été confrontés à des marges particulièrement restreintes. Dans les banques, l'effet de la réduction des marges a été atténué par un volume plus élevé d'opérations de change et de transactions sur titres.

PERSPECTIVES

Perspectives légèrement plus favorables

Compte tenu de la nouvelle situation sur le marché des changes, les incertitudes concernant l'évolution conjoncturelle restent élevées. Toutefois, une légère augmentation des chiffres d'affaires réels est globalement attendue pour les prochains mois, alors qu'une stagnation était encore escomptée au trimestre précédent.

Néanmoins, des disparités considérables subsistent entre les secteurs et les branches; les représentants de la construction se montrent ainsi plutôt pessimistes, tandis que ceux des services sont les plus optimistes. De nombreux interlocuteurs sont encore en train d'analyser la situation eu égard à la volatilité accrue des taux de change.

Les représentants de tous les secteurs attendent de nouveau un net fléchissement des prix d'achat et de vente. Dans la mesure du possible, ils comptent toutefois faire en sorte que la réduction des prix de vente soit moins forte que celle des prix d'achat afin de rétablir au moins une partie des marges.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs de l'industrie manufacturière tablent de nouveau sur une légère compression des effectifs, tandis qu'aucune modification n'est prévue en la matière dans les services et la construction. Les branches qui recensent les plus forts besoins en personnel sont la pharmacie, le commerce de gros et les télécommunications.

De nombreuses entreprises avaient décrété le gel immédiat des investissements après la suppression du cours plancher et ont ensuite reconsidéré la question en profondeur. Les plans d'investissement sont toujours prudents dans l'ensemble, même si cette tendance est légèrement moins marquée qu'au trimestre précédent. Les investissements prévus en Suisse sont effectués principalement en vue d'accroître l'efficacité ou de remplacer ce qui doit l'être.

Pour ce qui est de l'inflation (mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation), les anticipations sont toujours dans la zone négative; les entrepreneurs tablent sur un taux d'inflation de $-0,6\%$ pour le court terme (six à douze mois), alors qu'ils attendaient un taux d'environ $-1,3\%$ lors de la dernière enquête. Pour le long terme, c'est-à-dire les trois à cinq prochaines années, le taux d'inflation escompté est resté inchangé à $0,5\%$.

La situation tendue au niveau des marges et la question connexe de l'évolution future des taux de change restent le principal sujet de préoccupation des interlocuteurs. Certains d'entre eux ont exprimé la crainte de voir d'autres conséquences du franc fort sur l'économie nationale se manifester seulement dans les prochains mois. Cette appréhension est notamment due à des carnets de commande un peu moins remplis qu'au trimestre précédent. L'endettement de la Grèce et, dans quelques cas isolés, les risques géopolitiques actuels sont également source d'inquiétude. En ce qui concerne la Suisse, l'altération des conditions générales susceptible de résulter de la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse ainsi que la densité réglementaire croissante suscitent des critiques.

Enquête sur les cours de change: impact de l'appréciation du franc et mesures prises par les entreprises

Réseau économique régional de la BNS

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de juin 2015

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au deuxième trimestre, qui a été menée de mi-avril à début juin 2015, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont également interrogé les entreprises de manière systématique sur le thème des cours de change afin de quantifier l'impact de l'appréciation du franc. Au total, 225 entreprises ont pris part à cette enquête. 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).

La suppression du cours plancher le 15 janvier 2015 constitue un défi majeur pour de nombreuses entreprises. La nouvelle situation sur le marché des changes a accentué l'incertitude entourant la marche des affaires à l'avenir et entraîné la mise en place d'un certain nombre de mesures.

RÉSULTAT GLOBAL DE L'ENQUÊTE

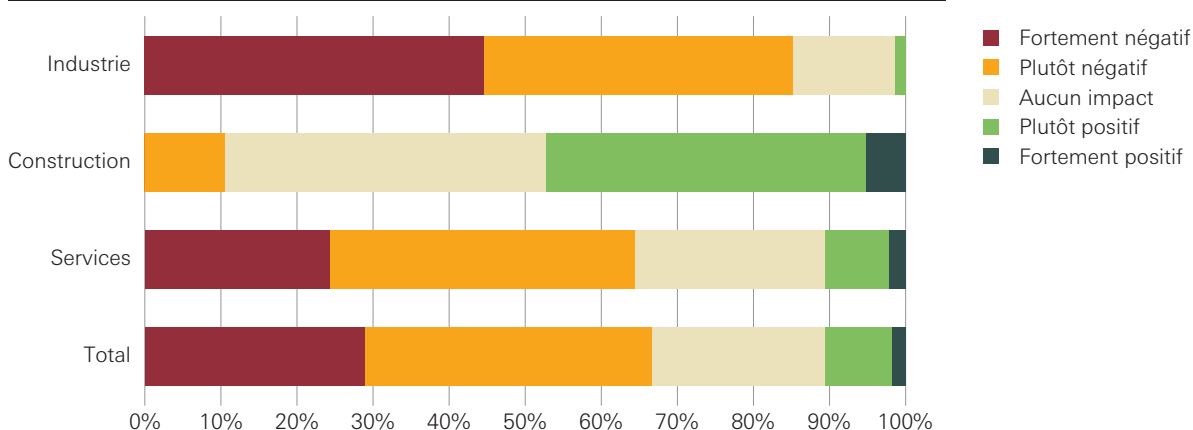
Comme le montre le graphique 1, deux tiers des entreprises interrogées indiquent que l'impact de l'appréciation du franc a été négatif (fortement négatif pour 29% d'entre elles et plutôt négatif pour 37%). Par ailleurs, 23% des entreprises n'ont pas constaté d'impact important de l'appréciation du franc sur la marche de leurs affaires. Pour les 11% restants, l'appréciation du franc a eu des retombées positives sur la marche des affaires. Toutefois, l'appréciation du franc influe de manière très contrastée sur les différents secteurs économiques.

Les entreprises sur lesquelles l'appréciation du franc a un impact négatif sont le plus souvent issues de l'industrie manufacturière (85%) tandis que leur part est de 65% dans les services. Dans la construction, 10% seulement des entreprises interrogées font état d'un impact négatif, tandis que près de 50% profitent des possibilités d'achats à moindre prix offertes par le franc fort. Il convient de préciser que dans cette enquête, les entreprises industrielles connexes à la construction sont considérées comme faisant partie de l'industrie manufacturière.

Graphique 1

IMPACT DE L'APPRÉCIATION DU FRANC

225 entreprises



Source: BNS.

**CONSÉQUENCES NÉGATIVES:
DANS QUELS SECTEURS ET À QUEL DEGRÉ?**

Au total, 150 entreprises ont signalé un impact modérément ou fortement négatif de l'appréciation du franc. Le graphique 2 indique sur quels marchés et sous quelle forme cet impact négatif se manifeste. Sur les marchés d'exportation comme sur le marché intérieur, l'impact négatif se traduit en premier lieu par une baisse des marges due à des prix de vente plus faibles (en francs suisses ou en équivalents francs suisses). Environ 60% des entreprises affectées invoquent cette raison pour le marché intérieur, contre approximativement 45% pour les marchés d'exportation.

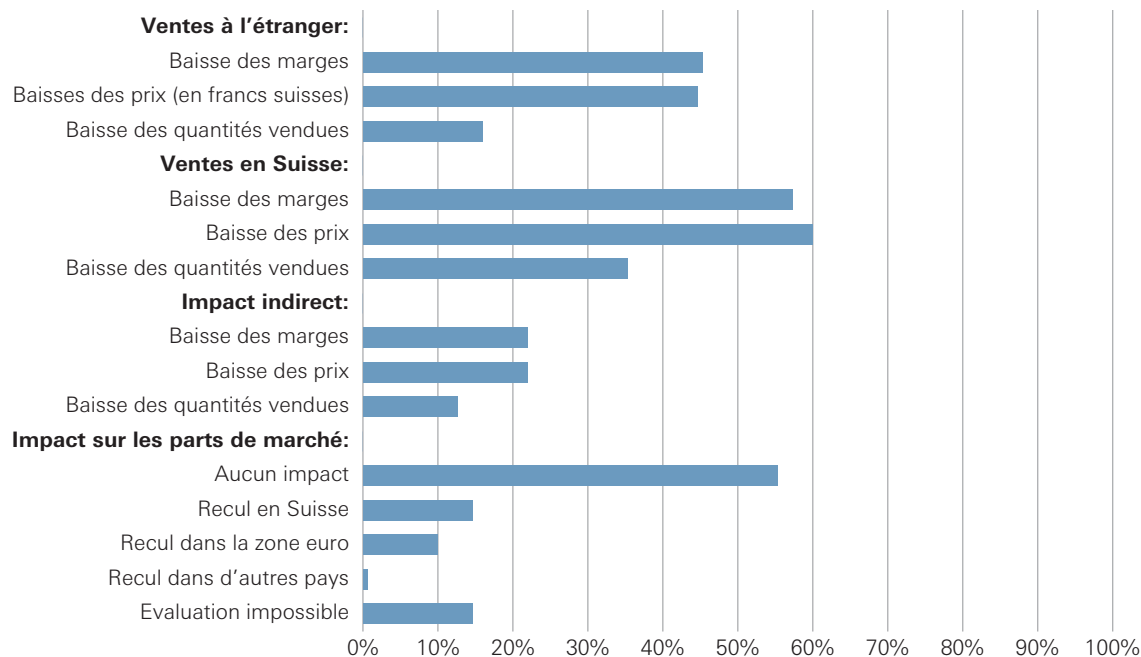
La deuxième raison avancée est la baisse des quantités vendues. Par ailleurs, 10 à 15% des entreprises affectées ont perdu des parts de marché, en Suisse ou à l'étranger, en raison de la situation concurrentielle défavorable.

Outre les conséquences directes sur les exportations, les entreprises ont également signalé un impact indirect (voir le tiers inférieur du graphique 2). Sont concernés les fournisseurs d'entreprises à vocation exportatrice et les sociétés soumises à la pression de la concurrence en raison d'importations moins chères.

Graphique 2

ENTREPRISES IMPACTÉES NÉGATIVEMENT: EFFETS DE L'APPRÉCIATION DU FRANC

150 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

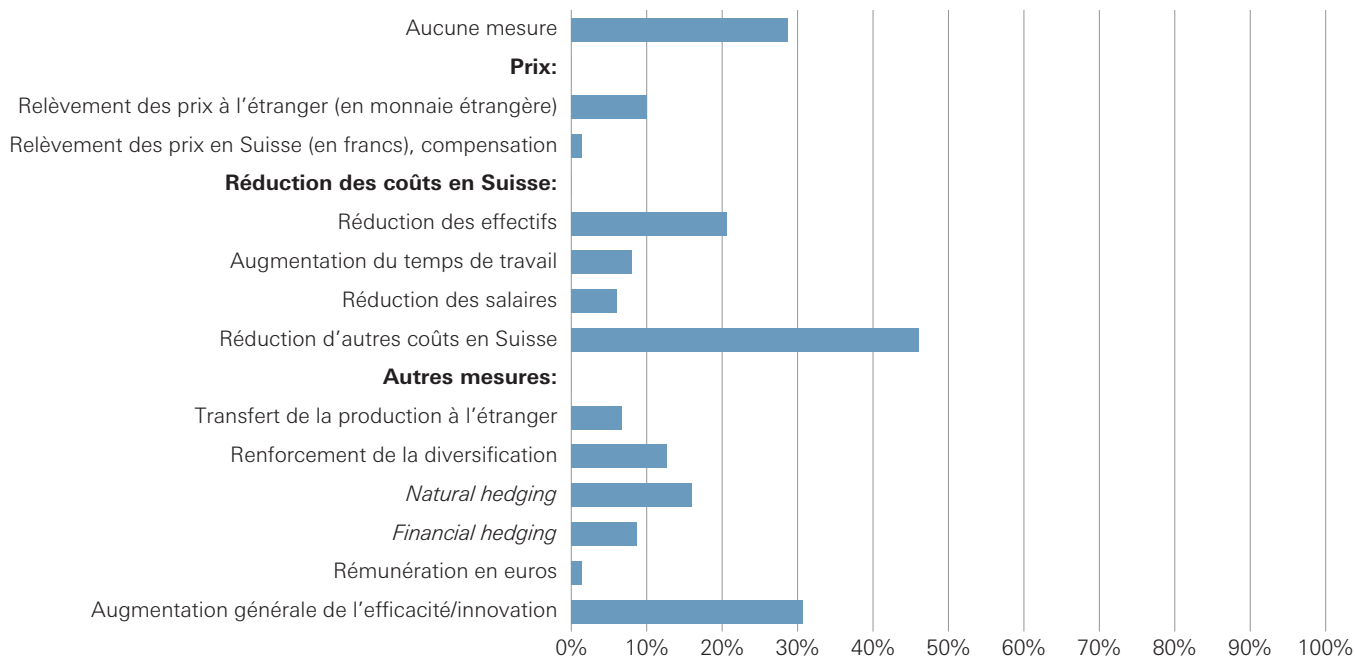
IMPACT NÉGATIF: QUELLES SONT LES MESURES PRISES PAR LES ENTREPRISES?

Les entreprises ont également été interrogées sur les mesures déjà mises en œuvre pour contrer les effets de l'appréciation du franc. Le graphique 3 met en lumière l'éventail des mesures déjà prises par environ 70% des entreprises affectées par le franc fort. Les mesures le plus souvent évoquées sont celles qui visent à réduire les coûts de production (50% des entreprises) ou à améliorer l'efficacité – par exemple en intensifiant les achats dans la zone euro (30%). Pour réduire les coûts de main-d'œuvre, les entreprises recourent principalement à des compressions d'effectifs (20%) ou à une augmentation du temps de travail pour le même salaire (8%). D'autres stratégies consistent à renforcer les stratégies de couverture (*hedging*) ou à diversifier davantage la gamme de produits, les débouchés et les monnaies utilisées. En outre, 7% des entreprises affectées par l'appréciation du franc ont transféré une partie de leur production à l'étranger.

Graphique 3

ENTREPRISES IMPACTÉES NÉGATIVEMENT: MESURES PRISES FACE À L'APPRÉCIATION DU FRANC

150 entreprises, plusieurs réponses possibles



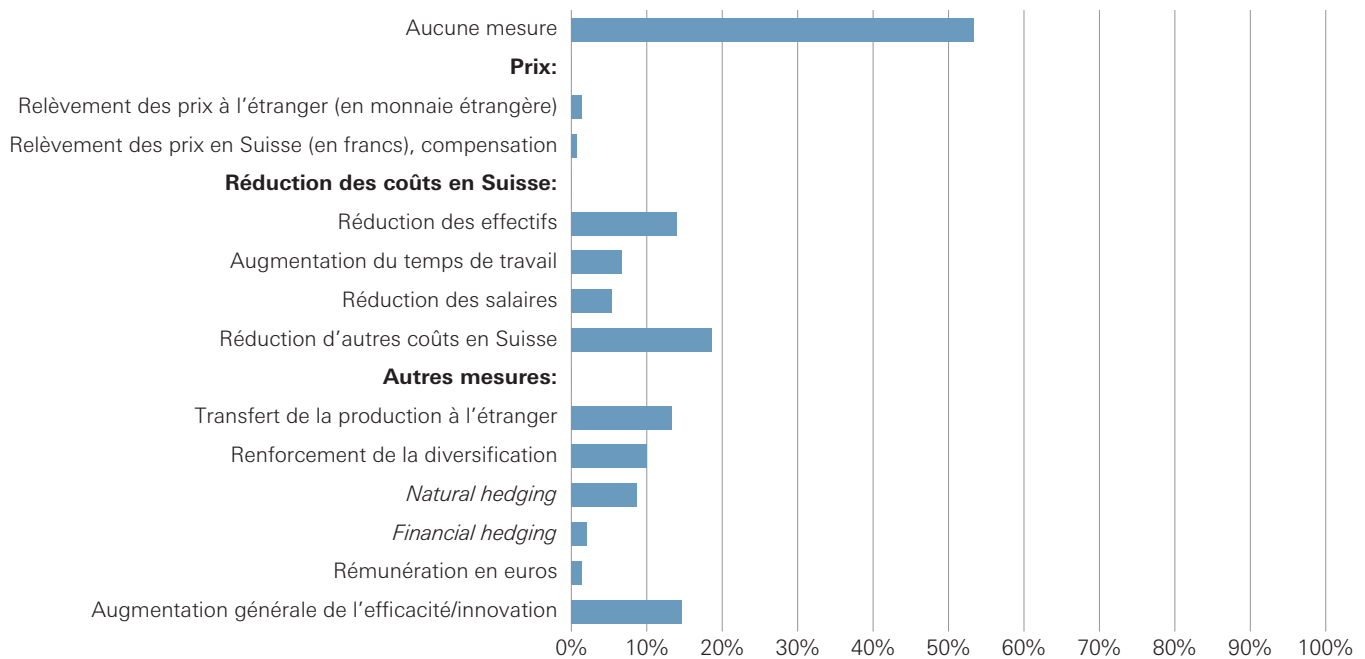
Source: BNS.

Le graphique 4 montre les mesures que les entreprises affectées sont encore en train d'évaluer. Il s'avère que l'ordre de priorité des mesures potentielles envisagées par ces entreprises est similaire à celui des mesures déjà prises: les réductions de coûts, l'augmentation de l'efficacité et l'innovation sont les principales options; les compressions d'effectifs et le transfert d'une partie de la production à l'étranger sont également à l'étude. La proportion des entreprises qui examinent actuellement la prise de telles mesures est toutefois généralement moins forte que pour celles qui ont déjà mis leurs plans à exécution.

Graphique 4

ENTREPRISES IMPACTÉES NÉGATIVEMENT: MESURES ENVISAGÉES FACE À L'APPRÉCIATION DU FRANC

150 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

CONSÉQUENCES POSITIVES: DANS QUELS SECTEURS ET À QUEL DEGRÉ?

Parmi les entreprises interrogées, 24 (soit 11%) ont bénéficié d'un impact plutôt positif, voire fortement positif, découlant de l'appréciation du franc. Comme le montre le graphique 5, ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production (dans 83% des cas) et/ou une amélioration des marges bénéficiaires (dans 53% des cas). En outre, 38% des entreprises concernées ont mentionné des conditions plus avantageuses pour les investissements ainsi que pour la recherche et le développement.

L'amélioration de ces conditions devrait avant tout entraîner une baisse des prix de vente en Suisse. Près d'un quart des entreprises indiquent réagir de cette façon aux conséquences positives de l'appréciation du franc. Dans une mesure nettement moindre, les conditions plus

favorables donnent également lieu à un accroissement des investissements en biens d'équipement et dans la recherche et le développement, ou à une augmentation des salaires et des bénéfices distribués.

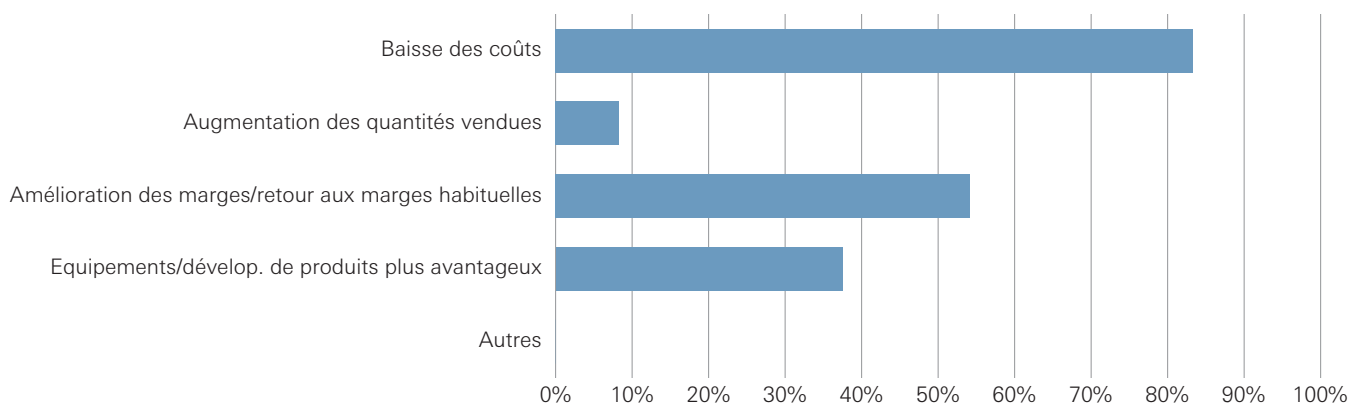
PAS D'IMPACT: QUELLES EN SONT LES RAISONS?

Quant aux entreprises n'ayant pas constaté d'impact important de l'appréciation du franc sur la marche de leurs affaires (23%), il s'agit surtout d'entreprises qui ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change. Il est également possible que les effets de ces variations se neutralisent lorsque les facteurs positifs et négatifs se compensent ou si les entreprises concernées ont conclu des opérations de couverture avant la suppression du cours plancher (voir graphique 6).

Graphique 5

ENTREPRISES IMPACTÉES POSITIVEMENT: EFFETS DE L'APPRÉCIATION DU FRANC

24 entreprises, plusieurs réponses possibles

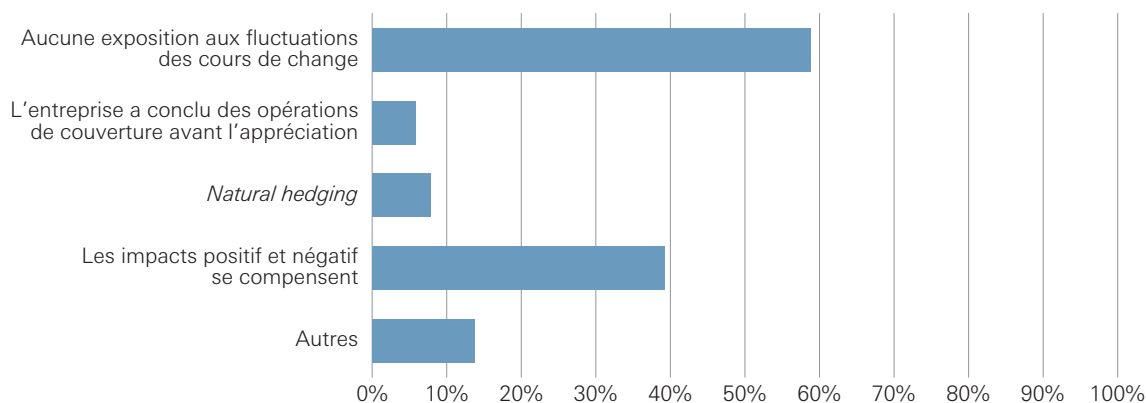


Source: BNS.

Graphique 6

ENTREPRISES NON IMPACTÉES: RAISONS

51 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro

Auteur: Raphael A. Auer ¹

Quelle a été l'étendue de la demande internationale de francs suisses lorsque la crise de la dette battait son plein dans la zone euro? Par quels canaux cette demande s'est-elle concrétisée et quels risques financiers cet afflux de fonds a-t-il induits? La demande de francs peut être attribuée aussi bien aux résidents qu'aux non-résidents. Le présent article se concentre cependant sur la demande émanant des non-résidents. Il montre qu'entre août 2011 et février 2013, des intervenants étrangers ont accumulé 132 milliards de francs sur des comptes bancaires suisses et accru leur exposition de 42 milliards de francs supplémentaires en acquérant des obligations et des actions d'entreprises suisses libellées en francs. La plupart de ces positions ont été constituées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères établies en Suisse. En particulier, 78 milliards de francs ont été accumulés via les succursales helvétiques de banques internationales domiciliées à l'étranger, ce qui a eu pour effet de multiplier quasiment par cinq le bilan de ces succursales. En dépit des importants montants en jeu, la stabilité financière de ces succursales ne serait pas menacée si ces flux vers le franc comme valeur refuge venaient un jour à s'inverser. En effet, ces capitaux sont presque exclusivement déposés sur des comptes de virement à la Banque nationale suisse (BNS) et peuvent donc être retirés à court terme sans déclencher de turbulences sur les marchés financiers.

¹ Le présent article est basé sur des études de Lukas Altermatt, Romain Baeriswyl, Marco Huwiler et Pinar Yesin. Je leur adresse mes remerciements, de même qu'à Adrien Alvero pour son excellente assistance de recherche tout au long de l'élaboration de cet article. Les vues présentées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement les opinions de la Banque nationale suisse.

1 Introduction

La stabilité politique, l'équilibre des politiques budgétaire et monétaire et la pérennité de l'environnement macroéconomique de la Suisse font du franc la monnaie refuge par excellence, sur laquelle se replient les investisseurs suisses et vers laquelle se tournent les investisseurs internationaux en temps de crise.

Cet engouement pour le franc représente un défi pour l'économie suisse, car sa monnaie a tendance à se renforcer à l'approche de chaque crise mondiale. Ce cas de figure s'est présenté de façon particulièrement marquée ces dernières années. Alors que le franc s'est fortement apprécié pendant la crise financière mondiale de 2008-2009 et que la solvabilité de certains pays européens suscitait l'inquiétude, la monnaie helvétique s'est littéralement envolée fin 2010 et au cours des trois premiers trimestres de 2011, sur fond d'aggravation de la crise de la dette dans la zone euro.

La surévaluation consécutive du franc et les pressions déflationnistes qui y étaient liées ont conduit la BNS – face à des taux d'intérêt proches de zéro et en l'absence de toute autre option – à imposer, le 6 septembre 2011, un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, qui a été maintenu jusqu'au 15 janvier 2015.

Pendant la période d'application du cours plancher, la BNS a dû intervenir à chaque fois que le franc menaçait de s'apprécier par rapport à l'euro en raison de la demande dont il faisait l'objet. Fin 2011 et courant 2012, elle est intervenue sur les marchés des changes à raison respectivement de 17,8 milliards et de 188 milliards de francs².

Dans quelle mesure la volonté des investisseurs internationaux de trouver une valeur refuge a-t-elle influencé les interventions de la BNS après l'introduction du cours plancher, via quels canaux cette demande pour une valeur refuge s'est-elle concrétisée, et quels risques financiers cet afflux rapide de fonds a-t-il créés?

2 Voir Banque nationale suisse (2012 et 2013b). En l'absence de cours plancher, un afflux net de capitaux de non-résidents vers la Suisse n'est nullement une condition nécessaire à une appréciation de la valeur refuge qu'est le franc. Etant donné que le cours de change peut fluctuer même si les investissements de portefeuille ne varient que faiblement, le statut de valeur refuge d'une monnaie dans le régime des changes flottants se traduit certes par une appréciation, mais seulement par de faibles afflux nets de capitaux. Cependant, à partir du moment où la banque centrale introduit un cours minimum contraignant, la quantité induit des effets de valeur refuge supplémentaires, lesquels entraînent des afflux de capitaux vers la monnaie concernée. Reynard (2008), Rinaldo et Söderlind (2010), et Grisse et Nitschka (2013) quantifient les facteurs de valeur refuge qui font varier le cours de change du franc suisse.

Pour répondre à ces trois questions, le présent article quantifie la fuite des capitaux internationaux vers le franc au cours de la période qui a suivi l'introduction du cours plancher jusqu'à l'apogée de la crise de la dette en Europe.

Dans l'ensemble, il ressort de l'analyse qu'entre août 2011 et février 2013, des intervenants ne résidant pas en Suisse (ci-après «non-résidents») ont accru leurs positions nettes en francs de 132 milliards de francs par l'intermédiaire de banques commerciales. Cette hausse a été la plus marquée aux alentours des élections de mi-2012 en Grèce, les positions en francs des non-résidents ayant progressé de quelque 69 milliards de francs au cours des trois mois qui ont suivi avril 2012.

Outre les transactions passées avec des banques, les non-résidents peuvent aussi acquérir une position en francs en achetant des actions et des obligations suisses ou d'autres actifs en Suisse. Les informations recueillies par la BNS sur les propriétaires de ces actifs révèlent que pendant la période considérée, les non-résidents ont accru leurs positions en francs de 42 milliards de francs supplémentaires par l'intermédiaire de fiduciaires, augmentant ainsi leur détention d'obligations libellées en francs et de titres de participation dans des sociétés helvétiques.

Cet article arrive donc à une première conclusion: pendant la courte période comprise entre août 2011 et février 2013, les investisseurs internationaux ont été des contreparties de poids des interventions de la BNS.

Cette importance des non-résidents pendant la période considérée contraste fortement avec la situation qui a prévalu entre fin 2007 et fin 2011 en termes de flux de capitaux. A l'époque, tant les entrées que les sorties de capitaux privés étaient fortement axés sur le marché intérieur (voir Yesin (2015)). Le rapatriement d'actifs étrangers par des résidents suisses associé à cette tendance s'est alors traduit par un afflux net de capitaux vers la Suisse.

Deuxième conclusion de cet article: les banques en mains étrangères ont joué un rôle essentiel dans la constitution des positions en francs des non-résidents. La plupart de ces positions ont été accumulées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères établies en Suisse.

En particulier, des positions de non-résidents d'une valeur de 78 milliards de francs ont été accumulées via les succursales helvétiques de banques domiciliées à l'étranger et actives dans le monde entier. Il s'agit d'un montant considérable étant donné que début 2010, la somme des bilans de ces succursales se chiffrait à peine à 21 milliards de francs et atteignait 103 milliards fin février 2013. Ainsi, suite aux déplacements de capitaux vers la valeur stable

qu'est le franc suisse, les bilans de ces succursales ont presque quintuplé³.

Troisième conclusion: en dépit des importants montants en jeu, la stabilité du système bancaire helvétique ne serait pas menacée si ces flux liés à la recherche d'une valeur refuge venaient un jour à s'inverser brusquement.

En matière de stabilité financière, il faut surtout retenir que le volume des positions acquises via les succursales de banques étrangères n'est pas une cause directe d'inquiétude car les fonds concernés n'ont pas été utilisés pour étendre les activités de crédit de ces succursales en Suisse – ce qui aurait modifié les échéances ou donné lieu à de nouvelles positions. Au contraire, les fonds ont pour la plupart été placés sur des comptes de virement à la BNS. Ces fonds étant accessibles à court terme, les liens financiers peuvent être dénoués rapidement, et une inversion de ces flux de capitaux ne représenterait pas une menace substantielle pour la stabilité financière. L'impact direct d'un tel phénomène inverse serait donc vraisemblablement faible⁴.

Cet article est structuré comme suit: la section 2 présente les canaux par lesquels les investisseurs internationaux peuvent acquérir une position en francs suisses et examine la manière dont ces positions se reflètent dans les statistiques suisses ou internationales. La section 3 quantifie l'importance des canaux potentiels, tandis que la section 4 met en regard les montants totaux et l'évolution des réserves de devises de la BNS. La section 5 est consacrée aux conclusions.

3 Des banques domiciliées à l'étranger exercent des activités en Suisse, et des entreprises suisses effectuent des transactions bancaires avec des banques domiciliées en dehors de la Suisse. Etant donné que, pendant la crise de la dette en Europe, les sociétés suisses ont eu tendance à accumuler des positions en francs sur leurs comptes bancaires à l'étranger, ce canal a réduit les positions nettes totales en francs et en Suisse des non-résidents.

4 Cependant, la normalisation possible des taux d'intérêt liée à une inversion des flux pourrait avoir des effets indirects sur la stabilité financière.

2 Comment retracer les positions en francs des non-résidents dans les données statistiques?

Même si les preuves empiriques de la fuite de capitaux vers le franc sont nombreuses (voir notamment Bollen (2011) ou Mattich (2011)), il est difficile de quantifier les montants concernés et de connaître les canaux par lesquels transitent les flux de capitaux, car les investisseurs étrangers n'informent pas les autorités publiques de leurs positions totales en francs ni de la façon dont ils les ont acquises.

La présente section s'intéresse donc à la manière dont les données statistiques suisses incluant des informations sur les positions en francs des non-résidents peuvent être combinées pour quantifier la position totale.

2.1. DÉFINITION DES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS, DE LA NOTION DE RÉSIDENCE PAR RAPPORT À CELLE DE PROPRIÉTÉ, ET DE LA PÉRIODE CONSIDÉRÉE

Cet article quantifie l'augmentation de la position en francs des investisseurs internationaux – c'est-à-dire résidant en dehors de la Suisse – pendant la crise de la dette en Europe. Les notions de «résident» et «étranger» reposent sur le principe de résidence économique tel que défini dans le Système de comptabilité nationale (voir Nations Unies (2008)): un citoyen suisse résidant à Londres est considéré dans l'analyse comme étant un non-résident, tandis qu'un citoyen britannique vivant à Zurich fait partie des résidents suisses⁵.

Cet article analyse les données mensuelles sur la période allant de début août 2011 à fin février 2013. L'analyse inclut donc un mois complet avant l'introduction du cours plancher, le 6 septembre 2011.

Cette date initiale a été choisie car la BNS avait déjà mis en place d'autres mesures en vue d'absorber la hausse de la demande de francs avant même que ne soit introduit

5 Dans le cadre de la définition des positions en francs des non-résidents, tout achat de francs par un non-résident correspond à un afflux de fonds de l'étranger, soit à un flux de capital international. Par l'emploi de cette définition, le présent article est comparable aux données sur les flux de capitaux internationaux. Il cadre également avec la définition des positions entre pays utilisée dans les statistiques bancaires territoriales de la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

le cours plancher⁶. C'est seulement lorsqu'il s'est avéré que ces mesures ne suffisaient pas pour contrer la pression à la hausse exercée sur le franc, que la Direction générale de la BNS a décidé, le 6 septembre, d'introduire le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro.

La période analysée dans cet article se termine fin février 2013, moment auquel les inquiétudes quant à la stabilité de la zone euro et, en conséquence, la demande internationale de francs s'étaient largement stabilisées. Après le discours de Mario Draghi du 26 juillet 2012 (voir Draghi (2012)) affirmant que la Banque centrale européenne était «prête à tout pour préserver l'euro», les rendements des obligations d'Etat dans les économies affaiblies de la zone euro ont fortement diminué. Ce repli n'a pas été abrupt mais s'est produit de manière progressive. En effet, les rendements ont poursuivi leur chute jusqu'au début du mois de janvier 2013 en Grèce, au Portugal et en Espagne, et jusqu'en février 2013 en Irlande et en Italie. La crainte d'un effondrement de la zone euro pendant cette période où les rendements des obligations d'Etat diminuaient – en restant certes à un niveau toujours élevé – pourrait être un des facteurs expliquant les flux de capitaux internationaux vers la valeur refuge qu'est le franc. L'analyse effectuée dans cet article s'achève donc en février 2013⁷.

2.2. COMMENT IDENTIFIER LES CANAUX POTENTIELS DANS LES DONNÉES OFFICIELLES

Il est difficile d'identifier les positions en francs des non-résidents car les autorités étrangères ne publient aucune information correspondante. De plus, si les données relatives aux flux de capitaux internationaux sont disponibles, la monnaie dans laquelle ces flux sont effectués n'est pour sa part pas renseignée.

Pour remédier à ce problème, l'analyse déduit les positions détenues par des non-résidents à partir des statistiques collectées par leurs contreparties suisses. Par exemple, si un client résidant en Espagne ouvre un compte en francs dans une banque en Suisse, celle-ci portera le solde de ce compte dans son bilan sous forme d'engagement libellé en francs envers une contrepartie non résidente. Les positions

6 Le 3 août 2011, la BNS a voulu ramener le taux d'intérêt de référence «à un niveau aussi proche que possible de zéro» (voir Banque nationale suisse (2011a)) et a fait passer les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS de 30 milliards à 80 milliards de francs. Le 10 août, la BNS a de nouveau relevé les avoirs en comptes de virement pour les porter à 120 milliards de francs et a annoncé son intention de conclure des swaps de change pour accélérer la création de liquidités en francs (voir Banque nationale suisse (2011b)). Le 17 août, la BNS a procédé à une nouvelle augmentation des avoirs en comptes de virement détenus par les banques, les portant cette fois à 200 milliards de francs, et souligné qu'elle continuerait à conclure des swaps de change (voir Banque nationale suisse (2011c)). Etant donné que les swaps de change ont eu un effet considérable sur le bilan non seulement de la BNS mais aussi de ses contreparties, l'analyse effectuée dans cet article débute le 1^{er} août 2011.

7 Les événements qui se sont ensuite produits fin 2014 et début 2015 ont prouvé que le franc était toujours perçu comme une valeur refuge. Etant donné que la nature de la crise de la dette dans la zone euro a évolué depuis début 2013 et que les inquiétudes géopolitiques peuvent elles aussi avoir eu un impact sur la demande internationale de francs entre fin 2014 et début 2015, cette période devra faire l'objet d'une analyse future distincte.

en francs des investisseurs étrangers peuvent ainsi être déduites du bilan des banques helvétiques⁸.

Comment les non-résidents peuvent-ils accroître leurs positions en francs vis-à-vis de contreparties en Suisse? Le graphique 1 montre que si des non-résidents souhaitent augmenter leurs avoirs bancaires en francs, soit ils s'adressent directement à une banque en Suisse, soit ils passent par une banque établie à l'étranger. Si cette dernière ne possède pas de compte de virement à la BNS, elle transmet la position en francs à une autre banque qui détient un tel compte. Par ce processus, pratiquement toutes les positions en francs de non-résidents soit aboutissent sur un compte de virement détenu à la BNS par une banque domiciliée à l'étranger, soit constituent des engagements en francs d'une banque en Suisse envers une contrepartie à l'étranger.

Vu que les non-résidents réalisent la plupart du temps ce genre de transactions par l'intermédiaire des banques, l'augmentation des positions en francs des non-résidents se traduit par une hausse des engagements en francs envers des contreparties étrangères, soit dans les statistiques bancaires suisses, soit dans le bilan de la BNS. S'appuyant sur Altermatt et Baeriswyl (2015), les sections 3.1 et 3.2 de cet article se penchent sur les statistiques bancaires suisses et sur le bilan de la BNS en vue de quantifier les positions en francs des non-résidents.

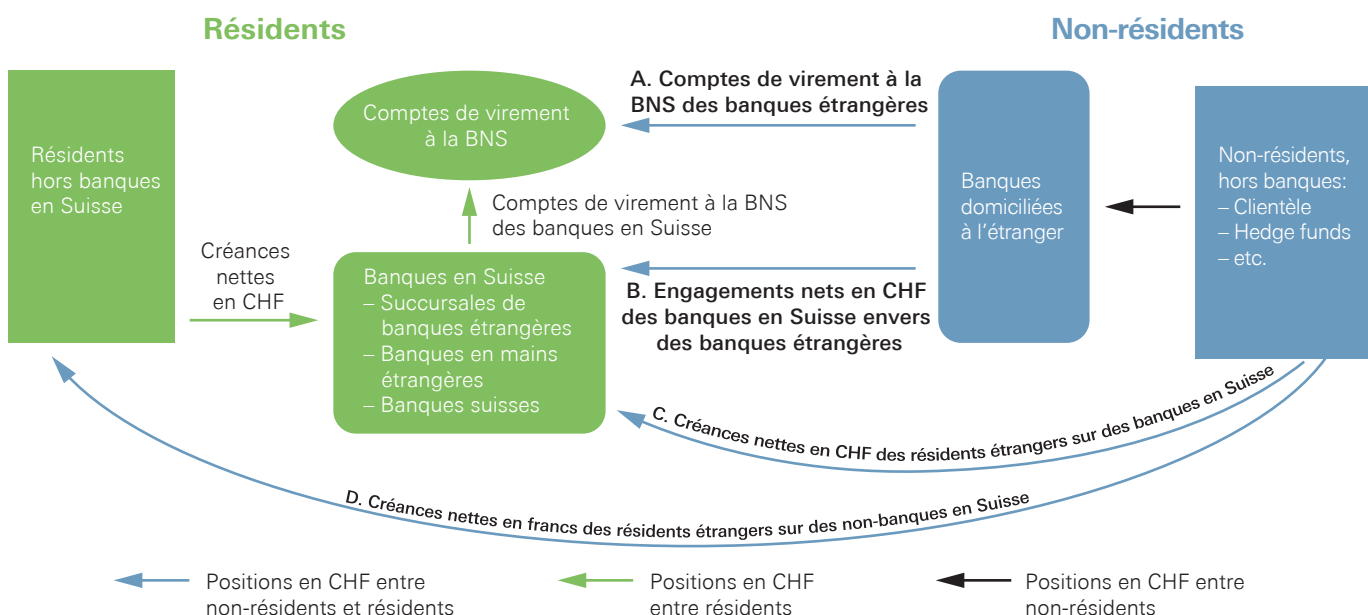
Les données des statistiques bancaires et des statistiques relatives au bilan de la BNS ne couvrent pas tous les cas de figure (voir graphique 1, canal D). Outre le fait que seules les positions portées au bilan sont communiquées – ce qui exclut les positions en produits dérivés – les données sont aussi fortement limitées par le fait que la Suisse abrite de nombreuses multinationales qui effectuent des transactions bancaires avec des banques non résidentes (banques domiciliées en dehors de la Suisse). De telles transactions ne sont pas enregistrées dans les statistiques bancaires suisses car seules des banques étrangères prennent part à la transaction. Elles figurent néanmoins dans les statistiques du pays de domicile de ces banques. Ces données sont collectées dans le cadre des statistiques bancaires internationales de la BRI, lesquelles précisent également si les fonds concernés sont libellés en francs. Elles sont analysées dans la section 3.2.2.

Les données relatives aux positions en francs constituées vis-à-vis de la clientèle non bancaire en Suisse ne font pas non plus partie des statistiques bancaires (voir graphique 1, canal D). Ainsi, si un client non-résident ouvre un compte en francs auprès d'une fiduciaire suisse, cette transaction n'apparaît pas dans les statistiques bancaires (il existe toutefois des statistiques distinctes consacrées à ces transactions). De plus, si des non-résidents acquièrent des titres libellés en francs (tels que des emprunts de la Confédération ou des obligations d'entreprises), l'augmentation des positions en francs des non-résidents n'apparaît pas non plus dans les statistiques bancaires. La section 3.3 quantifie l'importance de ces canaux supplémentaires.

8 Cette méthodologie est évidente pour tout observateur au fait de la comptabilité en partie double. Tout solde se situant à l'actif du bilan d'une contrepartie est en même temps un engagement envers l'autre contrepartie, et le montant de ce solde peut être déduit de l'un ou l'autre bilan.

Graphique 1

DIFFÉRENTES MÉTHODES POUR LES NON-RÉSIDENTS D'AUGMENTER LEURS POSITIONS EN CHF



Sources: BNS

3

Retracer le demande de francs des non-résidents

Cette section quantifie, sur la base de diverses sources statistiques, les positions en francs constituées par les non-résidents par différents canaux. Les positions découlant des transactions menées par l'intermédiaire de banques domiciliées en Suisse sont incluses dans les statistiques bancaires suisses, tandis que celles qui proviennent de transactions passant par des banques domiciliées à l'étranger figurent dans les statistiques bancaires internationales de la BRI et au bilan de la BNS. Enfin, des informations sur les positions dans lesquelles les banques ne sont pas impliquées sont contenues dans les données relatives aux propriétaires des actions et des obligations suisses.

3.1. POSITIONS ACQUISES PAR DES NON-RÉSIDENTS PAR L'INTERMÉDIAIRE DE BANQUES SITUÉES EN SUISSE

Toutes les banques établies en Suisse sont placées sous la surveillance des autorités suisses et fournissent à la BNS des informations sur leurs positions portées au bilan. Il est

donc possible de quantifier les transactions qu'elles réalisent avec des non-résidents en consultant les statistiques bancaires suisses⁹.

Pendant la période considérée, les non-résidents ont accru leurs positions en francs en effectuant des transactions avec trois catégories de banques: les succursales de banques étrangères, les banques en mains étrangères et les banques suisses.

Les établissements de ces trois catégories sont considérés comme des résidents étant donné qu'ils sont situés en Suisse. Néanmoins, tant les succursales de banques étrangères que les banques en mains étrangères appartiennent à des établissements domiciliés à l'étranger.

Le graphique 2 fournit une définition de ces trois catégories de banques et explique l'importance de chacune d'elles dans la constitution de positions en francs par des non-résidents. Les positions en francs portées au bilan des non-résidents vis-à-vis de banques commerciales établies en Suisse ont progressé de 128 milliards de francs au total entre août 2011 et février 2013.

Graphique 2

VUE D'ENSEMBLE DE L'AUGMENTATION DES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS ENTRE AOÛT 2011 ET FÉVRIER 2013

Lieu d'établissement de la banque	Catégorie de banque ou de compte	Description/exemple hypothétique	Augmentation, en mrd CHF	Voir section
Banques établies en Suisse	Succursales de banques étrangères	Succursales d'établissements bancaires domiciliés à l'étranger telles que «JP Morgan Chase, succursale de Zurich»	78	3.1.1
	Banques en mains étrangères	Banques domiciliées en Suisse à plus de 50% en mains étrangères. Par exemple «Deutsche Bank (Suisse) SA», qui n'est pas une succursale de banque étrangère	11	3.1.2
	Banques suisses	«Véritables» banques suisses telles qu'UBS ou la ZKB. Seuls les comptoirs établis en Suisse sont inclus (donc sans «UBS Frankfurt»)	39	3.1.3
Banques domiciliées à l'étranger (hors succursales des banques étrangères en Suisse)	Comptes de virement à la BNS détenus par des banques domiciliées à l'étranger	Banques domiciliées à l'étranger, telles que «Barclays UK», qui ont un compte de virement à la BNS	9	3.2.1
	Comptes internationaux de résidents suisses auprès de banques domiciliées à l'étranger	Compte de Nestlé libellé en francs auprès d'une banque domiciliée au Royaume-Uni	-5	3.2.2
Toutes les positions en francs prises via le système bancaire			132	

Source: BNS

9 L'analyse réalisée dans cette section repose sur les travaux d'Altermatt et Baeriswyl (2015), lesquels répertorient les contreparties des différentes opérations d'apport de liquidités effectuées par la BNS depuis le début de la crise financière en 2007. Le présent article développe leurs conclusions de base en mettant toutefois uniquement l'accent sur l'impact du cours plancher et s'intéresse au rôle joué par les différents types de banques et par leurs clients étrangers – en leur qualité de contreparties de la BNS – après l'introduction du cours plancher.

Les succursales suisses de banques domiciliées à l'étranger («succursales de banques étrangères») représentent la catégorie de banques qui a le plus satisfait à la demande de francs de non-résidents. Au total, les positions en francs des non-résidents ont progressé de 78 milliards de francs par l'intermédiaire de ces succursales. La deuxième catégorie comprend les banques établies en Suisse qui ne sont pas des succursales de banques étrangères mais qui sont détenues en majorité par des sociétés étrangères («banques en mains étrangères»). Les positions au bilan en francs des non-résidents constituées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères ont augmenté de 11 milliards de francs pendant la période considérée. Quant à la troisième catégorie, elle est constituée des «véritables» banques suisses, c'est-à-dire des banques en mains suisses et établies en Suisse («banques suisses»). Pendant la période considérée, les positions au bilan en francs détenues par des non-résidents qui ont été acquises par l'intermédiaire de cette catégorie de banques ont augmenté de 39 milliards de francs.

Les statistiques bancaires n'incluent pas les positions en francs hors bilan que les non-résidents pourraient avoir acquises en recourant à des produits dérivés. La présente analyse s'intéresse donc de manière détaillée au bilan des différents types de banques dans le but d'estimer les positions en francs non portées au bilan. En l'absence de statistiques officielles sur ces positions, il importe de comprendre les facteurs incitant les non-résidents à constituer des positions en francs hors bilan.

La présente analyse montre qu'il est peu probable que des succursales de banques étrangères ou que des banques suisses aient pris d'importantes positions en francs hors bilan via des produits dérivés puisque leurs positions au bilan en francs bénéficiaient d'une couverture quasiment parfaite. Les banques tendent en effet à réduire au minimum le risque de change global qu'elles assument. Les banques analysées étant couvertes via la compensation des positions en Suisse et à l'étranger en francs portées à leur bilan, il n'y a aucune raison qu'elles prennent d'importantes positions en francs hors bilan.

3.1.1. Succursales suisses de banques étrangères

La plupart du temps, les succursales de banques étrangères sont les succursales suisses de banques domiciliées à l'étranger, par exemple «J.P. Morgan Securities plc., Londres, succursale de Zurich». Ces succursales sont établies en Suisse et donc incluses dans les statistiques bancaires suisses. Selon le commentaire de la statistique bancaire de la BNS, les succursales de banques étrangères sont généralement des succursales d'établissements bancaires internationaux domiciliés à l'étranger¹⁰.

Ces établissements bancaires internationaux domiciliés à l'étranger peuvent déposer des capitaux à la BNS dès lors

qu'ils possèdent des succursales en Suisse. Pour ce faire, la banque domiciliée à l'étranger transfère des fonds vers sa succursale suisse, laquelle dépose ensuite ces derniers sur son compte de virement à la BNS. En conséquence, le bilan de la succursale affiche une créance en francs sur une contrepartie en Suisse (en l'occurrence la BNS) et un engagement correspondant en francs envers une contrepartie étrangère (la société mère de la succursale).

Les succursales de banques étrangères jouent un rôle de canalisation important dans la constitution de positions en francs par des non-résidents. La première partie du graphique 3 (en haut à gauche) documente les mouvements de la position en francs que les succursales de banques étrangères ont prises sur des non-résidents, tandis que la deuxième partie (en bas à gauche) répertorie les mouvements des positions en francs que les succursales de banques étrangères ont prises sur des résidents (les contreparties en Suisse incluent la BNS).

La première partie (en haut à gauche) représente les mouvements des actifs (créances) et des engagements libellés en francs que les succursales de banques étrangères détiennent envers des non-résidents. Un prêt en francs accordé à une entreprise établie en Pologne est un exemple d'actif étranger en francs. Ce genre de prêts *carry trade* était très fréquent avant l'éclatement de la crise financière (voir Auer et al. (2009)). Ces contrats portant sur des durées à long terme, les positions correspondantes existent encore (voir Auer et al. (2012)). Un dépôt en francs effectué par la société mère domiciliée à l'étranger est un exemple d'engagement étranger en francs.

La position étrangère nette en francs de ces banques, qui est équivalente aux actifs étrangers en francs moins les engagements étrangers en francs (ligne bleue continue), a diminué de 78 milliards de francs après août 2011. Ce recul tient au fait que les actifs étrangers en francs (ligne bleue pointillée) n'ont guère varié, tandis que les engagements étrangers en francs (ligne bleue en tirets) ont augmenté. Etant donné que les engagements nets en francs des succursales de banques étrangères envers des non-résidents ont augmenté de 78 milliards de francs, les positions en francs des non-résidents ont progressé du même montant.

Bien que les succursales des banques étrangères aient contracté des engagements en francs envers des contreparties étrangères, elles n'ont pris aucun risque elles-mêmes en raison de l'augmentation correspondante des créances nettes en francs sur des résidents. La deuxième partie du graphique 3 représente les mouvements des actifs en francs (ligne verte pointillée) et des engagements en francs (ligne verte en tirets) envers des résidents pour les succursales des banques étrangères. Alors que les engagements en Suisse et en francs n'ont que peu varié, les actifs en Suisse et en francs ont augmenté, un mouvement à la hausse également suivi par la position en Suisse et en francs (la ligne verte continue représentant

¹⁰ Il est intéressant de noter que, du fait qu'elles sont établies en Suisse, les succursales de banques étrangères entrent dans la catégorie des résidents.

les actifs en Suisse et en francs moins les engagements en Suisse et en francs).

Dans l'ensemble, la position totale en francs des succursales de banques étrangères est restée proche de zéro. La troisième partie du graphique 3 représente les mouvements de la position étrangère nette en francs (ligne bleue, reprise de la 1^{re} partie), de la position nette en Suisse et en francs (ligne verte, reprise de la 2^e partie), et de la position totale nette en francs (ligne rouge, correspondant à la somme de la position nette en Suisse et de la position nette à l'étranger) des succursales des banques étrangères.

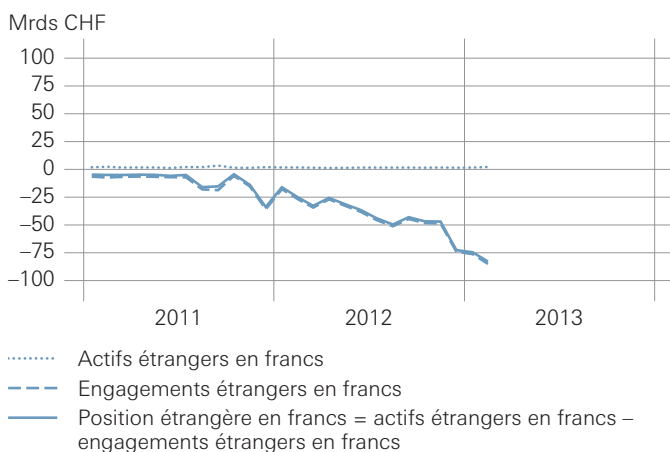
Les succursales des banques étrangères n'ont pris aucune position nette en francs de leur propre initiative, comme le montre la troisième partie du graphique 3. Elles ont au contraire fait office d'intermédiaire servant à prendre une position totale en Suisse et en francs d'une valeur de 78 milliards de francs, qu'elles ont répercutée entièrement sur leurs contreparties étrangères (elles peuvent aussi avoir servi directement de banques de compensation).

Il est peu probable que des succursales de banques étrangères aient pris d'importantes positions nettes en francs hors bilan étant donné que leurs positions en francs au bilan bénéficiaient d'une couverture quasiment parfaite. Les succursales de banques étrangères ont en fait compensé la baisse de leur position nette à l'étranger en francs par une hausse de leur position nette en Suisse et en francs. Les banques essaient de réduire au minimum le risque de change global qu'elles assument; étant donné que les succursales de banques étrangères sont déjà couvertes via la compensation mutuelle des positions en Suisse et à l'étranger en francs portées à leur bilan, il n'y a aucune raison qu'elles prennent d'importantes positions en francs hors bilan.

A la fin de la période considérée, la majeure partie des activités commerciales de ces succursales de banques étrangères consistait à canaliser des liquidités en francs vers des contreparties étrangères (4^e partie du graphique 3).

Graphique 3, 1^{re} partie

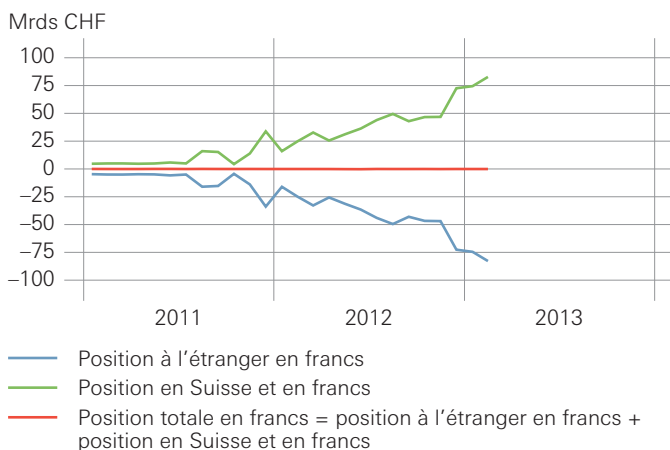
ACTIFS ET ENGAGEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 3^e partie

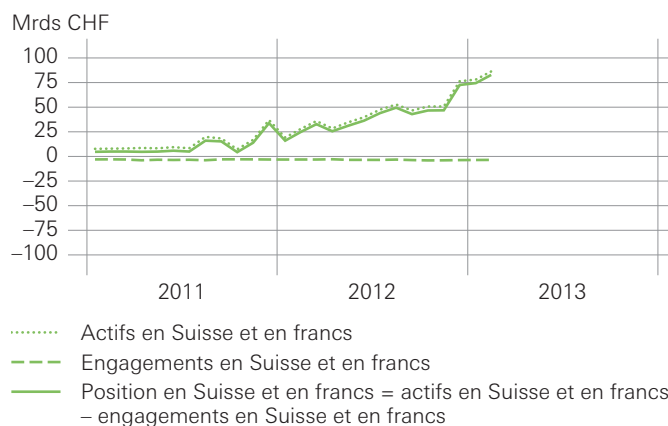
POSITION TOTALE EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 2^e partie

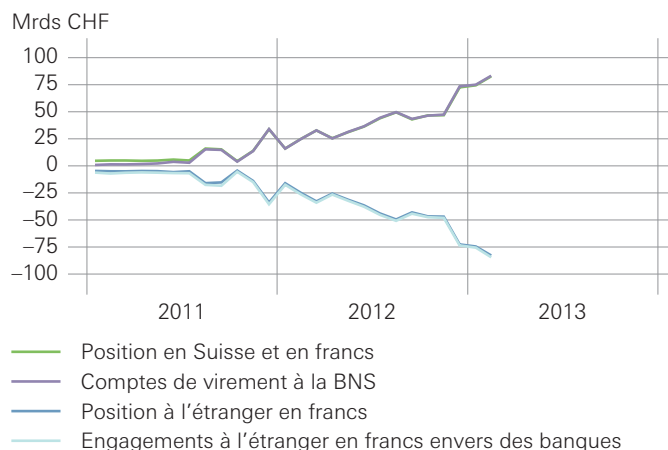
ACTIFS ET ENGAGEMENTS EN SUISSE ET EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 4^e partie

PRINCIPAUX ACTIFS ET ENGAGEMENTS EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

D'une part en effet, quasiment tous les actifs en Suisse et en francs détenus par ces banques représentaient des avoirs en comptes de virement à la BNS. La quatrième partie du graphique 3 représente les mouvements des actifs en Suisse et en francs (ligne verte reprise de la 2^e partie du graphique 3) pour les comparer aux mouvements des comptes de virement détenus par ces banques à la BNS (ligne violette). A partir du mois d'août 2011, le recouplement était presque parfait.

D'autre part, pratiquement tous les engagements étrangers en francs de ces banques étaient des engagements envers des banques domiciliées à l'étranger. La quatrième partie du graphique 3 représente les mouvements des engagements étrangers en francs (ligne turquoise) pour les comparer aux mouvements des engagements étrangers en francs envers des banques domiciliées à l'étranger (ligne bleue, reprise de la 1^{re} partie). Ici aussi, le recouplement était presque parfait à partir du mois d'août 2011. En fait, il se peut que les engagements étrangers en francs envers des banques concernent leurs sociétés mères. Les contreparties finales pourraient être des particuliers à l'étranger, une hypothèse que les statistiques bancaires suisses ne permettent toutefois pas de confirmer.

3.1.2. Banques en mains étrangères en Suisse

Une deuxième catégorie est formée par les banques sous contrôle étranger mais établies physiquement et enregistrées en Suisse. Dans les statistiques bancaires, cette catégorie est appelée «banques en mains étrangères». Il ne s'agit pas de succursales de banques étrangères, puisque ce sont des entités juridiques distinctes de leur société mère, mais qui appartiennent à plus de 50% à des intervenants étrangers. Cette catégorie inclut essentiellement les filiales de banques domiciliées à l'étranger telles que «Deutsche Bank (Suisse) SA».

Les non-résidents ont accru leur position en francs de 11 milliards de francs par l'intermédiaire de banques en

mains étrangères. Le graphique 4 illustre les mouvements de la position nette en francs des banques en mains étrangères pour ce qui est des non-résidents (ligne bleue), la position nette en francs pour ce qui est des résidents (ligne verte) et la position totale nette en francs (ligne rouge, correspondant à la somme de la ligne bleue et de la verte).

Les banques en mains étrangères ont accumulé des positions supplémentaires au bilan d'une valeur de 18 milliards de francs (voir ligne verte). Après le mois d'août 2011, elles ont accru leurs actifs nets en Suisse et en francs de 28 milliards de francs (la plupart étant placés sur des comptes de virement à la BNS), augmentant ainsi leur position totale nette au bilan de 18 milliards de francs (soit 28 moins 11 plus la différence d'arrondi). Etant donné que ces banques appartiennent à des non-résidents, ces 18 milliards de francs accroissent la position en francs des non-résidents (position analysée dans la section 3.3).

3.1.3. Banques suisses en Suisse

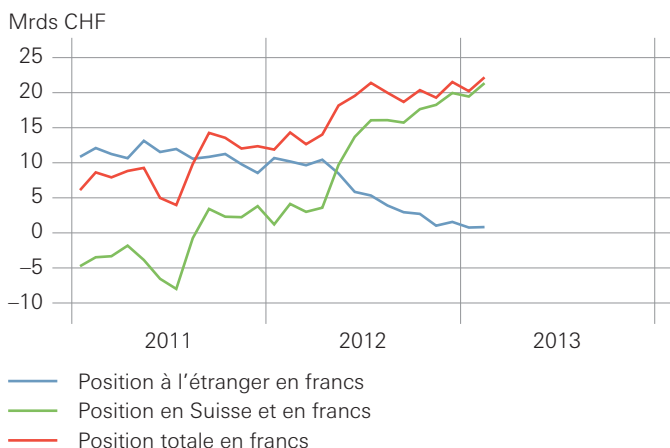
Les «véritables» banques suisses telles qu'UBS ne sont ni des succursales de banques étrangères ni des banques en mains étrangères à plus de 50%¹¹. Entre août 2011 et février 2013, ces banques ont réduit leur position nette à l'étranger en francs de 39 milliards de francs (voir graphique 5, en particulier le repli de la ligne bleue début 2012). Cette évolution traduit une augmentation directe de 39 milliards de francs des positions en francs des non-résidents.

Ces banques elles-mêmes n'ont pris aucune position supplémentaire en francs. La hausse de la position en Suisse et en francs (ligne verte) a compensé la baisse de

11 Il convient de noter que seules les succursales établies en Suisse sont prises en compte ici, ceci pour que les statistiques correspondent aux statistiques sur les flux de capitaux internationaux (en d'autres termes, cet article examine uniquement les banques incluses dans la catégorie *Comptoirs* de la statistique bancaire de la BNS, qui correspond à la définition des positions telles que collectées dans les statistiques bancaires territoriales de la BRI).

Graphique 4

POSITION EN FRANCS DES BANQUES EN MAINS ÉTRANGÈRES

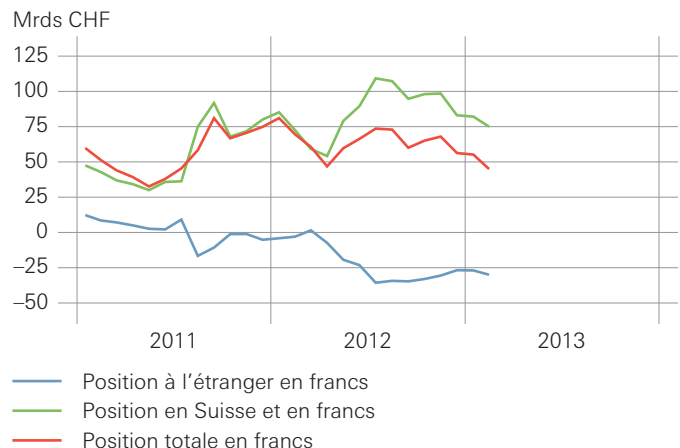


Source: BNS.

Graphique 5

POSITION EN FRANCS DES BANQUES SUISSES

Uniquement pour les succursales situées en Suisse



Source: BNS.

la position à l'étranger en francs (ligne bleue), si bien qu'à la fin de la période considérée, la position totale en francs des banques suisses en Suisse correspondait plus ou moins au niveau qu'elle atteignait avant l'introduction du cours plancher. Etant donné que leur position totale en francs portée au bilan n'a pratiquement pas changé après le mois d'août 2013, les banques suisses ne devraient, selon toute probabilité, pas avoir pris de position importante en francs hors bilan.

3.2. POSITIONS EN FRANCS DES BANQUES DOMICILIÉES HORS DE SUISSE

Il se peut que des banques domiciliées à l'étranger et n'ayant pas de représentation en Suisse détiennent ou possèdent elles aussi des francs. Ces banques ne sont pas comprises dans les statistiques bancaires suisses. Cependant, si elle détiennent des francs sur un compte de virement à la BNS, cette position est incluse dans le bilan de la BNS. Par contre, si ces banques ont pris une position en francs sur une contrepartie non bancaire en Suisse, elles en informent leurs autorités nationales, qui fournissent à leur tour ces données à la BRI, laquelle les inclut dans ses statistiques bancaires. Les dernières rangées du graphique 2 répertorient les deux types de transactions impliquant les positions pertinentes en francs.

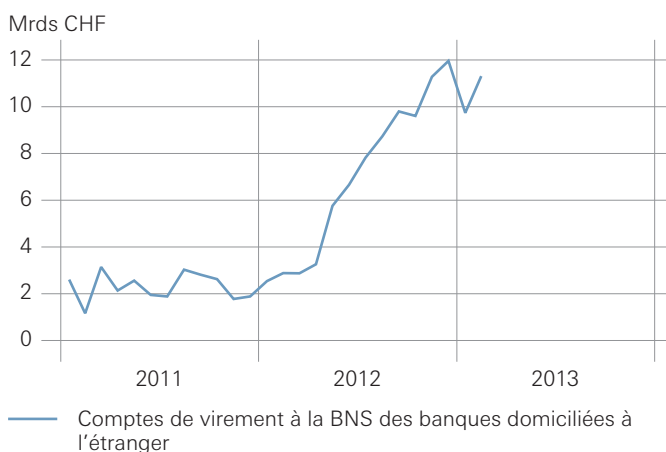
3.2.1. Comptes de virement à la BNS de banques domiciliées à l'étranger

La BNS est la seule banque centrale à autoriser des banques domiciliées à l'étranger à participer à son système de pensions de titres¹². En conséquence, les banques non domiciliées en Suisse peuvent également détenir un compte de virement à la BNS, même si elles ne possèdent aucune succursale en Suisse. Le graphique 6 montre les

12 Pour plus de détails, voir par exemple Auer et Kraenzlin (2011) et Auer et al. (2012).

Graphique 6

COMPTES DE VIREMENT À LA BNS DES BANQUES DOMICILIÉES À L'ÉTRANGER



Source: BNS.

mouvements enregistrés sur les comptes de virement à la BNS pour les banques domiciliées à l'étranger et non enregistrées en Suisse. Ces banques ne sont pas comprises dans les statistiques bancaires suisses. En revanche, les informations relatives aux comptes de virement de ces banques sont incluses dans le bilan de la BNS.

Si ces dépôts ont enregistré une augmentation importante en valeurs relatives, la progression dans son ensemble a été faible. Entre août 2011 et février 2013, les comptes de virement à la BNS des banques domiciliées à l'étranger se sont accrus de 9 milliards de francs. Les positions en francs des non-résidents ont donc augmenté de 9 milliards de francs via le recours aux comptes de virement à la BNS des banques domiciliées à l'étranger. Le fait que des ménages et des entreprises suisses pourraient détenir des comptes libellés en francs auprès de ces banques domiciliées à l'étranger a eu un effet compensatoire.

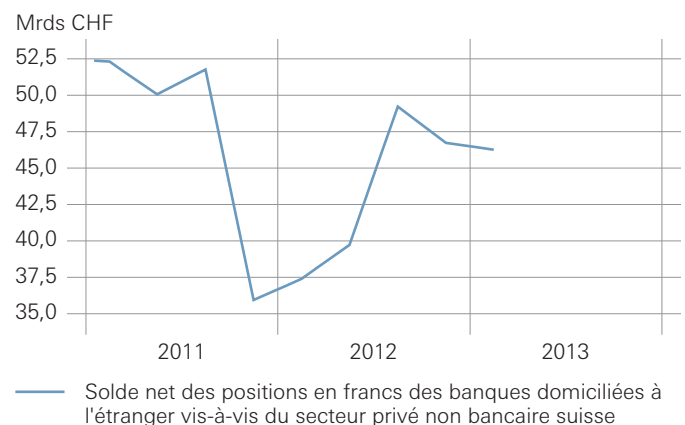
3.2.2. Comptes libellés en francs de résidents suisses du secteur privé non bancaire auprès de banques domiciliées à l'étranger

Les résidents suisses et les non-résidents peuvent encore recourir aux banques d'une autre façon. En général, les sociétés suisses actives à l'échelle internationale possèdent également des comptes auprès de banques non suisses, certains de ces comptes étant libellés en francs.

Entre août 2011 et février 2013, les banques domiciliées à l'étranger ont diminué leurs actifs nets envers des entités non bancaires suisses de 5 milliards de francs. La position nette des non-résidents a donc été surestimée de l'équivalent de ce montant dans l'analyse ci-dessus. Ce type de positions en francs que les banques domiciliées à l'étranger détiennent envers des sociétés et des particuliers suisses apparaissent dans les statistiques bancaires territoriales de la BRI (sous *External positions of reporting banks vis-à-vis individual countries – vis-à-vis the nonbank private sector*). Le graphique 7 illustre l'évolution de cette position.

Graphique 7

POSITIONS EN CHF DES BANQUES DOMICILIÉES À L'ÉTRANGER VIS-À-VIS DU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE SUISSE



Source: BNS.

Comme l'ont montré les sections 3.1.1, 3.1.2 et 3.2.1, les positions en francs des non-résidents ont augmenté de 78 milliards de francs lorsqu'elles ont été acquises par l'intermédiaire de succursales suisses de banques étrangères, de 11 milliards de francs par celui de banques en mains étrangères en Suisse (lesquelles ont probablement agi sur ordre de leur maison mère domiciliée à l'étranger) et de 9 milliards de francs lorsque leur acquisition a été faite via les comptes de virement à la BNS de banques domiciliées à l'étranger. Toutefois, les positions totales en francs constituées par les non-résidents par l'intermédiaire de banques en mains étrangères doivent être revues à la baisse – de 5 milliards de francs – car lesdites banques ont parfois agi au nom de leurs contreparties suisses. Ce calcul met en évidence la complexité de la tâche consistant à déterminer quelles positions peuvent en définitive être attribuées à l'étranger dans un monde où se côtoient banques internationales et entités non bancaires actives à l'échelle internationale.

3.3. AUTRES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS N'APPARAISSANT PAS DANS LES BILANS DES BANQUES

Toutes les augmentations des positions en francs des non-résidents ne sont pas visibles dans les bilans des banques. Par exemple, si un non-résident échange tout d'abord des euros contre des francs à la BNS mais utilise ensuite ces francs pour acheter une maison de vacances à un résident suisse, cette augmentation de la position en francs des non-résidents n'apparaît dans le bilan d'aucune banque.

Si des non-résidents acquièrent des actifs suisses, les résidents détiennent automatiquement davantage de francs sur leurs comptes bancaires. Dans le cadre d'une analyse limitée aux statistiques bancaires, de telles transactions mèneraient donc à la conclusion erronée selon laquelle les contreparties des interventions de la BNS sont des résidents.

Les statistiques relatives aux propriétaires non-résidents d'actions et d'obligations suisses sont incluses dans la publication annuelle détaillée de la BNS sur les banques suisses (voir par exemple Banque nationale suisse (2013a)). Ces données contiennent des informations sur les stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, répartis par domicile du titulaire, et précisent également le type de titres détenus par les non-résidents.

Il ressort de l'analyse des données relatives aux actifs suisses détenus par des non-résidents que la position totale en francs accumulée par des non-résidents par les moyens précités équivaut à 42 milliards de francs. Entre août 2011 et février 2013, les non-résidents ont accru de 4 milliards de francs leurs stocks de titres de créance en francs émis par des entités non bancaires et investi quelque 20 milliards de francs sur le marché suisse des actions. Ils ont également relevé leur position effective en francs de 18 milliards de francs supplémentaires par l'intermédiaire des banques en leur possession.

Sur le montant total précité de 4 milliards de francs (accroissement des stocks de titres de créance en francs émis par des entités non bancaires suisses), les non-résidents ont acquis pour quelque 2 milliards de francs de titres de créance des collectivités publiques suisses et augmenté de 2 milliards leur détention d'autres titres d'emprunt émis par des résidents suisses et libellés en francs. Par contre, la position en francs acquise par des non-résidents par l'intermédiaire de fiduciaires suisses n'a guère varié.

Les non-résidents ont acquis des actions suisses pour un montant d'environ 20 milliards de francs. La publication annuelle détaillée de la BNS sur les banques suisses (voir Banque nationale suisse (2013a)) contient des informations sur les stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, répartis par domicile du titulaire. La valeur totale des portefeuilles d'actions suisses des non-résidents est passée de 485 milliards de francs en août 2011 à 650 milliards en février 2013. Toutefois, étant donné que l'indice boursier suisse élargi (le SMI Expanded) a gagné 40% sur cette période, cette progression reflète essentiellement des plus-values et non de nouvelles acquisitions. La prise en compte de ces effets de valorisation permet d'estimer l'acquisition nette d'actions par des non-résidents. Entre août 2011 et février 2013, la part du marché d'actions suisse détenue par des non-résidents a progressivement augmenté, passant de 58,5% à 60,8%. Si l'on tient compte à la fois de la façon exacte dont cette hausse d'un point de pourcentage de la part des investisseurs étrangers a eu lieu et des cours des actions en vigueur à chaque moment pertinent, on arrive à la conclusion que l'équivalent de 20 milliards de francs de nouveaux fonds ont été investis par des non-résidents sur le marché suisse des actions durant cette période.

De plus, 18 milliards supplémentaires ont été accumulés en Suisse par des banques en mains étrangères situées en Suisse. Comme indiqué dans la section 3.1.2, les banques établies en Suisse mais détenues par des étrangers ont acquis une position en francs de 18 milliards de francs. Ce montant étant détenu par des non-résidents, il augmente la position en francs de ces derniers et est donc considéré comme des actifs détenus par des non-résidents.

La hausse du numéraire en francs détenu par des non-résidents (lequel n'est répertorié nulle part) et les investissements dans l'immobilier en Suisse peuvent également avoir une influence sur les positions en francs des non-résidents.

Les rares données disponibles sur l'achat de biens immobiliers par des non-résidents laissent supposer que ce canal n'a contribué que de manière modérée à la hausse de la demande de francs. Les non-résidents qui possèdent des biens immobiliers en Suisse à des fins d'investissement le font la plupart du temps par l'intermédiaire de sociétés immobilières cotées en bourse. Les informations correspondantes sont donc contenues dans les données relatives aux stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des

banques, répartis par domicile du titulaire (et sont donc déjà incluses dans le chiffre de 20 milliards de francs, mentionné plus haut, et correspondant à l'achat d'actions suisses).

En ce qui concerne l'achat direct de biens immobiliers, le Credit Suisse (2014) est arrivé à la conclusion que les ventes et les achats de maisons de vacances par des non-résidents s'équilibraient en 2011 et en 2012. La même étude, réalisée sur la base des données de Wüest & Partner (2014), confirme qu'environ 10% des ventes d'immeubles commerciaux peuvent être attribuées à des non-résidents.

4 Total des positions en francs des non-résidents et comparaison avec les réserves de devises de la BNS

Quelle est la relation entre les positions en francs des non-résidents et les mouvements enregistrés par les réserves de devises de la BNS? Dans l'ensemble, les positions des non-résidents ont progressé de 174 milliards de francs. Sur ce montant, 132 milliards sont portés au bilan des banques, tandis que les 42 milliards restants ont été accumulés via l'achat de titres suisses ou par l'intermédiaire de la prise de participations dans des sociétés suisses.

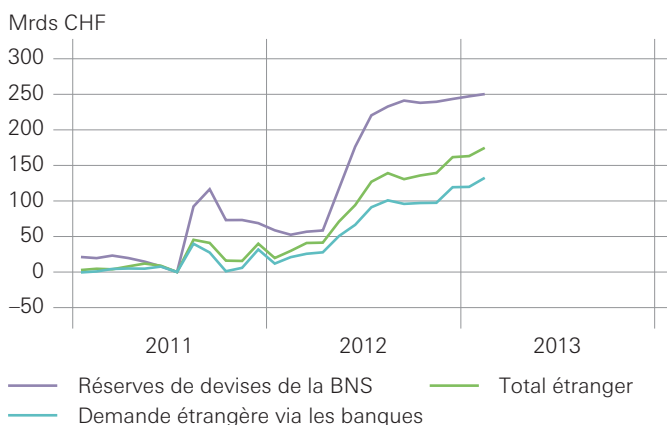
Le graphique 8 illustre les variations cumulées des positions en francs des résidents et des non-résidents depuis le 1^{er} août 2011 et compare ces variations aux changements cumulés des réserves de devises de la BNS à la même date. La ligne bleue du graphique 8 représente la position totale nette en francs des non-résidents portée au bilan vis-à-vis du système bancaire privé suisse, qui a augmenté de 128 milliards de francs (78 milliards par l'intermédiaire des succursales de banques étrangères, 11 milliards par le truchement de banques en mains étrangères et 39 milliards via les banques suisses). L'augmentation totale portée au bilan des positions en francs des non-résidents depuis le mois d'août 2011 se chiffre à 137 milliards de francs, étant donné que 9 milliards supplémentaires ont été déposés directement sur des comptes de virement à la BNS par des banques domiciliées à l'étranger. Il faut déduire de ces 137 milliards de francs le montant de 5 milliards déterminé dans la section 3.2.2, ce qui donne lieu à une augmentation cumulée de 132 milliards de francs sur la période considérée (voir également la vue d'ensemble fournie par le graphique 2).

La ligne verte tient de plus compte des autres investissements nets réalisés par les non-résidents, pour un montant de 42 milliards de francs, via l'achat d'actifs suisses ou via l'accumulation de positions en francs par des banques en mains étrangères (voir section 3.3).

Au total, pendant la période considérée, les non-résidents ont donc absorbé une part importante des interventions de la BNS sur le marché des changes. Les réserves de devises de la BNS se sont accrues de 250 milliards de francs entre août 2011 et fin février 2013. Il faut noter que ce chiffre ne reflète pas avec précision les interventions de la BNS, en

Graphique 8

VARIATIONS CUMULÉES DES POSITIONS EN FRANCS ET DES RÉSERVES DE DEVISES DE LA BNS DEPUIS JUILLET 2011



Source: BNS.

5 Conclusions

raison des effets de valorisation et des swaps de change conclus par la BNS courant 2011. La BNS est intervenue sur le marché des changes en achetant des devises pour l'équivalent de 17,8 milliards de francs en 2011 et de 188 milliards en 2012. Etant donné que la BNS ne communique pas le moment précis de ces interventions, le graphique 8 illustre seulement de manière approximative l'évolution des réserves de devises de la BNS à la suite de ces interventions¹³.

Il faut également rappeler que les conclusions de cet article ne portent que sur une période spécifique et n'impliquent donc aucunement que la pression à la hausse exercée sur le franc qui a été observée ces dernières années puisse être exclusivement attribuée à la recherche d'une valeur refuge à l'échelle internationale. Si l'on adopte une perspective à plus long terme, on observe que le recul de la propension au risque des résidents suisses est un facteur aussi important, sinon plus, puisque ces derniers ont arrêté d'investir à l'étranger et ont même, dans certains cas, rapatrié leurs fonds en Suisse¹⁴.

Cet article retrace l'évolution de la demande de francs provenant de l'étranger lorsque la crise de la dette battait son plein dans la zone euro. Il arrive à trois conclusions principales: (i) pendant la période considérée, les non-résidents ont représenté une contrepartie importante des interventions de la BNS, (ii) parallèlement à une forte augmentation des dépôts auprès des banques en mains suisses, des positions substantielles en francs de non-résidents ont été accumulées par l'intermédiaire de banques établies en Suisse mais appartenant à des intervenants étrangers, et (iii) les flux de capitaux reçus par les succursales en Suisse des banques étrangères ont été déposés directement sur des comptes de virement à la BNS.

Ces conclusions sont importantes pour identifier la façon dont les flux internationaux liés à la recherche d'une valeur refuge interagissent avec la stabilité financière de la Suisse, ou plus précisément pour déterminer si une inversion soudaine de ces flux déstabiliserait le système financier helvétique, rendant nécessaire une intervention de la Banque nationale.

Concrètement, l'afflux de 78 milliards de francs de l'étranger vers les succursales de banques étrangères en Suisse mérite que l'on y prête attention. En effet, ces flux de capitaux se sont traduits par un quasi-quintuplement de la somme des bilans de ces succursales: alors que début 2010, celle-ci se chiffrait à peine à 21 milliards de francs, elle atteignait 103 milliards de francs fin février 2013.

Même si les montants impliqués sont considérables, cet article parvient à la conclusion que le risque qu'ils représentent pour la stabilité financière devrait être limité. En effet, les succursales de banques étrangères ont directement déposé tous ces fonds sur leurs comptes de virement à la BNS. Elles n'ont donc pas intensifié leurs activités de crédit en Suisse et n'ont pas modifié les échéances ni créé de nouvelles positions. Ces fonds étant déposés sur des comptes de virement à la BNS, ils sont accessibles à court terme au cas où les flux liés à la recherche d'une valeur refuge viendraient à s'inverser¹⁵.

15 Ce commentaire concerne uniquement les effets directs d'un renversement des flux liés à la recherche d'une valeur refuge. Un tel repli aurait pour autre effet – indirect – une dépréciation importante du franc, ce qui pourrait nécessiter un relèvement des taux d'intérêt en vue de garantir la stabilité des prix. Le *Rapport sur la stabilité financière* 2014 de la BNS (voir Banque nationale suisse (2014a)) se penche sur les implications d'une telle hausse des taux d'intérêt pour la stabilité financière et conclut qu'il pourrait en résulter des pertes considérables pour les banques axées sur le marché intérieur.

13 Il convient de noter que l'évolution des réserves de devises de la BNS reflète l'évolution des déséquilibres de Target2 dans la zone euro, lesquels ont été stimulés par une quête similaire de valeur refuge (voir Auer (2014)).

14 Voir Yesin (2015) mais aussi Auer et Tille (2015), qui étudient la manière dont le compte financier suisse a évolué au regard des flux de capitaux à destination du système bancaire suisse depuis le début des années 2000.

BIBLIOGRAPHIE

- Altermatt, Lukas et Romain Baeriswyl (2015), «The effect of the monetary base expansion on the balance sheet of domestic banks», dans *Bulletin trimestriel* de la BNS 2015/1.
- Auer, Raphael A. (2014), «What Drives Target2 Balances? Evidence From a Panel Analysis», dans *Economic Policy*, 29 (77), pages 139-197, janvier.
- Auer, Raphael A., Martin Brown, Andreas Fischer et Marcel Peter (2009), «Will the crisis wipe out small carry traders in Central and Eastern Europe?», sur Voxeu.org, 29 janvier.
- Auer, Raphael A., Sébastien Kraenzlin et David Liebeg (2012), «How Do Austrian Banks Fund Their CHF Exposure?», dans *Rapport sur la stabilité financière* de la Banque nationale d'Autriche, 24, pages 54-61, décembre.
- Auer, Rafael A. et Sébastien Kraenzlin (2011), «International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93, pages 409-418, novembre/décembre.
- Auer, Rafael A. et Cédric Tille (2015), «Capital Flows into the Banking System and the Swiss Financial Account», Mimeo, Université de Genève, mai.
- Banque des règlements internationaux (2011), «What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking systems' exposures to particular countries and sectors» dans *Quarterly review*, pages 16-17.
- Banque nationale suisse (2011a), «La Banque nationale prend des mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 3 août.
- Banque nationale suisse (2011b), «La Banque nationale étend les mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 10 août.
- Banque nationale suisse (2011c), «La Banque nationale intensifie les mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 17 août.
- Banque nationale suisse (2012), *104^e Rapport annuel*.
- Banque nationale suisse (2013a), *Les banques suisses*.
- Banque nationale suisse (2013b), *105^e Rapport annuel*.
- Banque nationale suisse (2014a), *Rapport sur la stabilité financière*.
- Banque nationale suisse (2014b), *106^e Rapport annuel*.
- Bollen, Brian (2011), «CHF outperforms all others as safe refuge», dans *Financial Times*, 1^{er} juin.
- Credit Suisse (2014), «Lex Koller: Ausländischer Einfluss wird massiv überschätzt», dans Credit Suisse Economic Research, 27 mai.
- Draghi, Mario (2012), discours prononcé lors de la Global Investment Conference, 26 juillet.
- Grise, Christian et Thomas Nitschka (2013), «On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates», SNB Working Paper n° 2013/04, Banque nationale suisse.
- Mattich, Alen (2011), «Why Switzerland is leading the Haven beauty Contest», dans *The Wall Street Journal*, 29 juillet.
- Nations Unies (2008), *Système des comptes nationaux*, Département des affaires économiques et sociales.
- Rinaldo, Angelo et Paul Söderlind (2010), «Safe Haven Currencies», dans *Review of Finance*, 14 (3), pages 385-407.
- Reynard, Samuel (2008), «What Drives the Swiss Franc?», SNB Working Paper n° 2008/14, Banque nationale suisse.
- Wüest & Partner (2014), *Immo-Monitoring*, édition 2014/1.
- Yesin, Pinar (2015), «Capital flow waves to and from Switzerland before and after the financial crisis», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 151 (1), pages 27-75.

Chronique monétaire

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

<p>Lors de l'examen du 18 juin de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$ et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS, à $-0,75\%$. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Selon la BNS, le franc est dans l'ensemble nettement surévalué. La BNS souligne qu'elle continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle. Aussi intervient-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.</p>	<p>Juin 2015</p>
<p>Le 22 avril, la BNS réduit le nombre de titulaires de comptes de virement non soumis au taux d'intérêt négatif. Seuls les comptes de virement de l'administration fédérale centrale et des fonds de compensation de l'AVS, de l'AI et des APG continuent ainsi de bénéficier d'une dérogation.</p>	<p>Avril 2015</p>
<p>Lors de l'examen du 19 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS est maintenu à $-0,75\%$, et les montants exonérés restent inchangés. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Selon la BNS, le franc est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait continuer à s'affaiblir au fil du temps. La BNS souligne qu'elle continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle. Aussi intervient-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.</p>	<p>Mars 2015</p>
<p>Le 15 janvier, la BNS abolit le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Parallèlement, elle abaisse de 0,5 point le taux d'intérêt appliqué à compter du 22 janvier 2015 aux avoirs en comptes de virement qui dépassent un certain montant exonéré, le fixant à $-0,75\%$. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est désormais comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$, au lieu de $-0,75\%$ et $0,25\%$ précédemment. La baisse de taux doit contribuer à faire en sorte que la suppression du cours plancher n'entraîne pas de durcissement inopportun des conditions monétaires. La Banque nationale indique qu'elle continuera de prendre en compte la situation sur le marché des changes et interviendra au besoin sur ce marché.</p>	<p>Janvier 2015</p>
<p>Le 18 décembre, la BNS annonce qu'elle prélèvera à compter du 22 janvier 2015 un intérêt de $-0,25\%$ sur les avoirs en comptes de virement à la BNS. L'intérêt négatif sera prélevé sur les avoirs en comptes de virement qui excèdent un certain montant exonéré. Par cette mesure, la BNS vise un Libor à trois mois situé dans la zone négative. La marge de fluctuation assignée au Libor est désormais comprise entre $-0,75\%$ et $0,25\%$ (contre 0%-$0,25\%$ précédemment). L'introduction d'un taux d'intérêt négatif rend la détention de placements en francs moins attrayante et, partant, soutient le cours plancher.</p>	<p>Décembre 2014</p>
<p>Lors de l'examen du 11 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre immédiatement des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%-$0,25\%$. Selon la BNS, les risques de déflation se sont de nouveau accrus, et le franc demeure à un niveau élevé. Le Libor à trois mois s'inscrivant à zéro, le cours plancher constitue l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires.</p>	<p>Décembre 2014</p>

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.

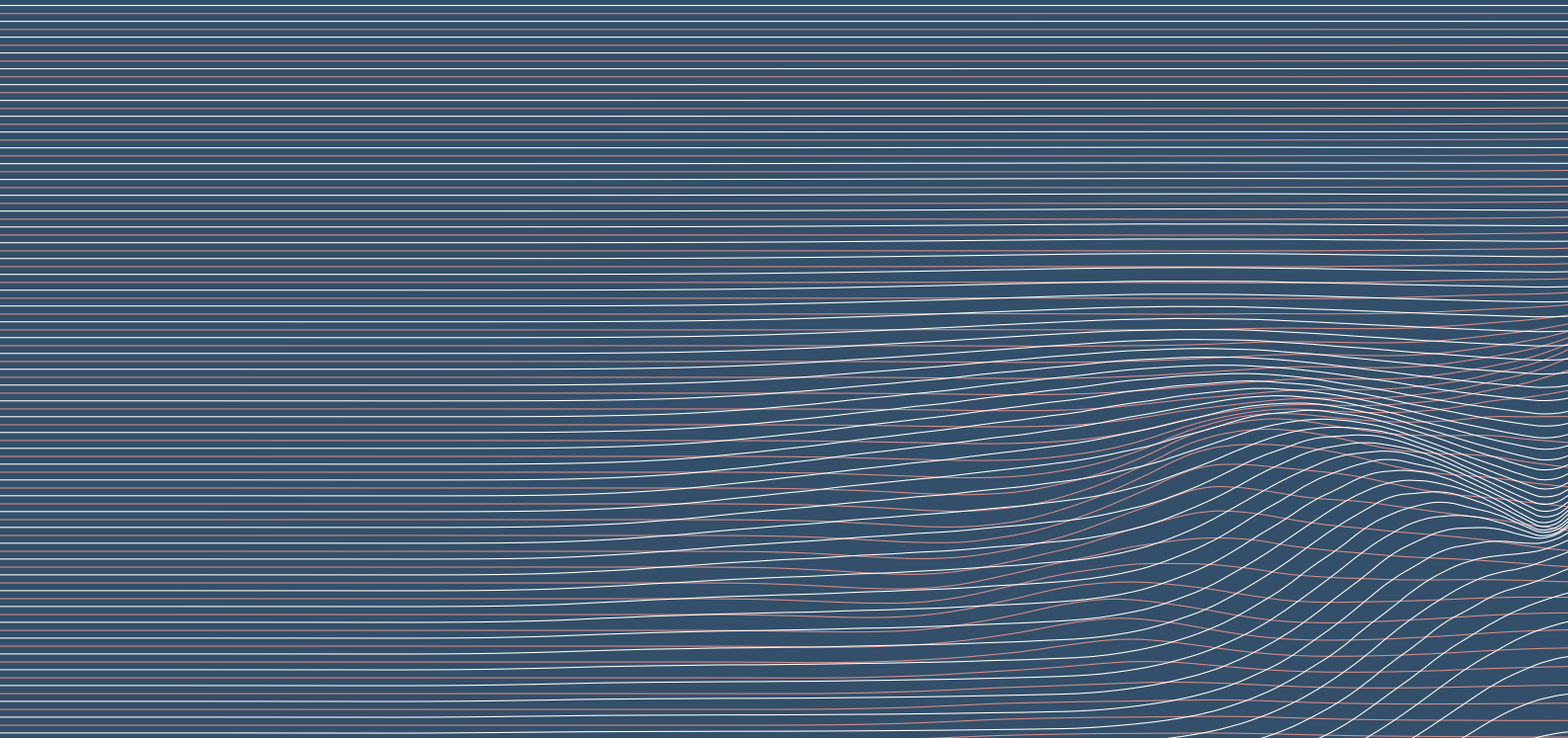
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2015



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

