

---

Bulletin trimestriel  
3/2015 Septembre

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





---

Bulletin trimestriel  
3/2015 Septembre

33<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 17 septembre 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
<b>Tendances conjoncturelles</b>	<b>28</b>
<b>Enquête sur les cours de change: impact de l'appréciation du franc et mesures prises par les entreprises</b>	<b>32</b>
<b>Chronique monétaire</b>	<b>38</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 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 17 septembre 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 17 septembre 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 17 septembre 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 demeure fixé à  $-0,75\%$ . En outre, la BNS intervient au besoin sur le marché des changes afin de prendre en compte l'influence des cours de change sur l'inflation et l'évolution économique. Malgré un léger fléchissement, le franc reste dans l'ensemble toujours nettement surévalué. Les intérêts négatifs prélevés en Suisse, d'une part, et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes, d'autre part, rendent les placements en francs moins attractifs. Dans les deux cas, l'objectif est d'affaiblir la pression sur le franc.

Globalement, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle n'a guère changé par rapport à celle de juin (voir graphique 1.1). A court terme, elle est quelque peu inférieure à celle du trimestre précédent, ce qui s'explique avant tout par la baisse des cours du pétrole. Pour l'année en cours, la courbe a été corrigée de 0,2 point vers le bas et

s'inscrit désormais à  $-1,2\%$ ; pour 2016, elle passe de  $-0,4\%$  à  $-0,5\%$ . La BNS s'attend toujours à ce que l'inflation redevienne positive début 2017. En moyenne annuelle, la prévision d'inflation conditionnelle s'accroît de 0,1 point en 2017, s'établissant à 0,4% (voir tableau 1.1). Elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années et d'un affaiblissement continu du franc.

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie au deuxième trimestre, conformément aux attentes de la BNS. Les pays industrialisés ont connu une évolution un peu plus encourageante qu'au premier trimestre, ce qui est dû principalement à la reprise conjoncturelle enregistrée aux Etats-Unis. La zone euro a continué de se redresser modérément, grâce également aux cours de change favorables. Néanmoins, la croissance n'a pas reposé sur une large assise à l'échelle internationale, comme l'ont montré en particulier la morosité du commerce mondial et la faiblesse des prix des matières premières.

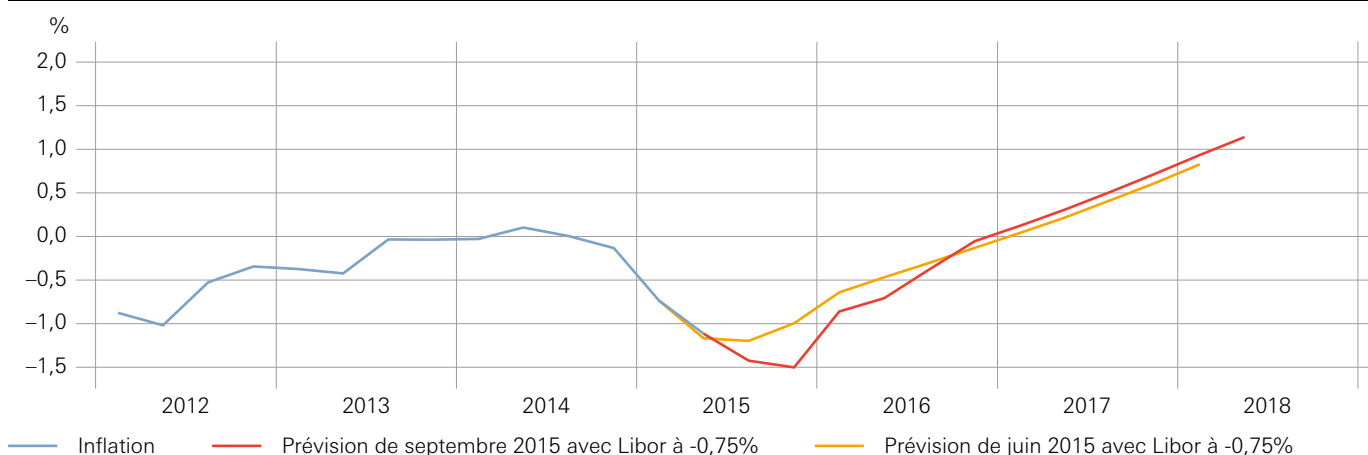
La BNS s'attend à une poursuite de la reprise modérée de l'économie mondiale. La politique monétaire toujours très expansionniste ainsi que les bas prix de l'énergie devraient favoriser la reprise dans les pays industrialisés et permettre d'y réduire davantage la sous-utilisation des capacités de production. Cependant, l'activité reste faible dans plusieurs des principaux pays émergents.

Des risques continuent de peser sur le redressement de l'économie mondiale. Les incertitudes au sujet de l'évolution conjoncturelle en Chine, notamment, se sont accrues sensiblement. En revanche, l'accord trouvé pour un nouveau programme d'aide à la Grèce a momentanément apaisé les inquiétudes concernant une aggravation de la crise de la dette souveraine. De nouvelles turbulences sur les marchés

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2015

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



Source: BNS.

financiers internationaux pourraient toutefois influencer fortement sur la politique monétaire à l'échelle mondiale.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a quelque peu progressé au deuxième trimestre, après avoir enregistré un léger repli au trimestre précédent. Aussi la performance économique a-t-elle, dans l'ensemble, stagné au premier semestre. L'emploi a continué de croître à un rythme plus lent. Cependant, il a encore reculé dans l'industrie manufacturière. La faible hausse du taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est poursuivie durant l'été. La situation demeure critique dans de nombreuses entreprises, même si les volumes de production ont, dans l'ensemble, pu être maintenus malgré l'appréciation

du franc au premier semestre. La réduction des marges incite les entreprises concernées à prendre des mesures en vue d'accroître leur efficacité et de réduire leurs coûts.

La BNS table sur une reprise progressive de l'activité économique au second semestre. La demande intérieure devrait continuer de soutenir l'évolution conjoncturelle à l'avenir. Si l'amélioration se poursuit à l'échelle internationale et que la surévaluation du franc suisse s'atténue, les exportations devraient elles aussi contribuer à nouveau plus fortement à la croissance économique. Pour 2015, la BNS prévoit toujours que la croissance du PIB s'établira à près de 1% en termes réels.

### 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, SEPTEMBRE 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	-1,1				-0,7	-0,2	0,0

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 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 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
Prévision de septembre 2015, avec Libor à -0,75%					-1,4	-1,5	-0,9	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1				-1,2	-0,5	0,4

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

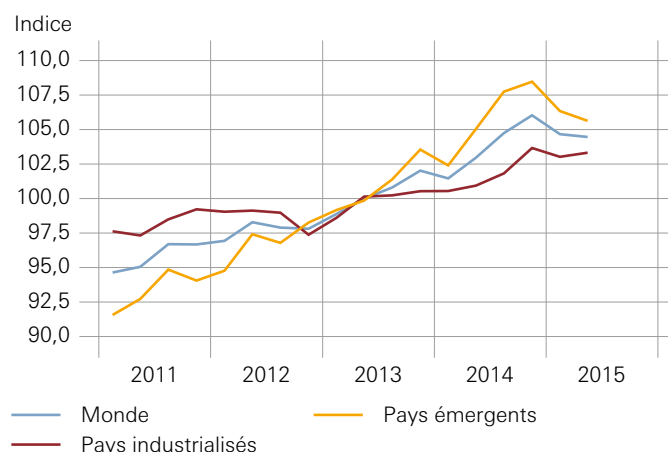
La croissance mondiale s'est poursuivie au deuxième trimestre conformément aux attentes. Les pays industrialisés ont affiché une progression plus importante qu'au premier trimestre, principalement grâce au redressement conjoncturel aux Etats-Unis. La reprise ne bénéficie toutefois pas d'une large assise sur le plan international, comme en témoignent, notamment, l'évolution atone du commerce mondial et le bas niveau des prix des matières premières (voir graphiques 2.1 et 2.6).

Aux Etats-Unis, l'économie a retrouvé de sa vigueur, après un premier trimestre faible. Dans la zone euro, la reprise, soutenue par les conditions de change favorables, a conservé un rythme modéré. Les principaux pays émergents ont affiché une évolution disparate: en Chine, le développement positif du secteur tertiaire a contribué à un léger raffermissement de la croissance du PIB. Par contre, la performance économique a de nouveau reculé au Brésil et en Russie.

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES

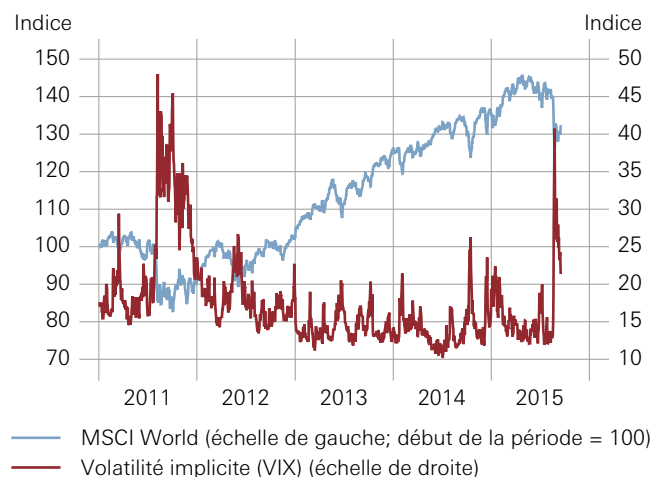
Moyenne de la période = 100



Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

### MARCHÉS DES ACTIONS



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

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

	2011	2012	2013	2014	Scénario	
					2015	2016
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,9	3,1	3,2	3,5	3,3	3,8
Etats-Unis	1,6	2,2	1,5	2,4	2,5	2,8
Zone euro	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	2,0
Japon	-0,4	1,7	1,6	-0,1	0,7	1,4
<b>Prix du baril de pétrole en USD</b>	111,4	111,7	108,7	99,0	54,0	50,0

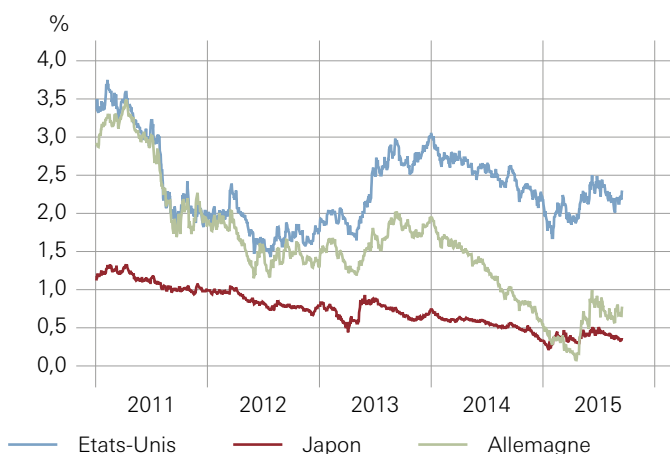
<sup>1</sup> Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

**TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE**

Titres d'Etat à 10 ans

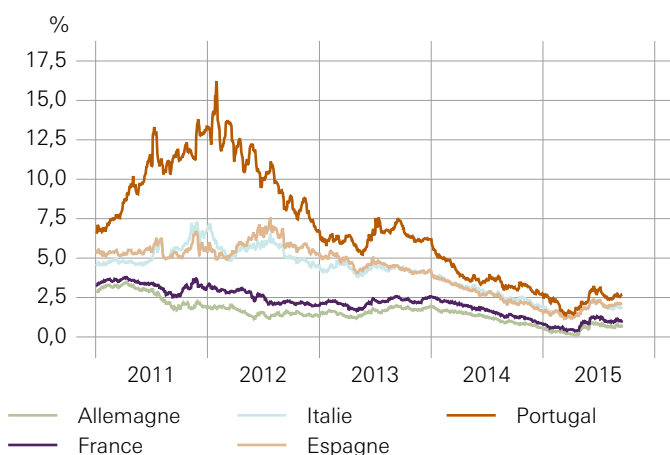


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

Le scénario de base de la BNS concernant l'économie mondiale est resté largement inchangé. Le redressement modeste de l'économie devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. La politique monétaire très expansionniste et les faibles prix de l'énergie continuent de soutenir la reprise dans les pays industrialisés; la sous-utilisation des capacités de production devrait donc diminuer de nouveau. L'évolution de la conjoncture demeure cependant médiocre dans plusieurs des principaux pays émergents: en août, les craintes d'un ralentissement soudain en Chine ont occasionné des turbulences sur les marchés financiers mondiaux, incitant le gouvernement à prendre d'autres mesures expansionnistes.

Le scénario de base comporte des risques importants. Les incertitudes au sujet de l'évolution conjoncturelle en Chine, notamment, se sont accrues. En revanche, l'accord trouvé pour un nouveau programme d'aide à la Grèce a momentanément apaisé les inquiétudes concernant une aggravation de la crise de la dette souveraine. De nouvelles turbulences sur les marchés financiers internationaux pourraient toutefois influencer fortement sur la politique monétaire à l'échelle mondiale.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des États-Unis. Elle part d'un prix de 50 dollars des États-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,10 dollar pour 1 euro. Ces deux données 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 demeurés volatils depuis l'examen de la situation économique et monétaire de juin. La crise grecque a suscité une grande incertitude qui a persisté jusqu'à ce qu'un accord concernant un nouveau plan de financement ait été conclu. De plus, l'inquiétude croissante relative à l'évolution conjoncturelle des pays émergents, en particulier de la Chine, a contribué aux turbulences sur les marchés des actions et des matières premières. L'indice du marché chinois des actions s'est effondré à la mi-juin et de nouveaux remous ont été observés en août. Le gouvernement chinois a réagi en introduisant progressivement une série de mesures de stabilisation. Le Shanghai Composite Index a toutefois perdu environ 35% de sa valeur jusqu'à la mi-septembre, redescendant ainsi à son niveau du début de l'année. L'impact sur les marchés financiers internationaux a été considérable: le MSCI World, l'indice mondial du marché des actions, est tombé en dessous de son niveau de début 2015. L'indice de volatilité afférant aux actions américaines (VIX), qui est calculé d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a parfois atteint des niveaux qui n'avaient plus été enregistrés depuis 2011 (voir graphique 2.2).

Dans ce contexte, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont diminué depuis la mi-juin dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). Dans certains pays périphériques de la zone euro, ils ont cependant légèrement progressé, d'une manière momentanée, à la suite de la crise grecque. Les attentes du marché concernant la politique monétaire américaine ont marqué l'évolution sur le marché des devises. Dans un premier temps, le dollar des Etats-Unis s'est apprécié sur un large front, notamment en raison du fait que les marchés tablaient sur un relèvement du taux directeur par la Réserve fédérale. Fin août, les craintes d'un ralentissement conjoncturel mondial ont amené les acteurs sur les marchés à escompter un report de cette hausse des taux. Le dollar des Etats-Unis a alors un peu faibli face à l'euro et au yen, mais il a encore pris de la valeur par rapport aux monnaies des pays émergents. En termes pondérés par le commerce extérieur, l'euro et le yen ont marqué une légère hausse, comme le montrent les derniers chiffres disponibles (voir graphique 2.5).

Compte tenu de l'offre abondante et de la demande modeste, les prix des matières premières ont reculé sur un large front (voir graphique 2.6). En particulier les prix des métaux industriels et du pétrole ont sensiblement fléchi en raison des inquiétudes concernant l'économie chinoise.

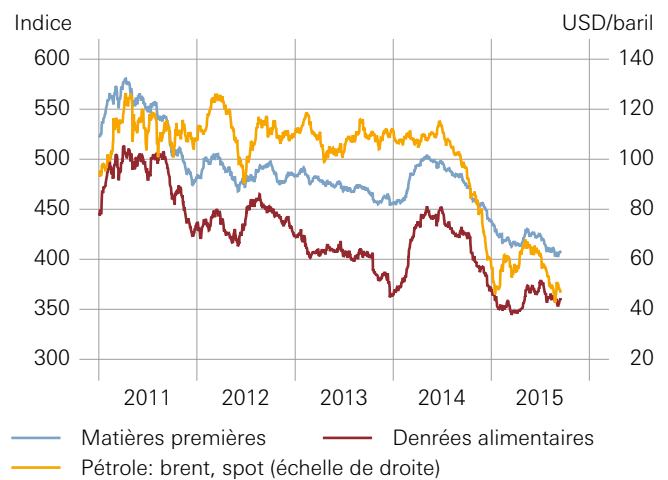
## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a retrouvé de sa vigueur au deuxième trimestre. Le PIB a progressé de 3,7% (voir graphique 2.7), après avoir été faible au premier trimestre. Soutenue par les prix bas de l'essence, la consommation privée s'est nettement redressée. De plus, certains facteurs spéciaux tels que la vague de froid et les grèves dans les ports de la côte Ouest, qui avaient pesé sur la croissance au premier trimestre, n'ont plus joué de rôle. Le taux de chômage s'est inscrit à 5,1% en août (voir graphique 2.10). Le faible taux de participation au marché du travail et l'augmentation du travail à temps partiel laissent supposer que le potentiel de main-d'œuvre n'est pas encore entièrement exploité.

Dans l'ensemble, les perspectives conjoncturelles sont favorables. La progression solide de l'emploi et la croissance plus marquée des salaires devraient stimuler la production de l'ensemble de l'économie au cours des prochains trimestres. Par contre, l'appréciation du dollar continue d'agir comme un frein. A cette situation s'ajoute le fait que, dans le cadre d'une révision annuelle des données, le Bureau of Economic Analysis (BEA) a corrigé à la baisse la croissance économique moyenne des trois dernières années. Eu égard à la productivité plus faible, il faut s'attendre à ce que, pour les trimestres à venir, la croissance du potentiel soit plus basse que ce qui avait été escompté auparavant. La BNS a relevé ses prévisions de croissance à 2,5% pour 2015 en raison de la forte progression au deuxième trimestre. Par contre, pour 2016, elle les a quelque peu revues à la baisse par rapport au trimestre précédent, les fixant à 2,8% (voir tableau 2.1).

Graphique 2.6

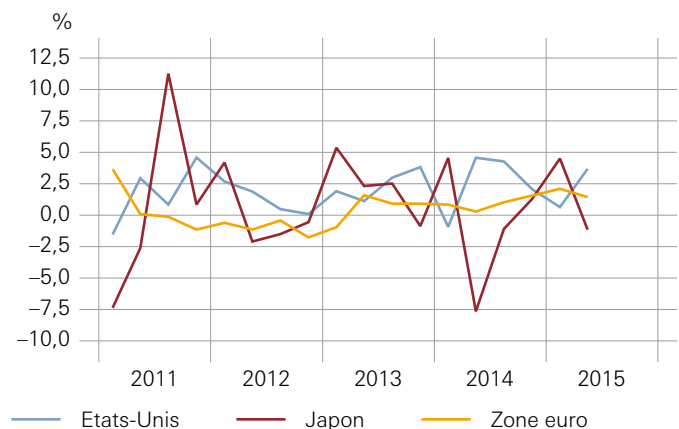
## PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



Graphique 2.7

## PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

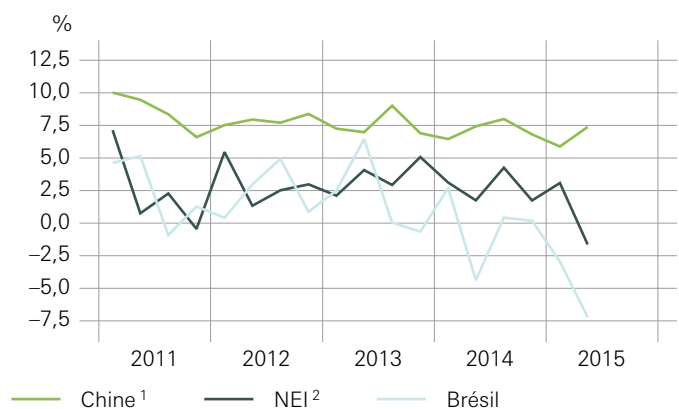
Variation par rapport à la période précédente



Graphique 2.8

## PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

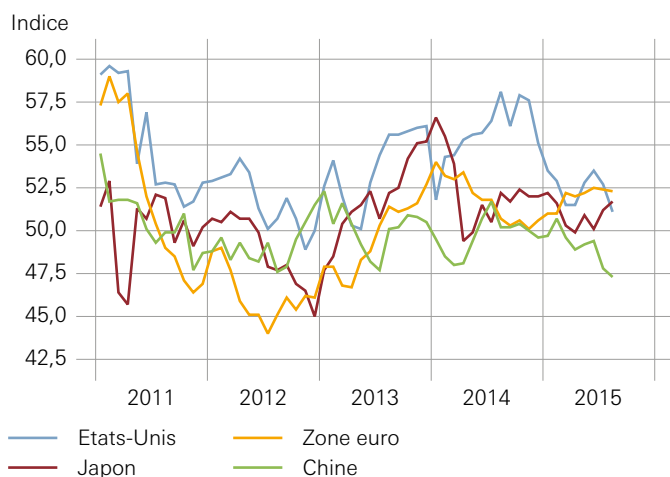


1 Estimation BNS.

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

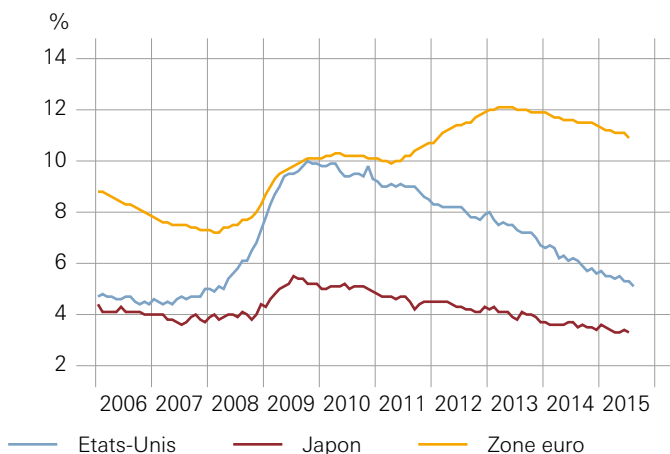
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

**INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)**

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

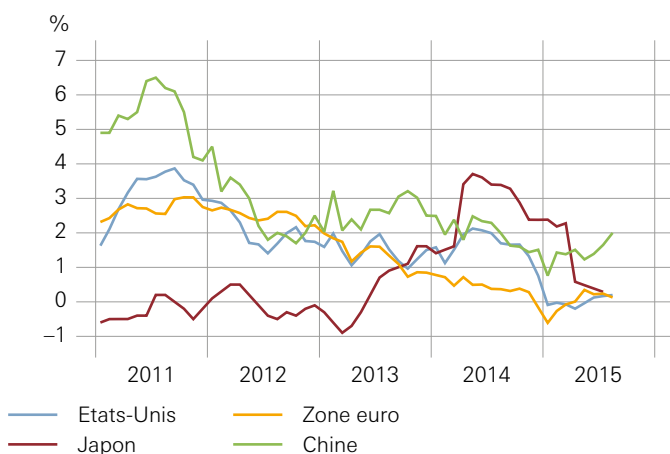
**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

Compte tenu de la faiblesse des prix du pétrole, le renchérissement annuel, mesuré à l'aide des prix à la consommation, est resté proche de zéro ces derniers mois. En août, il s'établissait à 0,2%, tandis que l'inflation sous-jacente était presque inchangée, à 1,8% (voir graphiques 2.11 et 2.12). D'après l'hypothèse retenue pour le prix du pétrole dans le scénario de base, les prix à la consommation aux États-Unis devraient pratiquement stagner en 2015, en moyenne annuelle.

La Réserve fédérale a maintenu à 0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur (voir graphique 2.13). Elle considère toujours que la situation économique des États-Unis nécessitera pendant un certain temps encore des taux d'intérêt plus bas que d'ordinaire, même une fois que l'objectif de la stabilité des prix et celui du plein emploi auront été atteints. Dans le contexte actuel, les marchés s'attendent à ce que de premières mesures en vue d'une normalisation progressive soient prises vers la fin de l'année.

**ZONE EURO**

La reprise conjoncturelle modeste s'est poursuivie dans la zone euro. Le PIB a augmenté de 1,4% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7). La croissance a été soutenue principalement par les exportations et la consommation privée, tandis que les investissements ont reculé pour la première fois en un an. La phase d'expansion qui a commencé début 2013 dans la zone euro se caractérise par une évolution plus lente que celle observée lors des phases précédentes. Le taux de chômage, qui avait atteint son apogée à la mi-2013, n'a que légèrement reculé et s'inscrivait à 10,9% en juillet (voir graphique 2.10).

La politique monétaire expansionniste et les faibles prix du pétrole continuent de stimuler la croissance. Les conditions de financement pour les ménages et les entreprises se sont améliorées. En outre, l'incertitude sur l'évolution de la Grèce s'est réduite après l'accord concernant un troisième plan de financement. Les enquêtes reflètent dès lors une reprise conjoncturelle modérée. La Grèce est cependant toujours confrontée à des défis importants. En effet, le cap de la politique économique après les élections parlementaires du 20 septembre reste incertain, et il est difficile de dire quel impact le contrôle des mouvements de capitaux mis en place fin juin aura sur la conjoncture. Dans d'autres pays de la zone euro, l'assainissement des finances publiques et la mise en œuvre de réformes favorisant la croissance constituent également des défis majeurs. Dans l'ensemble, les prévisions de croissance de la BNS pour la zone euro demeurent largement inchangées. La BNS table sur une progression de 1,5% en 2015 et de 2% en 2016.

En conséquence de la baisse des prix du pétrole, la progression des prix à la consommation a légèrement diminué dans la zone euro pour s'inscrire à 0,1% en août (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé, s'établissant à 0,9% (voir graphique 2.12). Les

anticipations d'inflation déterminées sur la base d'enquêtes auprès des entreprises et la progression des salaires sont restées modestes.

La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu ses taux directeurs au même niveau qu'aux trimestres précédents (voir graphique 2.13). Commencé en mars, le programme d'achats de titres est réalisé comme prévu et doit se poursuivre au moins jusqu'en septembre 2016. Du fait de ce programme, les liquidités excédentaires se sont encore accrues, et l'Euribor à trois mois a évolué dans la zone négative en restant pratiquement inchangé.

## JAPON

L'économie japonaise a perdu de sa vigueur au deuxième trimestre. Le PIB a reculé de 1,2%, alors qu'il avait progressé de 4,5% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Les exportations ont diminué pour la première fois depuis six trimestres. La consommation des ménages a également baissé, mais cela tient en partie à des facteurs spéciaux.

Le redressement devrait de nouveau s'affermir au troisième trimestre, soutenu par la faiblesse du yen, la demande croissante de l'étranger et la baisse des prix de l'énergie à l'importation. Le climat reste bon dans l'industrie d'exportation en raison des bénéfices élevés des entreprises et des conditions de financement favorables. La situation demeure cependant difficile pour certains secteurs axés sur le marché intérieur, car la consommation croît modestement. L'amélioration de l'utilisation des capacités sur le marché du travail devraient peu à peu stimuler la croissance des salaires dans l'ensemble de l'économie et soutenir les dépenses de consommation des ménages. De plus, le gouvernement japonais a indiqué fin juin qu'il ne prévoyait aucune mesure supplémentaire jusqu'en 2018 pour assainir les finances publiques et qu'il donnerait la priorité à la croissance économique ces trois prochaines années. La BNS a laissé ses prévisions de croissance pour le Japon largement inchangées (voir tableau 2.1).

L'inflation a eu tendance à diminuer depuis avril, mais les prix plus élevés des denrées alimentaires ont partiellement compensé le recul de ceux de l'énergie. En juillet, le renchérissement annuel s'établissait à 0,3% (voir graphique 2.11). Il devrait provisoirement poursuivre sa baisse sous l'influence des cours du pétrole, qui fléchissent eux aussi. Les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné ces derniers mois, restant en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Depuis l'assouplissement auquel elle a procédé fin octobre 2014, cette dernière a continué de mener une politique axée sur l'accroissement de la base monétaire (voir graphique 2.14).

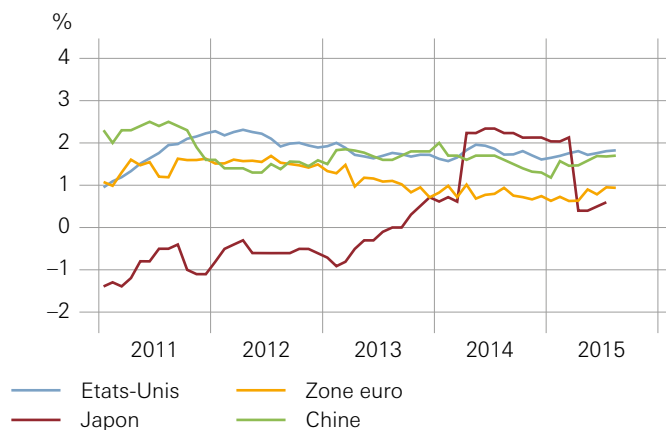
## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Les économies émergentes présentent une évolution conjoncturelle contrastée: en Chine, la croissance économique, soutenue par les mesures d'assouplissement mises en œuvre depuis fin 2014 dans le domaine de la

Graphique 2.12

### INFLATION SOUS-JACENTE <sup>1</sup>

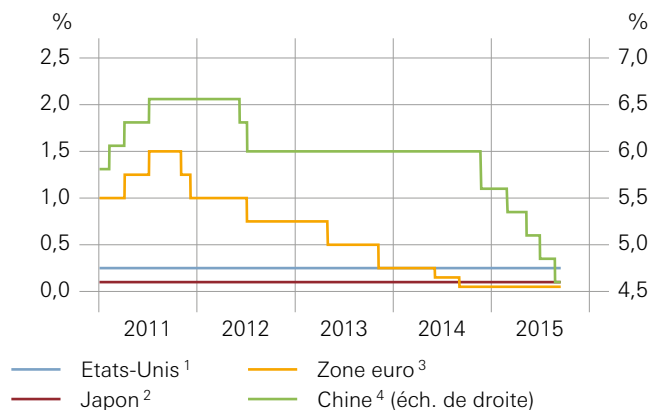
Variation par rapport à l'année précédente



<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.  
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

### TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

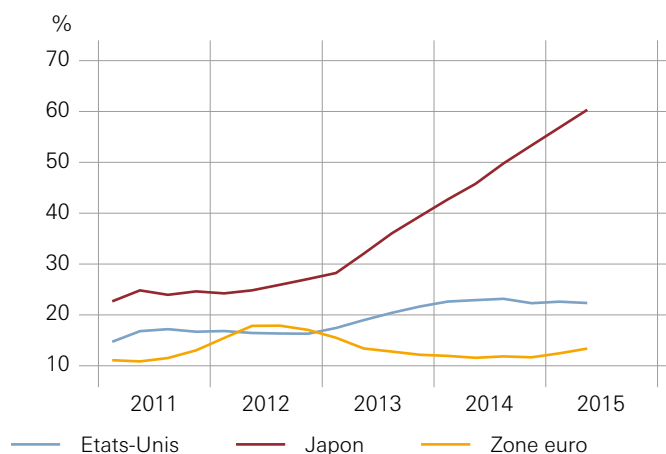


<sup>1</sup> Taux des fonds fédéraux. <sup>2</sup> Taux cible au jour le jour.  
<sup>3</sup> Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.  
<sup>4</sup> Taux des prêts à 1 an.  
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

### BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.



politique monétaire et budgétaire, a légèrement progressé au deuxième trimestre (voir graphique 2.8). Le PIB a encore affiché une forte hausse en Inde, alors qu'il a de nouveau reculé au Brésil et en Russie.

En ce qui concerne la Chine, la BNS continue de tabler sur une croissance légèrement inférieure à 7%. Les récentes turbulences sur le marché chinois des actions ont toutefois mis en évidence les risques liés au changement structurel. Les conséquences économiques directes de la correction du marché des actions doivent être considérées comme limitées, d'autant que les ménages et les banques détiennent relativement peu d'actions et que le financement des entreprises sur ce marché est encore insignifiant en Chine, mais les fortes surcapacités et l'endettement dans l'industrie et la construction continuent de peser sur les perspectives conjoncturelles et recèlent des risques importants. Les résultats des enquêtes réalisées récemment dans l'industrie laissent également penser que l'activité ralentira dans ce secteur au second semestre. Le gouvernement a accéléré la réalisation de projets d'infrastructure pour stabiliser la conjoncture à court terme.

Pour ce qui est de l'Inde, la BNS s'attend à court terme à une croissance proche du potentiel. La hausse des créances douteuses et le retard dans la mise en œuvre de réformes économiques comportent toutefois de faibles risques de dégradation. La performance économique devrait encore reculer en Russie et au Brésil en 2015. L'économie russe, qui dépend des exportations de pétrole et de gaz, souffre des prix bas des matières premières et des sanctions occidentales. Au Brésil, la crise économique devrait se poursuivre à court terme en raison d'une diminution du revenu réel, d'une progression du chômage et d'un manque de certitude politique.

L'inflation a évolué de manière disparate dans les économies émergentes. En Chine, elle a certes augmenté, mais elle reste inférieure à l'objectif de 3% que la banque centrale s'est fixé pour 2015 (voir graphique 2.11). En Inde, le renchérissement a encore sensiblement fléchi (3,7%) en raison du recul des prix des denrées alimentaires. Il est par contre demeuré exceptionnellement élevé au Brésil (9,5%) et en Russie (15,8%), du fait notamment de la faiblesse de la monnaie respective de ces deux pays.

La Banque populaire de Chine a de nouveau abaissé ses taux directeurs et le taux des réserves minimales fin juin et fin août pour soutenir la conjoncture et restaurer la confiance des marchés après le recul des cours des actions (voir graphique 2.13). De plus, elle a autorisé à la mi-août une dépréciation modeste du renminbi par rapport au dollar des Etats-Unis, dans le cadre d'une adaptation du régime de change. Les banques centrales d'Inde et de Russie ont également réduit leurs taux directeurs. La Banque de Russie a continué dans cette voie pour soutenir la conjoncture; son taux directeur s'établit désormais à 11%. En même temps, elle le maintient toutefois à un niveau élevé afin de stabiliser le 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

Conformément aux attentes, la conjoncture suisse s'est stabilisée au deuxième trimestre, après avoir affiché une évolution négative au début de l'année. Selon une première estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a augmenté de 1% au deuxième trimestre, retrouvant ainsi son niveau de fin 2014. Du côté de la demande, la croissance a reposé sur une large assise. En ce qui concerne la production, la reprise dans l'industrie manufacturière a apporté une contribution importante à la relance. Compte tenu de la situation difficile sur le marché des changes depuis la suppression du cours plancher, les marges bénéficiaires sont soumises à de fortes pressions dans de nombreuses branches.

Dans l'ensemble de l'économie, l'écart de production est resté négatif au deuxième trimestre. L'utilisation des capacités de production a cependant légèrement progressé dans l'industrie manufacturière. La croissance de l'emploi a ralenti, et le chômage a encore quelque peu augmenté.

Le franc est toujours nettement surévalué, ce qui continue à entraver l'activité économique. L'amélioration progressive de la conjoncture mondiale devrait dynamiser peu à peu la demande extérieure des biens et services suisses, et atténuer les effets des cours change défavorables. Pour 2015, la BNS table toujours sur une croissance de près de 1%.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

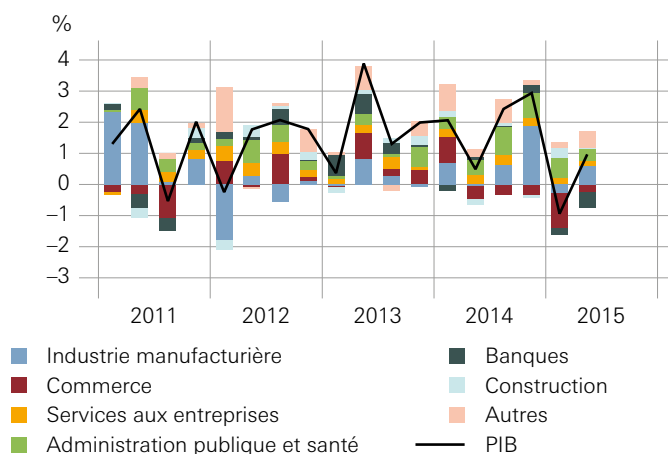
### Légère reprise de la croissance au deuxième trimestre

Deux branches ont principalement soutenu la stabilisation au deuxième trimestre. D'une part, dans l'industrie manufacturière, la création de valeur est redevenue positive. D'autre part, dans le commerce, elle a reculé de manière moins marquée, après un net repli au trimestre précédent (voir graphique 3.1). Les autres branches ont présenté une image contrastée. La création de valeur a augmenté, tant au premier qu'au deuxième trimestre, dans certaines branches des services (par exemple les services aux entreprises, les assurances et l'administration publique), ce qui a contribué à stabiliser la situation conjoncturelle, à la suite de l'appréciation du franc.

Graphique 3.1

### CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

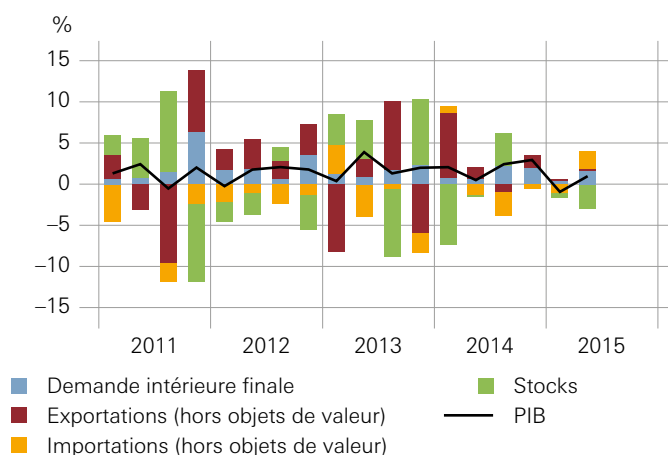


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

### DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

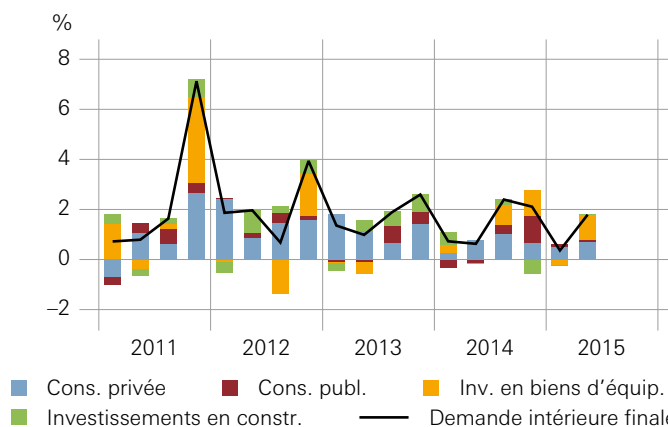


Source: SECO.

Graphique 3.3

### DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

### Augmentation de la demande intérieure

La demande intérieure finale a connu un léger regain de dynamisme au deuxième trimestre (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). Cette évolution tient en grande partie à une croissance robuste des investissements en biens d'équipement, qui a été favorisée par les prix nettement plus bas qu'à l'accoutumée de ce type de biens. La consommation des ménages a également affiché une hausse un peu plus forte qu'au trimestre précédent, mais cette progression a été inférieure à la moyenne, malgré la persistance d'une forte immigration et l'évolution favorable des revenus. En outre, l'accroissement des dépenses s'est, dans l'ensemble, limité à l'achat de véhicules et au domaine de la santé. Le génie civil a stimulé la légère hausse des investissements en constructions. En revanche, l'activité de construction de logements a encore quelque peu baissé.

### Contribution positive du commerce extérieur

Les exportations ne se sont que faiblement accrues au deuxième trimestre, alors que les importations ont nettement fléchi. Il en a résulté une contribution robuste du commerce extérieur à la croissance du PIB (voir tableau 3.1). Les échanges de biens ont reculé dans les deux sens, y compris le commerce de transit. Les exportations classiques de biens (hors commerce de transit) ont certes quelque peu augmenté, mais elles se situent à un niveau encore bien inférieur à celui de l'année passée. Les entreprises exportatrices ont non seulement souffert des conditions de change défavorables, mais aussi du ralentissement du cycle industriel mondial, qui se reflète dans la morosité du commerce international.

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	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	0,8	2,7	2,2	1,3	1,1	2,3	0,4	1,3	1,6	1,1	0,8	1,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,1	1,3	1,3	5,6	3,7	-2,8	-1,0	3,0	8,6	1,1	0,6
Investissements	4,3	2,9	1,2	2,1	2,1	2,6	3,1	-0,2	3,9	1,6	-1,0	3,8
Construction	2,5	2,9	3,1	3,3	5,6	6,9	5,0	-0,4	2,2	-5,6	-0,3	0,5
Biens d'équipement	5,3	2,8	0,0	1,3	0,0	0,0	1,8	0,0	4,9	6,5	-1,4	6,0
Demande intérieure finale	1,9	2,7	1,8	1,5	1,9	2,6	0,7	0,6	2,4	2,1	0,4	1,8
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,3	-1,0	0,7	-0,4	-8,2	8,0	-7,4	-0,2	4,1	0,0	-0,5	-3,0
Exportations totales <sup>2</sup>	3,5	3,0	0,0	4,2	16,3	-11,1	15,4	2,8	-1,8	3,1	0,6	0,5
Biens <sup>2</sup>	6,2	0,9	-2,3	5,1	27,6	-17,6	19,7	9,7	-6,1	1,7	3,8	-1,0
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	6,5	1,7	-1,0	4,0	2,9	-4,4	12,1	2,2	9,9	-3,8	-8,6	2,1
Services	-2,2	7,4	4,7	2,4	-2,7	3,2	7,5	-9,8	7,5	5,8	-5,4	3,5
Importations totales <sup>2</sup>	4,7	4,4	1,3	2,8	1,4	5,8	-2,1	3,1	6,7	1,3	2,6	-5,2
Biens <sup>2</sup>	3,1	2,3	0,7	1,7	-0,1	13,3	-10,0	10,1	2,2	-7,1	2,6	-13,6
Services	8,6	9,3	2,9	5,1	4,6	-8,9	17,1	-10,2	17,1	20,8	2,3	12,7
Commerce extérieur <sup>3</sup>	-0,1	-0,2	-0,6	1,0	7,8	-8,3	8,8	0,1	-3,8	1,0	-0,8	2,4
<b>PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>

1 Contribution à la croissance en points (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.

Source: SECO.



## MARCHÉ DU TRAVAIL

Le ralentissement de l'activité économique enregistré en Suisse depuis la suppression du cours plancher s'est répercuté sur le marché du travail. La croissance de l'emploi a considérablement faibli, et le chômage a quelque peu progressé.

### Faible hausse de l'emploi

Au deuxième trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée a crû de 1,1% en données corrigées des variations saisonnières (voir graphique 3.4). L'augmentation a été plus faible qu'aux trimestres précédents, ce qui devrait, au moins partiellement, découler de la forte appréciation du franc au début de l'année.

Selon la statistique de l'emploi, le secteur des services a continué de créer des postes alors qu'il compte déjà environ trois quarts des emplois exprimés en équivalents plein temps. En revanche, l'emploi s'est encore replié dans l'industrie (voir graphique 3.5).

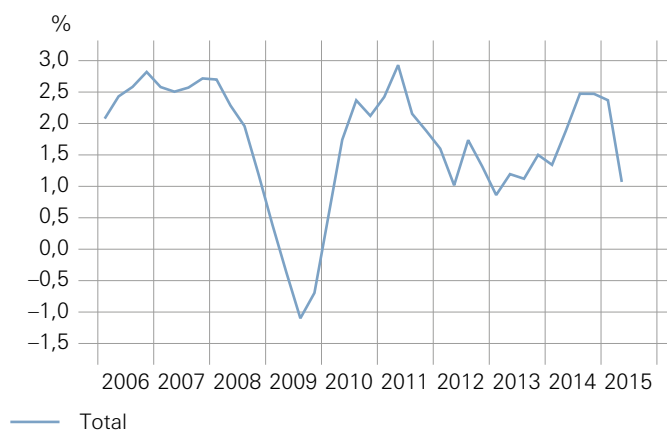
### Légère progression du chômage

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières a encore crû. Par rapport au creux de novembre 2014, le nombre de chômeurs a augmenté d'environ 8 000 personnes pour s'établir, fin août, à 145 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières. A cette date, le taux de chômage s'inscrivait à 3,3% en données désaisonnalisées (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

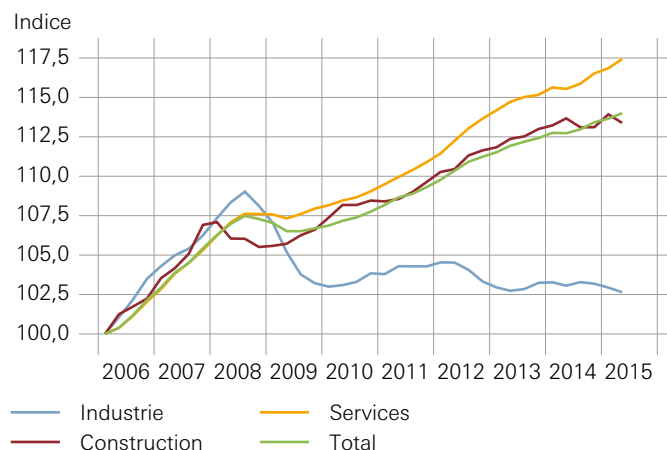


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

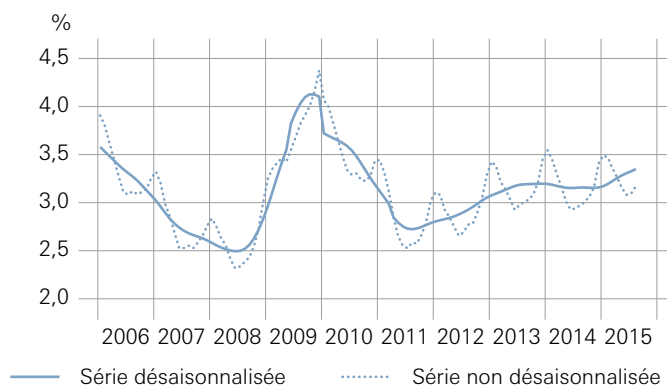
1<sup>er</sup> trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

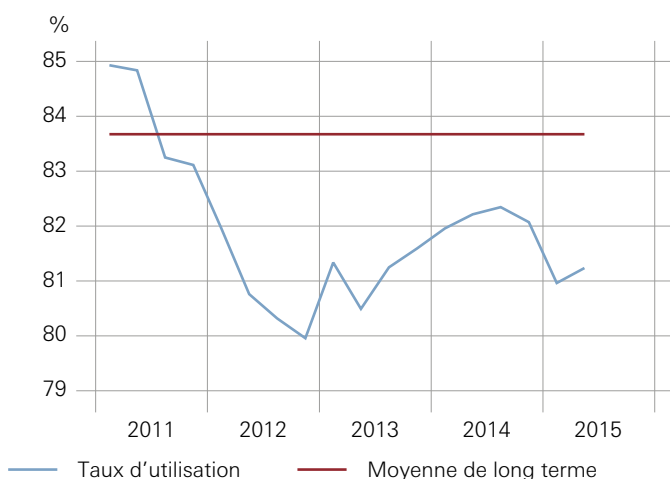
### TAUX DE CHÔMAGE



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'en 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010. Source: SECO.

Graphique 3.7

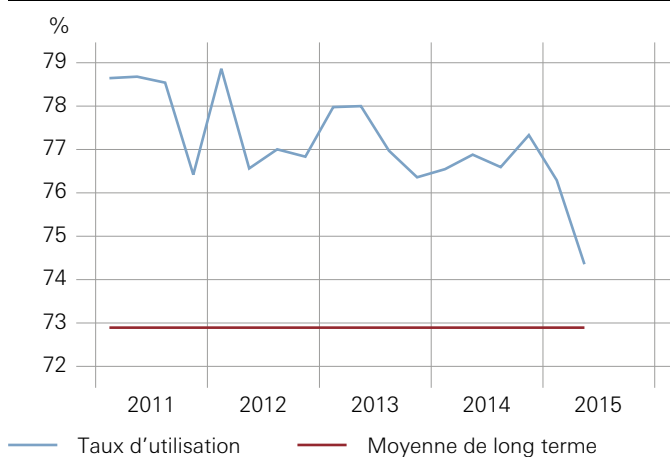
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



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

Graphique 3.8

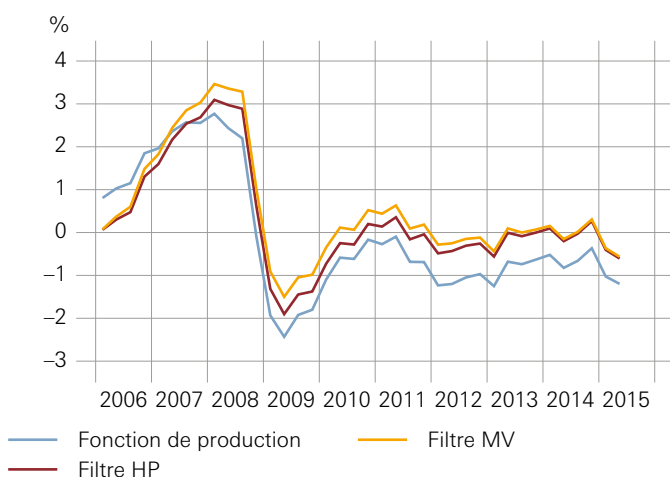
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



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 légèrement augmenté au deuxième trimestre, s'inscrivant à 81,2%. Il demeure néanmoins nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a en revanche fortement diminué au deuxième trimestre. Contrairement à l'industrie manufacturière, ce secteur continue toutefois de présenter un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen.

### Accentuation de l'écart de production négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. En raison la croissance modérée du PIB au deuxième trimestre, la sous-utilisation des capacités de production s'est accentuée dans l'ensemble de l'économie. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, l'écart de production était de -1,2% au deuxième trimestre, contre -1% au trimestre précédent. Calculé à l'aide d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est un peu plus faible (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

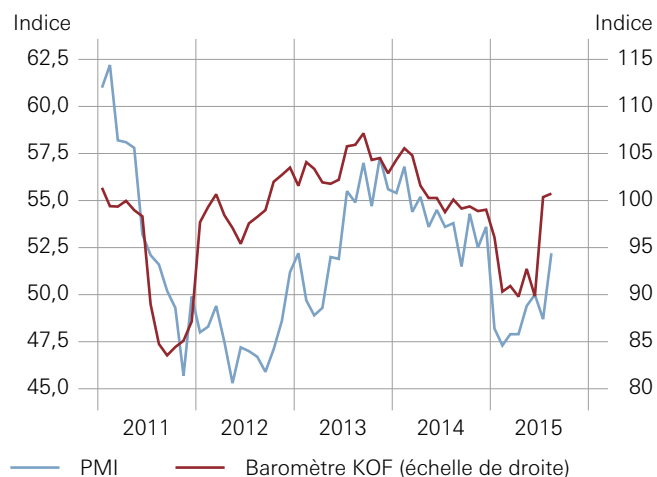
En Suisse, la conjoncture devrait progressivement retrouver de son dynamisme au second semestre. Divers indicateurs laissent penser que la situation économique s'est quelque peu améliorée au troisième trimestre. Le baromètre conjoncturel du KOF et l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière (PMI) se situent, par exemple, de nouveau clairement au-dessus du creux enregistré en début d'année (voir graphique 3.10).

La demande intérieure devrait continuer de soutenir la conjoncture à l'avenir. Du fait de l'amélioration de la situation mondiale et de la légère atténuation de la surévaluation du franc, les exportations devraient contribuer à nouveau plus fortement à la croissance économique. Pour 2015, la BNS prévoit toujours une croissance de près de 1%.

L'impact de l'appréciation du franc reste néanmoins très perceptible. Les entreprises sont soumises à de fortes pressions sur les prix, en particulier celles qui sont en concurrence directe avec les sociétés étrangères. Mais sur le marché intérieur aussi, ces pressions ont augmenté sous l'effet de la concurrence des produits importés. De nombreuses entreprises n'ont réussi à maintenir leurs volumes de ventes qu'en réduisant leurs marges bénéficiaires. Ainsi, elles subissent des pressions les incitant à prendre des mesures en vue d'accroître leur efficacité et de réduire leurs coûts.

Graphique 3.10

### INDICATEURS AVANCÉS

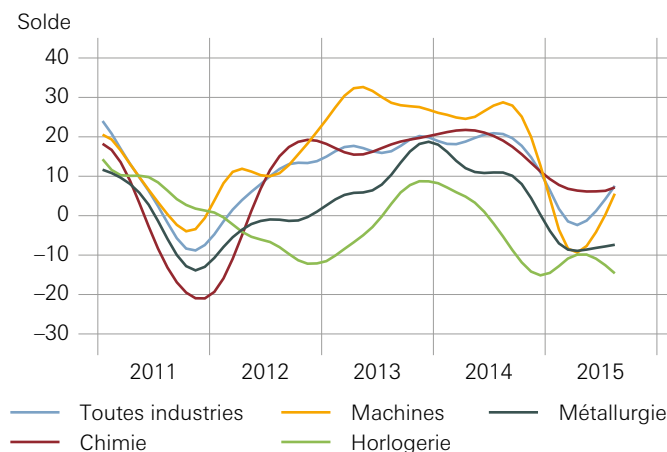


Sources: Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.11

### ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

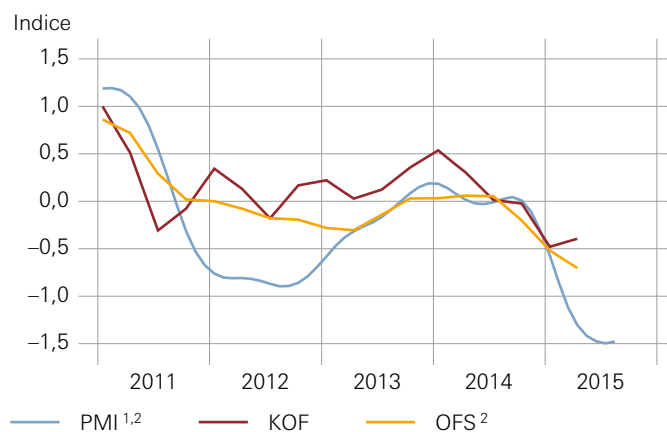
Composante tendance-cycle



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

Du côté des prix à la consommation, le taux de renchérissement annuel reste clairement négatif. En raison de la baisse des prix du pétrole, il était encore légèrement plus faible en août (-1,4%) qu'en mai, le mois précédant l'examen de la situation de mi-juin.

Les prix des services, et en particulier les loyers, sont pratiquement les seuls à fournir actuellement une contribution positive à l'évolution du taux de renchérissement annuel, même si leur augmentation reste modeste. Etant donné la réduction du taux d'intérêt de référence applicable aux contrats de bail, la hausse des loyers devrait rester faible.

Au cours des douze derniers mois, les prix de l'offre (prix à la production et à l'importation) ont enregistré un recul encore nettement plus marqué que les prix à la consommation. Ils continuent donc d'exercer une forte pression à la baisse sur les prix à la consommation situés en aval.

Les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes se sont stabilisées au cours des derniers mois. Elles avaient été clairement révisées vers le bas à la suite de la suppression du cours plancher, pour être ensuite légèrement corrigées à la hausse.

Sur le marché immobilier, les prix des appartements en propriété par étage et des maisons familiales ont poursuivi leur progression. Ce marché continue donc de présenter des déséquilibres et des risques.

## PRIX À LA CONSOMMATION

### Taux d'inflation plus fortement négatif

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), qui avait connu une chute marquée depuis l'automne 2014, a encore légèrement fléchi, passant de -1,2% en mai à -1,4% en août 2015 (voir tableau 4.1).

### Effets stables des principales composantes hors pétrole sur le renchérissement

Les contributions au renchérissement provenant des biens et services suisses et importés hors produits pétroliers sont restées majoritairement stables entre mai et août 2015 (voir graphique 4.1). Le recul que le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a enregistré sur cette période s'explique donc principalement par l'évolution des prix des produits pétroliers.

Tableau 4.1

## INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014	2015	2015	2015	2015	2015	2015
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	août
<b>IPC, indice total</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>
Biens et services suisses	0,4	0,3	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0
Biens	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,7	-0,8	-1,1	-0,9
Services	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,3
Services privés (hors loyers)	0,4	0,3	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
Loyers	1,2	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	0,7
Services publics	-0,8	-0,9	-1,2	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8
Biens et services importés	-1,2	-0,9	-1,6	-4,2	-4,8	-4,4	-5,3	-5,5
Hors produits pétroliers	-1,0	-0,7	-0,8	-1,5	-2,7	-2,4	-3,2	-3,1
Produits pétroliers	-2,4	-1,8	-6,7	-19,3	-16,6	-16,1	-16,8	-18,9

Sources: BNS et OFS.

En août, les prix des biens et services suisses affichaient le même niveau qu'un an auparavant. Les contributions négatives découlant des biens suisses ont compensé les contributions positives provenant des services. Le taux de renchérissement des loyers (relevés trimestrielllement) a légèrement fléchi en août (voir graphique 4.2).

### Taux d'inflation sous-jacente négatifs

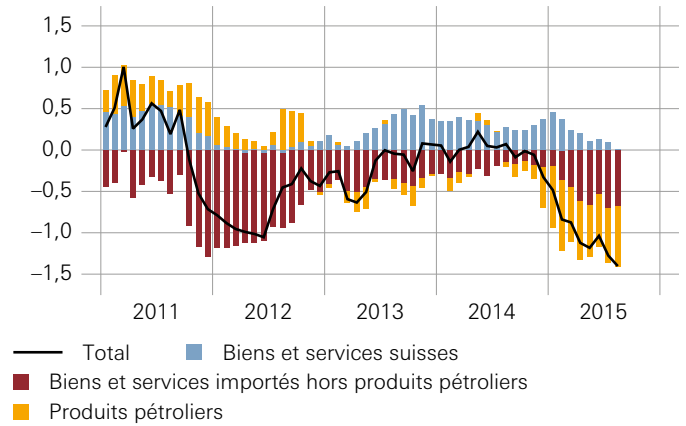
Les taux d'inflation sous-jacente évoluent en zone négative depuis le mois de mars. Ils ont continué de baisser, fortement jusqu'en mai puis seulement de façon peu marquée (voir graphique 4.3). L'inflation sous-jacente 1 (OFS1) établie par l'Office fédéral de la statistique s'inscrivait à  $-0,7\%$  en août, contre  $-0,6\%$  en mai. La moyenne tronquée (TM15) calculée par la BNS a passé de  $-0,4\%$  à  $-0,6\%$  sur la même période.

L'écart entre le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC et les taux d'inflation sous-jacente reflète en premier lieu 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). Les prix qui ont enregistré les plus importants reculs ces douze derniers mois dans le domaine des biens et services concernent principalement les produits pétroliers.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

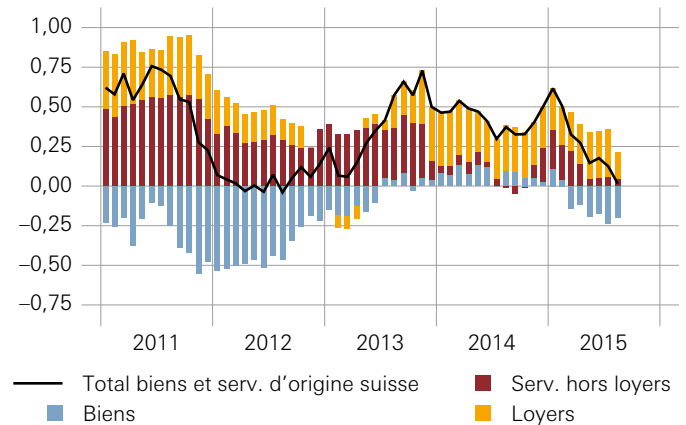


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

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

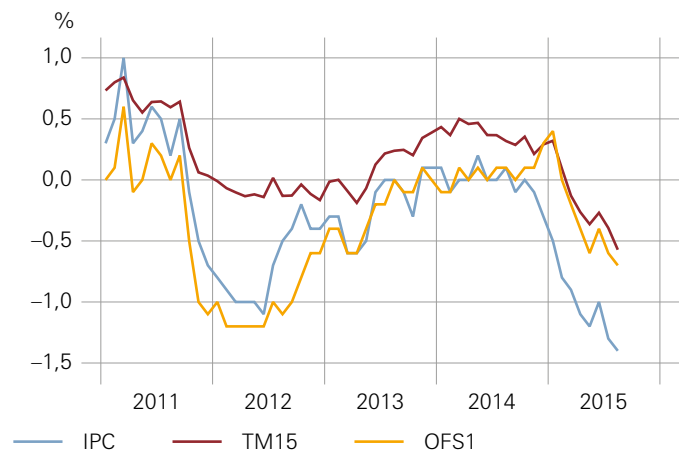


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

### INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

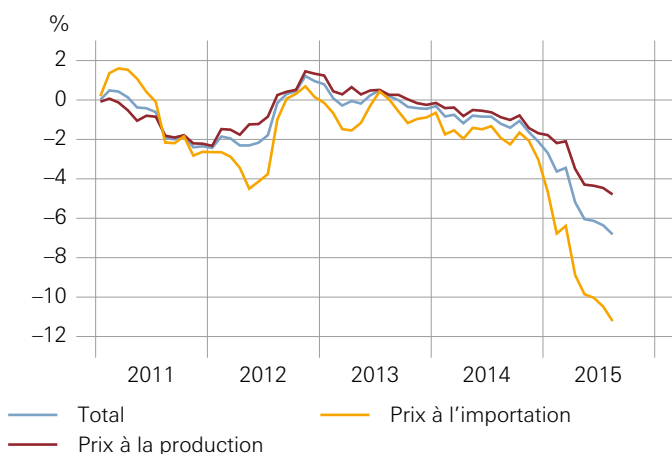


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.4

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

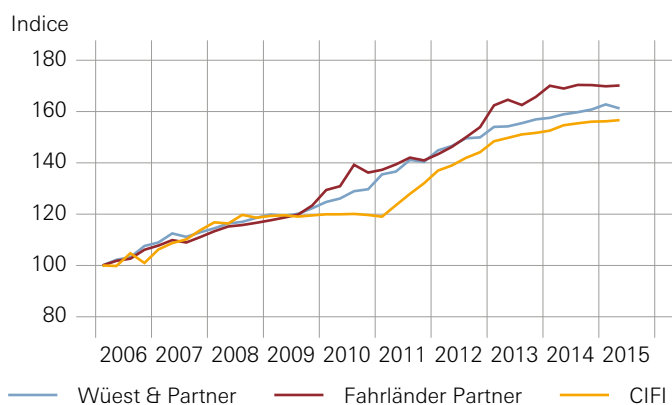


Source: OFS.

Graphique 4.5

**PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE**

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

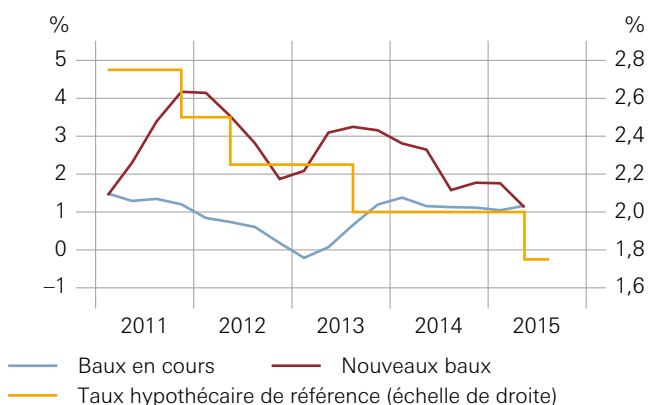


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest &amp; Partner.

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 &amp; Partner.

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

Du côté des prix de l'offre, le taux de renchérissement annuel a passé de -6% en mai à -6,8% en août. L'écart entre le niveau actuel et celui de la même période de l'année précédente continue d'être nettement plus grand pour les prix à l'importation que pour les prix à la production (voir graphique 4.4).

Le niveau des prix de l'offre avait fortement diminué entre novembre 2014 et mai 2015 sous l'effet du repli marqué des prix du pétrole et de l'appréciation du franc due à la suppression du cours plancher. Cette évolution s'est atténuée à partir de mai.

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

D'après la plupart des indices disponibles, les prix de l'immobilier résidentiel (appartements en propriété par étage et maisons familiales) ont légèrement progressé au deuxième trimestre 2015. Seul l'indice des prix des appartements en propriété par étage de Wüest & Partner a enregistré un recul, après avoir nettement progressé au trimestre précédent (voir graphique 4.5).

La hausse des prix a ralenti depuis début 2013, cette tendance étant toutefois plus marquée pour les appartements en propriété par étage que pour les maisons familiales. Sur les dix dernières années, le renchérissement reste par contre toujours beaucoup plus élevé pour les appartements en propriété par étage.

**Augmentation modérée des loyers des baux en cours**

La progression annuelle des loyers entrant dans la composition de l'IPC – lesquels peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours – est restée modérée (voir graphique 4.6)

Cette progression pourrait encore s'affaiblir quelque peu les prochains trimestres. D'une part en effet, l'augmentation des loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux), recensés par Wüest & Partner, a sensiblement ralenti au deuxième trimestre, et, d'autre part, le taux hypothécaire de référence déterminant pour la fixation des loyers a été ramené à 1,75% au 1<sup>er</sup> juin 2015.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

### Stabilisation des anticipations

Selon l'enquête menée en juillet par le SECO auprès des ménages, près de la moitié des personnes interrogées tablent sur des prix inchangés dans les douze prochains mois (voir graphique 4.7). Cette proportion a légèrement augmenté par rapport à l'enquête d'avril. La part des ménages s'attendant à une hausse des prix a également progressé, alors que celle des personnes anticipant une baisse a diminué.

Une part accrue (71% en août, contre 63% en mai) des analystes financiers interrogés dans le cadre du *Credit Suisse ZEW Financial Market Report* escomptent une stagnation des taux d'inflation à un horizon de six mois. La proportion d'analystes qui tablent sur une hausse est restée pratiquement inchangée (15%), tandis que les tenants du scénario inverse (taux d'inflation plus fortement négatif) représentaient une part en diminution (15% en août, contre 21% en mai).

Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale avec des entreprises de tous les secteurs économiques confirment cette stagnation des anticipations d'inflation à court terme. Au troisième trimestre, les interlocuteurs estimaient que le taux d'inflation s'établirait à  $-0,4\%$  dans six à douze mois, contre  $-0,6\%$  dans les anticipations du trimestre précédent.

### Révision à la hausse des anticipations d'inflation à moyen terme

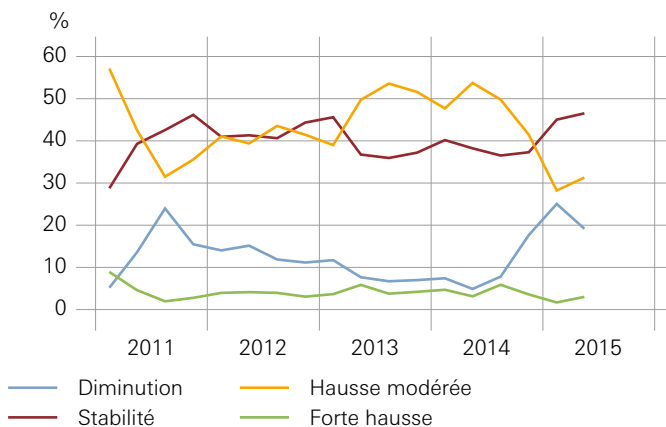
Les anticipations d'inflation à moyen terme ont été revues légèrement à la hausse, après une correction vers le bas à la suite de la suppression du cours plancher. D'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ces derniers tablaient, au deuxième trimestre, sur un taux d'inflation de  $0,7\%$  dans deux ans, contre  $0,6\%$  au premier trimestre. Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale fournissent des résultats similaires. Au troisième trimestre, les entreprises interrogées estimaient que le taux d'inflation serait de  $0,7\%$  dans un horizon de trois à cinq ans, alors qu'au trimestre précédent, elles s'attendaient à un taux de  $0,5\%$ .

Aucune nouvelle enquête sur les anticipations d'inflation à long terme n'a été publiée depuis l'examen de la situation de juin. Il ressortait des chiffres alors disponibles portant sur les six à dix prochaines années que la suppression du cours plancher n'avait pas 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.



Dans l'ensemble, les indicateurs monétaires n'ont guère varié depuis mai. Ils sont très proches des niveaux observés lors de l'examen de la situation de mi-juin.

Le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS, qui avait été maintenu à  $-0,75\%$  mi-juin, s'est répercuté sur les taux d'intérêt à court terme. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt sont par conséquent restés négatifs, tant pour les opérations gagées que pour les opérations non gagées.

Les taux d'intérêt à long terme ont légèrement diminué depuis le dernier examen de la situation. Le rendement des obligations fédérales à dix ans a été négatif en août et en septembre, après l'avoir été déjà, par moments, dans la première moitié de l'année. Du fait du repli des taux d'intérêt à long terme, la courbe des rendements des obligations de la Confédération s'est quelque peu aplatie.

Sur le marché des changes, le franc a faibli entre mi-juin et mi-septembre face à l'euro et au dollar des Etats-Unis. Les turbulences liées à l'évolution en Chine n'ont quasiment pas affecté le cours de l'euro en franc. Le franc et l'euro se sont cependant appréciés temporairement par rapport au dollar des Etats-Unis.

La croissance des crédits bancaires a encore faibli. Les agrégats monétaires comme les crédits bancaires ont enregistré des taux annuels de croissance très bas. Les crédits bancaires ont néanmoins continué à progresser à un rythme plus rapide que le PIB en termes nominaux.

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS MI-JUIN 2015

---

#### **Maintien du cap donné à la politique monétaire**

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 18 juin 2015, la Banque nationale a réaffirmé vouloir poursuivre le cap qu'elle avait donné à sa politique monétaire le 15 janvier 2015. Elle a maintenu la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Elle a également laissé inchangé 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 déclaré qu'elle continuerait 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 qu'elle était disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes pour influencer sur les conditions monétaires.

#### **Augmentation des avoirs à vue à la BNS**

Depuis mi-juin 2015, les avoirs à vue à la BNS ont légèrement augmenté. Dans la semaine du 7 au 11 septembre (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-septembre), ils portaient sur 464,3 milliards de francs et dépassaient ainsi de 9,2 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2015 (455,1 milliards). Entre mi-juin et mi-septembre 2015, ils s'élevaient en moyenne à 461,7 milliards de francs (395,7 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 66 milliards pour les autres avoirs à vue).

#### **Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé**

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 14,4 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 mai au 19 août 2015. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 382,8 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 372,1 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.



## TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

### Taux d'intérêt presque inchangés sur le marché monétaire

Depuis mi-juin, les taux d'intérêt sont restés quasiment inchangés sur le marché monétaire. Mi-septembre, les taux d'intérêt sur les opérations gagées (Swiss Average Rates) comme sur les opérations non gagées (Libor) étaient proches de  $-0,75\%$ , soit le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Le Libor à trois mois a ainsi continué à évoluer dans la zone médiane de sa marge de fluctuation (voir graphique 5.1).

### Taux d'intérêt à long terme de nouveau dans la zone négative

Le rendement des obligations fédérales à dix ans, qui avait été par moments négatif dans la première moitié de l'année, a fléchi fin juillet pour s'établir de nouveau au-dessous de  $0\%$ . Durant les mois d'août et de septembre, il est resté dans la zone négative. Mi-septembre, il s'inscrivait à près de  $-0,1\%$ , soit un niveau légèrement inférieur à celui de mi-juin.

Ce repli reflète principalement l'augmentation de la demande de placements sûrs. En outre, le renchérissement toujours bas a contribué à la baisse du rendement des obligations fédérales.

### Courbe des rendements plus plate

Mi-septembre, la courbe des rendements des obligations de la Confédération était plus plate qu'à mi-juin (voir graphique 5.2). Ce tassement reflète surtout le repli, par rapport au trimestre précédent, des taux d'intérêt à long terme.

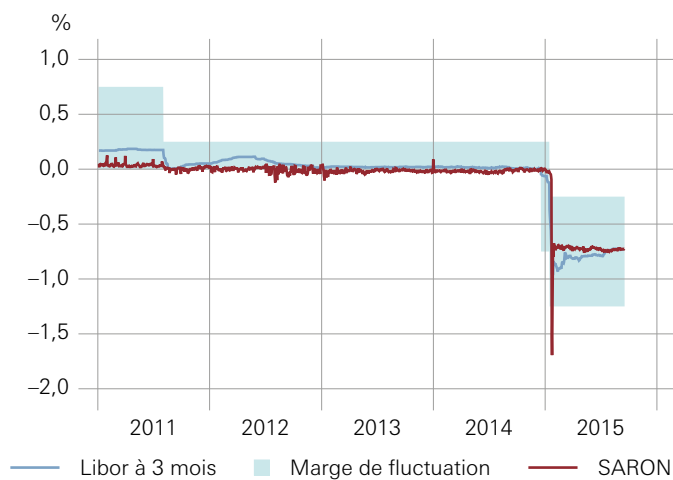
### Bas niveaux des taux d'intérêt réels

Mi-septembre, le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à environ  $0,2\%$ . Il était ainsi inférieur à son niveau du trimestre précédent, mais très proche des niveaux qu'il avait enregistrés les deux ou trois trimestres auparavant (voir graphique 5.3).

Ce taux est calculé à partir du rendement des obligations à dix ans de la Confédération et des anticipations d'inflation pour la même période, estimées à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR).

Graphique 5.1

### TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

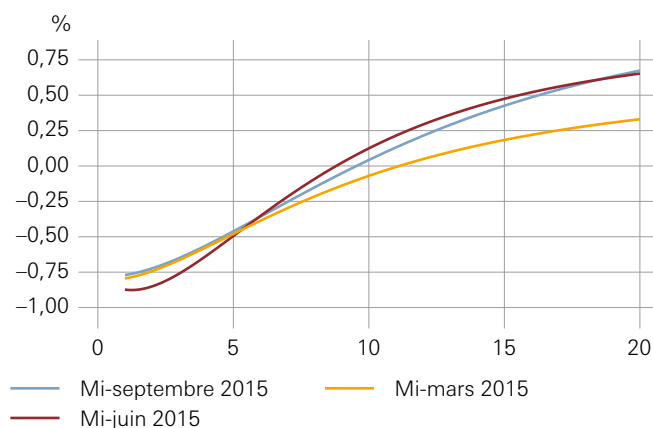


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

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

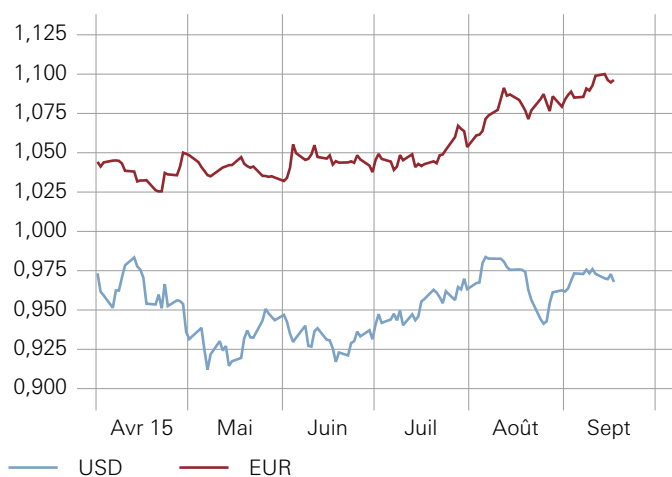
Obligations à dix ans de la Confédération; anticipations d'inflation estimées à l'aide d'un modèle VAR



Source: BNS.

Graphique 5.4

### 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

### Affaiblissement du franc face à l'euro

De mi-juillet à mi-août, le franc a faibli face à l'euro (voir graphique 5.4). Cette évolution s'explique surtout par la perspective d'un accord entre la Grèce et ses créanciers au sujet d'un nouveau plan d'aide. En septembre, l'euro s'est établi par moments à 1,10 franc.

Entre mi-juin et mi-août, le franc a faibli aussi par rapport au dollar des Etats-Unis. L'incertitude des investisseurs, qui s'est traduite par des turbulences sur les marchés des actions, a par la suite contribué au raffermissement temporaire de l'euro et du franc vis-à-vis du dollar des Etats-Unis.

### Léger assouplissement des conditions monétaires

En données nominales pondérées par les exportations, le franc a faibli entre mi-juin et mi-septembre. Les taux d'intérêt à court terme étant restés presque inchangés, les conditions monétaires se sont quelque peu assouplies.

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 lors de l'examen de la situation économique et monétaire. S'il affiche une valeur négative, il indique un assouplissement des conditions monétaires.

### Valeur extérieure du franc très élevée en termes réels

En données réelles pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a diminué légèrement depuis l'examen de juin. Etant donné que le niveau des prix a augmenté plus fortement à l'étranger qu'en Suisse, la valeur extérieure du franc a fléchi un peu plus nettement en termes réels qu'en termes nominaux. Elle reste néanmoins à un niveau très élevé (voir graphique 5.6).

## MARCHÉ DES ACTIONS

### Chute des cours des actions

Le marché suisse des actions a chuté, en août, du fait des turbulences que l'évolution en Chine a provoquées sur les marchés financiers.

Début août, le Swiss Market Index (SMI) était proche de son record de 2007. Par la suite, il a perdu par moments jusqu'à 14%. Un niveau encore plus bas avait été observé temporairement en janvier 2015, après la suppression du cours plancher. Mi-septembre, il était inférieur d'environ 2% à son niveau de fin 2014 (voir graphique 5.7).

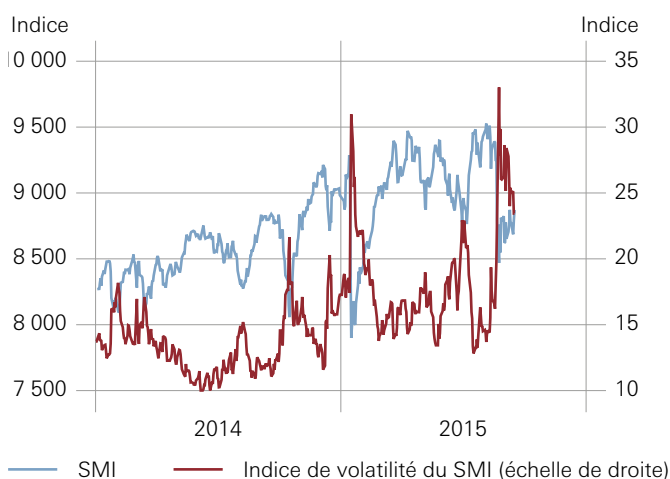
Calculée à partir des prix des options, la volatilité attendue pour le SMI a sensiblement augmenté en août et atteint temporairement un niveau encore plus élevé qu'après la suppression du cours plancher en janvier 2015. En septembre, la volatilité attendue par le marché a certes diminué, mais est restée relativement élevée.

### Tous les principaux sous-indices touchés de manière presque égale

La chute des cours d'août 2015 a touché à peu près avec la même ampleur tous les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI). Le graphique 5.8 montre les fluctuations de quatre sous-indices, le niveau du 14 janvier 2015 (veille de la suppression du cours plancher) ayant été fixé à 100. Il en ressort que les valeurs de la santé, des biens de consommation et de l'industrie ont dans l'ensemble connu une évolution très similaire depuis mi-janvier. Du côté des services financiers, la dynamique a été un peu plus favorable durant cette période.

Graphique 5.7

### COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

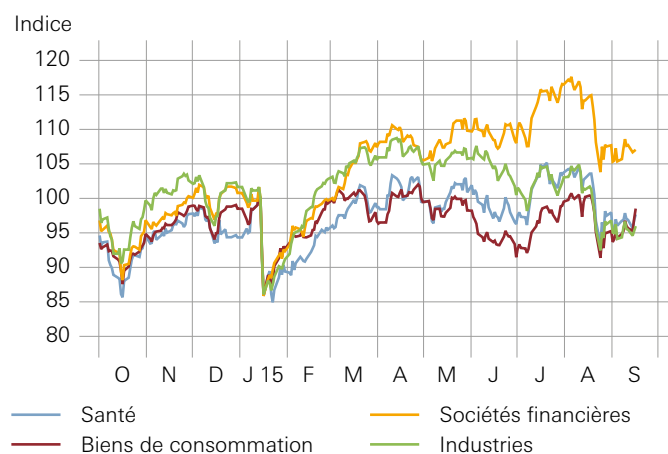


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

### SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

14 janvier 2015 = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

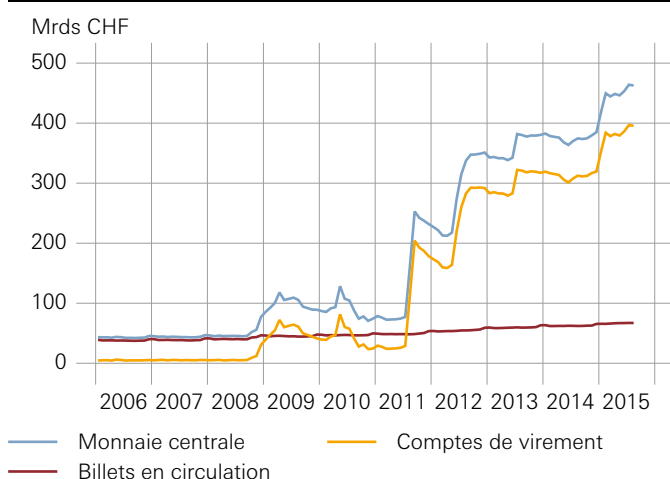
## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

### Agrégats monétaires au sens large presque constants

La monnaie centrale, qui est constituée des billets en circulation et des avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, a augmenté de 16,4 milliards de francs entre mai et août (voir graphique 5.9). Cet accroissement est dû principalement aux avoirs en comptes de virement. Au cours de la même période, les billets en circulation n'ont en effet que légèrement augmenté.

Graphique 5.9

#### MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Tableau 5.1

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014	2015	2015	2015	2015	2015	2015
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
<b>M1</b> <sup>1</sup>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
<b>M2</b> <sup>1</sup>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>M3</b> <sup>1</sup>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>2, 4</sup>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	
Créances hypothécaires <sup>2, 4</sup>	3,9	3,8	3,6	3,6	3,5	3,3	3,3	
Ménages <sup>3, 4</sup>	3,5	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4	
Entreprises du secteur privé <sup>3, 4</sup>	4,8	4,5	4,4	3,9	3,7	3,4	3,0	
Autres crédits <sup>2, 4</sup>	5,3	8,0	2,6	-2,9	-7,3	-8,2	-8,2	
gagés <sup>2, 4</sup>	4,3	8,8	8,0	4,2	0,5	0,0	-0,8	
non gagés <sup>2, 4</sup>	6,0	7,5	-1,0	-7,2	-12,3	-13,4	-13,1	

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.

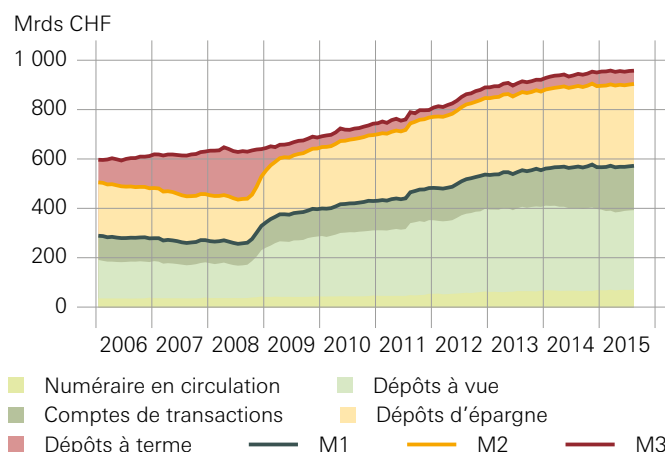
4 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le *Bulletin mensuel de statistiques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

Les agrégats monétaires au sens large, qui correspondent à la monnaie détenue par le secteur non bancaire suisse, ont peu varié entre mai et août (voir graphique 5.10). En août, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était supérieur de 0,5% 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 0,9% et 1,4% (voir tableau 5.1).

Graphique 5.10

#### AGRÉGATS MONÉTAIRES

Y compris PostFinance



Source: BNS.

## Ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Au deuxième trimestre 2015, les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des débiteurs suisses, dépassaient de 3,5% leur niveau de la période correspondante de 2014 (+3,6% au premier trimestre). Le ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires, observé depuis plus de trois ans, s'est ainsi poursuivi (voir graphique 5.11). La ventilation selon les débiteurs montre que le taux annuel de croissance des prêts hypothécaires accordés aux ménages est resté stable, alors que celui des prêts octroyés aux entreprises du secteur privé a diminué (voir tableau 5.1).

L'expansion des prêts hypothécaires est devenue moins vive à la suite des diverses mesures adoptées depuis 2012 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, à la demande de la BNS, le Conseil fédéral a activé en 2013 le volant anticyclique de fonds propres, qu'il a ensuite relevé en 2014. Les banques sont par conséquent contraintes de couvrir par des fonds propres supplémentaires leurs prêts hypothécaires servant au financement d'objets d'habitation.

## Repli des autres crédits

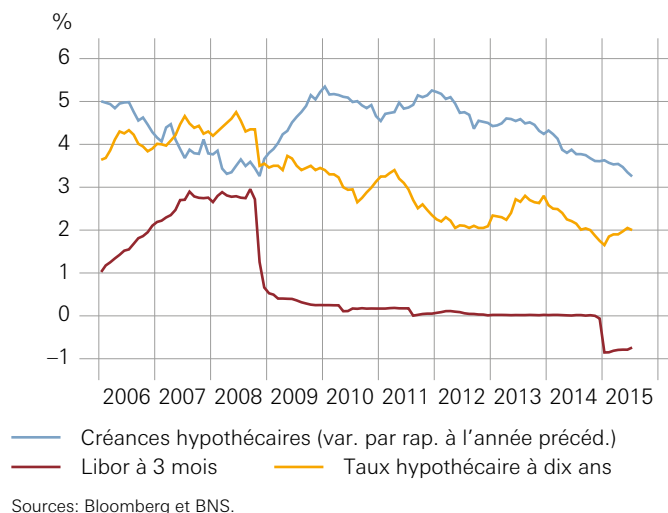
Les autres crédits suivent une évolution nettement plus volatile que les prêts hypothécaires. Ils ont diminué de 7,3% entre le deuxième trimestre 2014 et la même période de 2015. Depuis 2008, l'évolution des autres crédits est relativement plate. Le recul enregistré au cours de cette période par les autres crédits non gagés a été en grande partie compensé par l'augmentation de la partie gagée (voir graphique 5.12).

## 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 5.13). Fin juillet 2015, les crédits aux ménages dépassaient de 21,9 milliards de francs ou de 3,1% le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux entreprises non financières ont augmenté dans le même laps de temps de 3 milliards de francs ou de 1,1%. Par contre, les crédits aux entreprises financières, qui portent sur un montant nettement moins élevé et sont volatils, ont fléchi de 11,3 milliards de francs ou de 18,9%.

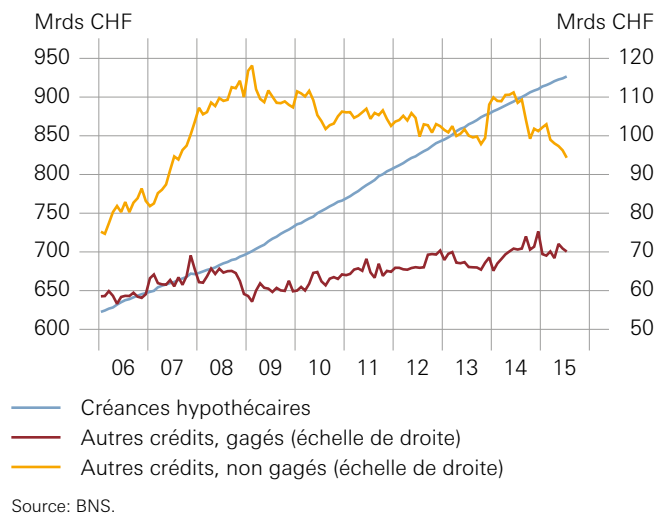
Graphique 5.11

### CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



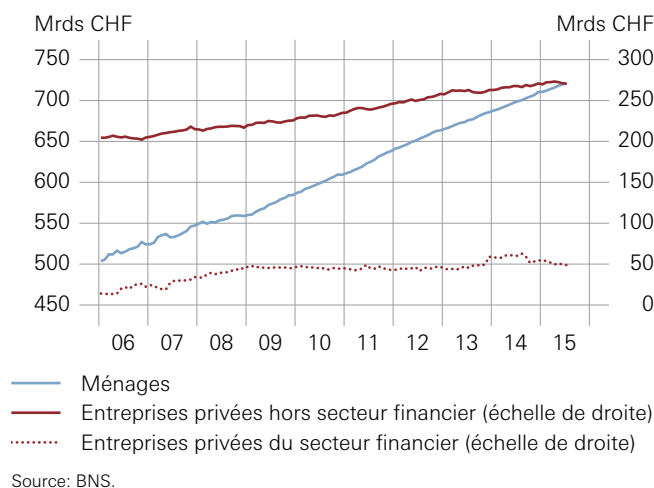
Graphique 5.12

### CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Graphique 5.13

### CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



---

# Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de septembre 2015

## Troisième 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-juillet et début septembre 2015 avec 182 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

### Régions

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

### Délégués

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

Selon les résultats de l'enquête, l'économie a, durant ce trimestre, donné de faibles signes de reprise, après la forte appréciation du franc qui a suivi la suppression du cours plancher, intervenue le 15 janvier 2015. La récente évolution des cours de change ainsi que les mesures prises par les entreprises, qui se sont surtout traduites par de meilleures conditions à l'achat en Suisse comme à l'étranger, ont contribué à détendre quelque peu la situation (voir l'enquête sur les cours de change, pages 32 ss). En termes réels, les chiffres d'affaires se sont globalement maintenus au niveau enregistré le trimestre précédent; en termes nominaux, ils ont toutefois reculé en raison de l'évolution des prix de vente. De nombreuses entreprises restent par conséquent confrontées à une situation tendue en ce qui concerne les marges bénéficiaires.

Les perspectives de croissance des chiffres d'affaires réels pour les prochains mois se sont quelque peu améliorées. Les entreprises concentrent leurs efforts sur les mesures visant à ramener les marges à un niveau viable. Dans l'industrie, les effectifs devraient continuer de baisser légèrement; la propension à investir se maintiendra probablement à son niveau actuel dans l'ensemble.

**Légère amélioration**

Dans l'industrie manufacturière, le niveau des chiffres d'affaires réels est certes similaire à celui du trimestre précédent, mais il présente néanmoins une légère amélioration. En termes nominaux cependant, les chiffres d'affaires restent dans de nombreux cas sensiblement inférieurs à ceux du deuxième trimestre 2015, en raison des faibles prix de vente.

Les chiffres d'affaires réels sont de nouveau plus faibles qu'au trimestre précédent dans l'industrie des machines, mais ont été quelque peu plus élevés dans les entreprises de transformation du plastique et dans l'industrie alimentaire. L'industrie pharmaceutique affiche une croissance robuste. Un net ralentissement a été observé dans l'industrie horlogère, et plus particulièrement chez les fournisseurs de celle-ci.

En ce qui concerne les exportations, les ventes à destination des Etats-Unis demeurent dynamiques. S'agissant de l'Europe, l'augmentation de la demande provenant de certains pays devient de plus en plus notable, quoique l'Allemagne joue toujours un rôle moteur. La demande des pays arabes se maintient quant à elle à un bon niveau. L'industrie automobile, de même que les technologies médicales, restent des secteurs d'exportation clés. De nombreuses branches enregistrent un ralentissement significatif des activités commerciales avec la Russie, ainsi qu'avec l'Inde et le Brésil. La Chine donne des signaux mitigés selon les branches.

Dans la construction, les chiffres d'affaires corrigés des variations saisonnières ont baissé par rapport au trimestre précédent, bien qu'ils affichent encore un niveau élevé. Cette évolution concerne tant le bâtiment que le génie civil. Dans le second œuvre, en revanche, la marche des affaires reste dynamique.

Dans les services, les chiffres d'affaires réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Les branches continuent à présenter une image hétérogène: les transports, le commerce automobile, les technologies de l'information et de la communication ainsi que certaines entreprises de l'hôtellerie affichent des chiffres d'affaires supérieurs à ceux du deuxième trimestre. Les entreprises de transport de personnes attribuent ce résultat notamment aux conditions météorologiques favorables. Dans l'hôtellerie, le grand nombre de groupes de touristes asiatiques participant à des voyages organisés ainsi que la hausse de la demande domestique contribuent à amortir les effets négatifs du franc fort.

Les représentants du commerce de détail ont quant à eux enregistré des chiffres d'affaires nettement inférieurs, qu'ils attribuent entre autres au tourisme d'achat à l'étranger. Les centres commerciaux proches des frontières continuent d'évoquer des sites désertés les week-ends.



## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les capacités de production des entreprises interrogées restent quelque peu sous-utilisées dans l'ensemble. Ainsi, 40% des entreprises interrogées jugent l'utilisation des capacités plus faible qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie manufacturière, près de la moitié des entreprises interrogées signalent une sous-utilisation des capacités. Cette situation concerne la plupart des branches. Les entreprises de construction de machines, de transformation des métaux et, en partie, de transformation du plastique ont estimé les capacités nettement sous-utilisées. Dans l'industrie des machines, en particulier, la situation s'est ainsi sensiblement dégradée par rapport au trimestre précédent.

Malgré quelques signes ponctuels de tassement, l'utilisation des capacités techniques dans la construction est globalement plus élevée que d'ordinaire. Cette évolution est plus marquée dans le second œuvre.

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 transport de personnes fait exception, profitant d'un accroissement des excursions journalières dû aux conditions météorologiques.

## DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

### Besoins en personnel inchangés

Dans l'ensemble, les effectifs sont jugés plus ou moins appropriés. Cependant, l'industrie manufacturière, notamment, signale des effectifs un peu trop élevés. Cela touche surtout les fabricants d'équipements électriques ainsi que l'industrie de transformation des matières plastiques. Dans la construction, les effectifs sont adéquats. Quant au secteur des services, leur niveau est légèrement trop élevé dans la restauration et dans le commerce de détail. Les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication, en revanche, sont plutôt à la recherche de personnel.

La suppression du cours plancher a entraîné diverses mesures en matière de ressources humaines, dont le gel des embauches et l'allongement du temps de travail pour le même salaire. Quelques licenciements ont été prononcés; ils concernent essentiellement le personnel temporaire (voir les résultats de l'enquête spéciale en pages 32 ss).

## PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

### Persistance de fortes pressions sur les marges

Globalement, les marges se sont légèrement améliorées par rapport au trimestre précédent. Elles restent néanmoins soumises à de fortes pressions, et ce dans les trois secteurs. La pression sur les prix résultant de la suppression du cours plancher continue de produire ses effets. Un grand nombre d'entreprises ont procédé à des baisses de prix au cours des derniers mois afin de rester compétitives. Les mesures prises portent déjà leurs fruits ici et là, et une tendance au redressement des marges se dessine dans de nombreuses branches. Cette évolution s'explique entre autres par un net accroissement des achats effectués à l'étranger. En revanche, les prix ne peuvent être augmentés que dans de rares cas.

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 près de 30% indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. Ces valeurs n'ont pas évolué depuis le trimestre précédent. Bon nombre de mesures sont prises pour contrecarrer le durcissement de la concurrence (voir les résultats de l'enquête spéciale ci-après).

Les représentants de toutes les branches de l'industrie manufacturière, à l'exception de l'industrie pharmaceutique, ont fait état de marges bénéficiaires plus faibles, voire beaucoup plus faibles, qu'à l'accoutumée.

Dans les services aussi, les entreprises ont estimé leurs marges globalement plus basses que d'habitude. Le commerce de gros et les entreprises de la restauration ont été confrontés à des marges particulièrement restreintes. Une certaine amélioration a en revanche été observée dans les banques.

## PERSPECTIVES

### Attentes légèrement plus positives

Bien que les incertitudes concernant l'évolution conjoncturelle restent élevées, une légère augmentation des chiffres d'affaires réels est dans l'ensemble attendue pour les prochains mois, et ce dans les trois secteurs. Ces changements s'expliquent par la timide amélioration de la conjoncture en Europe et par les cours plus favorables de l'euro et du dollar des Etats-Unis. C'est dans les services que l'optimisme des interlocuteurs – mesuré à l'évolution attendue des chiffres d'affaires réels – est le plus flagrant.



Les représentants de tous les secteurs continuent à s'attendre à un fléchissement des prix d'achat et de vente, même si cette baisse devrait être moins marquée qu'au trimestre précédent.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs de l'industrie manufacturière tablent toujours sur une légère compression des effectifs, tandis qu'aucune modification n'est prévue dans les services et la construction.

De nombreuses entreprises avaient décrété le gel immédiat des investissements après la suppression du cours plancher. Dans l'ensemble, les plans d'investissement pour les douze prochains mois n'indiquent toujours pas de reprise. Dans certains cas seulement, les entreprises réalisent les projets d'investissement qu'elles avaient précédemment suspendus.

Pour ce qui est de l'inflation (mesurée à l'indice des prix à la consommation), les anticipations sont toujours dans la zone négative: les entreprises tablent sur un taux d'inflation de  $-0,4\%$  pour le court terme (six à douze mois), alors qu'ils attendaient un taux d'environ  $-0,6\%$  lors de la dernière enquête. Pour le moyen terme, c'est-à-dire les trois à cinq prochaines années, le taux d'inflation escompté s'inscrit à  $0,6\%$  (contre  $0,5\%$  au trimestre précédent).

Bien que la situation tendue au niveau des marges reste le principal sujet de préoccupation des interlocuteurs, un sentiment de soulagement est toutefois perceptible chez ces derniers au vu de la légère amélioration des cours de change. Certains d'entre eux ont toutefois exprimé la crainte de voir les autres conséquences du franc fort sur l'économie nationale se manifester seulement dans les prochains mois. Par ailleurs, les représentants de l'industrie redoutent qu'un changement structurel rapide et irréversible n'ait lieu. En outre, la problématique de la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse est quelque peu revenue sur le devant de la scène. La réglementation excessive et la bureaucratie croissante suscitent également des critiques. S'agissant du contexte international, le récent ralentissement de la croissance en Chine alimente une certaine inquiétude.

---

# 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 septembre 2015

Dans le cadre de l'enquête sur la conjoncture au troisième trimestre, qui a été menée de mi-juillet à début septembre 2015, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont également interrogé les entreprises de manière systématique au sujet des cours de change afin de quantifier l'impact de l'appréciation du franc. Au total, 182 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 de 1,20 franc pour 1 euro, survenue le 15 janvier 2015, constitue un défi majeur pour de nombreuses entreprises. C'est la raison pour laquelle les délégués aux relations avec l'économie régionale ont, au troisième trimestre, réalisé de nouveau une enquête spéciale sur ce thème.

Dans l'ensemble, les résultats de cette enquête sont comparables à ceux du trimestre précédent. En outre, plus le temps s'écoule depuis la suppression du cours plancher, plus il devient difficile de distinguer les effets dus à cette mesure des autres phénomènes. C'est pourquoi la BNS suspendra cette enquête spéciale à partir du quatrième trimestre. Dans le cadre de l'enquête usuelle, les délégués continueront cependant à aborder le sujet des cours de change.

## RÉSULTAT GLOBAL DE L'ENQUÊTE

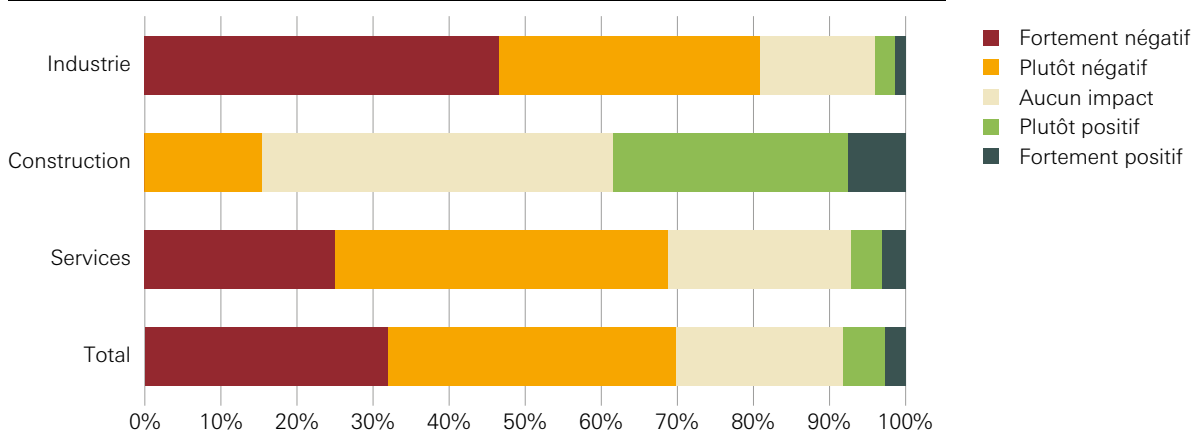
Comme le montre le graphique 1, une part de 70% des entreprises interrogées indique que l'impact de l'appréciation du franc a été négatif (fortement négatif pour 32% d'entre elles et plutôt négatif pour 38%). Par ailleurs, 22% des entreprises n'ont pas constaté d'impact important de l'appréciation du franc sur la marche de leurs affaires. Pour les 8% restants, le franc fort 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 (81%), tandis que leur part est de 69% dans les services. Dans la construction, seulement 15% des entreprises interrogées font état d'un impact négatif, tandis que pour près de 40% d'entre elles, ce sont les effets positifs du franc fort qui l'emportent, grâce aux possibilités d'achat à moindre prix. 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

182 entreprises



Source: BNS.

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

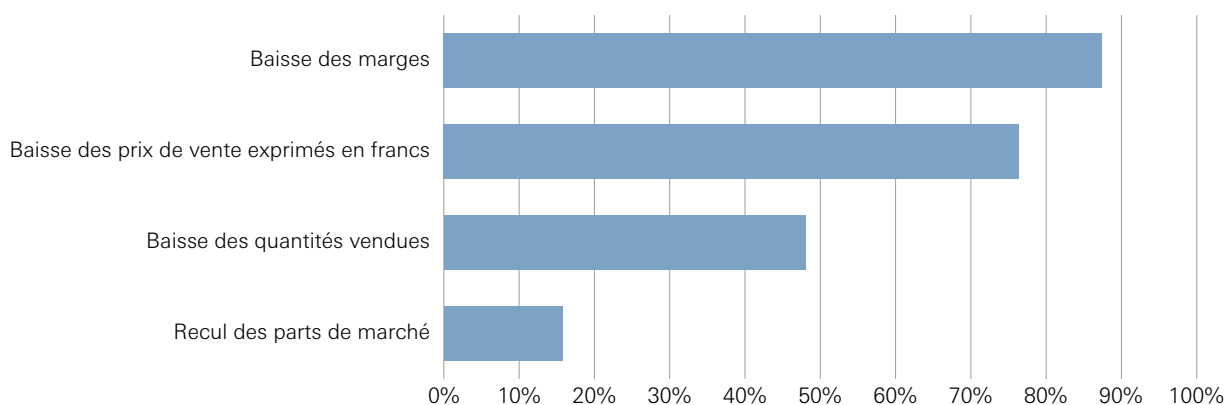
Au total, 127 entreprises (soit 70% des entreprises interrogées) ont signalé un impact modérément ou fortement négatif de l'appréciation du franc. Le graphique 2 indique sous quelle forme cet impact négatif se manifeste. Environ 90% des entreprises affectées indiquent que celui-ci se traduit par une baisse des marges et 75% signalent des prix de vente plus faibles (en francs suisses ou en équivalents francs suisses).

La troisième raison avancée est la baisse des quantités vendues (pour près de 50% des entreprises affectées). Cela concerne surtout les ventes en Suisse. Par ailleurs, 15% des entreprises affectées ont perdu des parts de marché en raison de la situation concurrentielle défavorable.

Graphique 2

### ENTREPRISES AFFECTÉES PAR L'APPRÉCIATION DU FRANC: EFFETS NÉGATIFS

127 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

## CONSÉQUENCES NÉGATIVES: QUELLES SONT LES MESURES PRISES PAR LES ENTREPRISES?

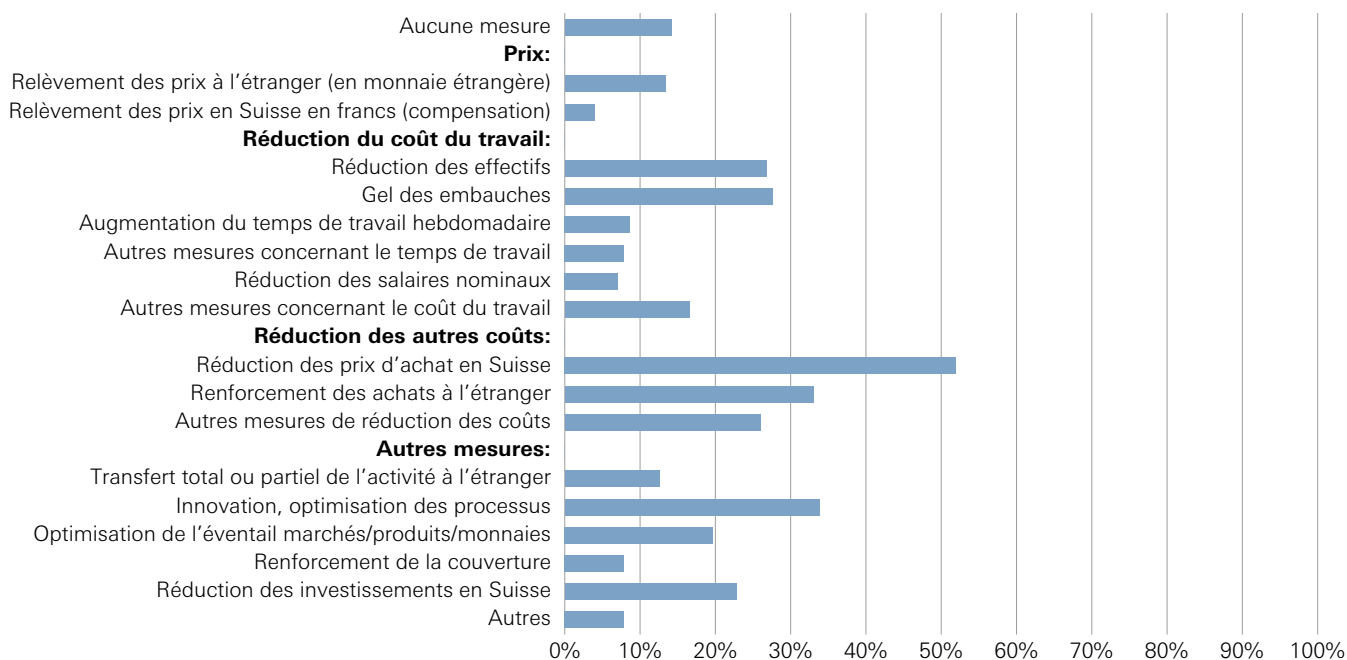
Les entreprises ont également été interrogées sur les mesures déjà mises en œuvre pour contrer les effets négatifs de l'appréciation du franc et de l'érosion des marges. Le graphique 3 met en lumière l'éventail des mesures déjà prises. Environ 85% des entreprises affectées par le franc fort ont adopté des mesures. Celles qui sont le plus souvent évoquées consistent à réduire les prix d'achat en Suisse (52% des entreprises). Elles sont suivies par les mesures visant à optimiser les processus et à innover (34%) et celles dont le but est de renforcer les achats à l'étranger (33%). Certaines entreprises ont ainsi augmenté massivement la part de leurs achats effectués à l'étranger.

Pour réduire les coûts de main-d'œuvre, les entreprises recourent principalement au gel des embauches (28%) et aux compressions d'effectifs (27%). Près de 10% des entreprises interrogées ont procédé à une augmentation du temps de travail. D'autres stratégies consistent à réduire les investissements en Suisse et à optimiser l'éventail de marchés, de produits ou de monnaies. En outre, 13% des entreprises affectées par l'appréciation du franc ont transféré une partie de leur production à l'étranger.

Graphique 3

### ENTREPRISES AFFECTÉES: MESURES PRISES FACE À L'APPRÉCIATION DU FRANC

127 entreprises, plusieurs réponses possibles



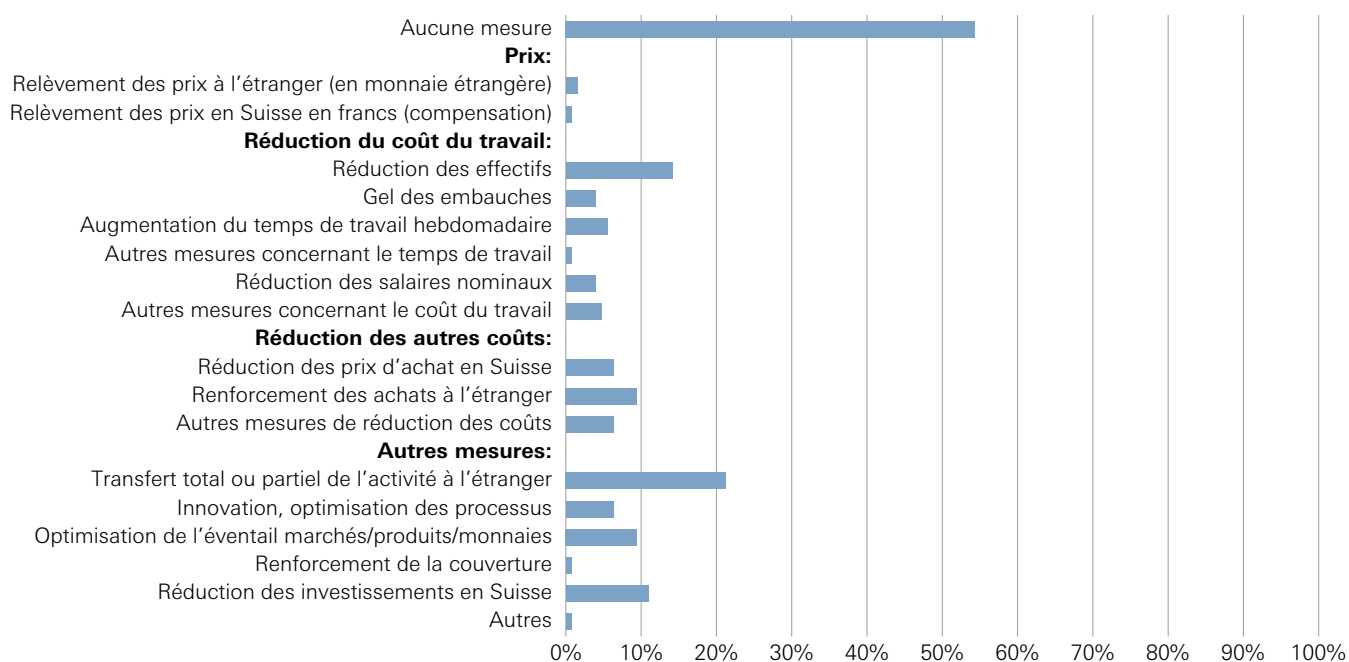
Source: BNS.

Le graphique 4 montre les mesures que les entreprises affectées sont encore en train d'évaluer. Près de la moitié de ces entreprises indique ne pas envisager de mesures à l'avenir en dépit d'une situation difficile. Parmi les entreprises qui examinent actuellement des mesures, le transfert d'une partie des processus de production à l'étranger est la principale option; les compressions d'effectifs, la réduction des investissements en Suisse et le renforcement des achats à l'étranger sont également à l'étude.

Graphique 4

### ENTREPRISES AFFECTÉES: MESURES ENVISAGÉES FACE À L'APPRÉCIATION DU FRANC

127 entreprises, plusieurs réponses possibles



Source: BNS.

## **AUCUNE CONSÉQUENCE: 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 (22%), il s'agit, comme on pouvait s'y attendre, surtout d'entreprises qui ne sont pas exposées aux fluctuations des cours de change (environ 60% des cas). Il est également possible que les effets de ces variations se neutralisent lorsque les facteurs positifs et négatifs se compensent (environ 30% des entreprises) ou si les entreprises concernées ont conclu des opérations de couverture avant la suppression du cours plancher (5%).

## **CONSÉQUENCES POSITIVES: DANS QUELS SECTEURS ET À QUEL DEGRÉ?**

---

Parmi les entreprises interrogées, 8% ont bénéficié d'un impact plutôt positif, voire fortement positif, découlant de l'appréciation du franc. Ces effets positifs se sont principalement traduits par une baisse des coûts de production et/ou une amélioration des marges bénéficiaires. En outre, près de la moitié des entreprises concernées ont mentionné l'augmentation des volumes de vente. Dans un quart des cas, les conditions étaient plus avantageuses pour les investissements ainsi que pour la recherche et le développement.

---

# 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](http://www.snb.ch).



Lors de l'examen du 17 septembre 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  $-0,75$ . La BNS souligne qu'elle intervient au besoin sur le marché des changes afin de prendre en compte l'influence des cours de change sur l'inflation et l'évolution économique. Malgré un léger fléchissement, le franc reste selon la BNS toujours nettement surévalué dans l'ensemble. Les intérêts négatifs prélevés en Suisse et la disposition de la Banque nationale à intervenir au besoin sur le marché des changes ont pour objectif d'affaiblir la pression sur le franc.

Juin 2015

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.

Avril 2015

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.

Mars 2015

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.

Janvier 2015

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.

Décembre 2014

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.

#### **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)58 631 32 84  
Fax: +41 (0)58 631 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](http://www.snb.ch), Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)  
allemand: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)  
anglais: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)  
italien (Tendances conjoncturelles): [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale

#### **Internet**

[www.snb.ch](http://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.

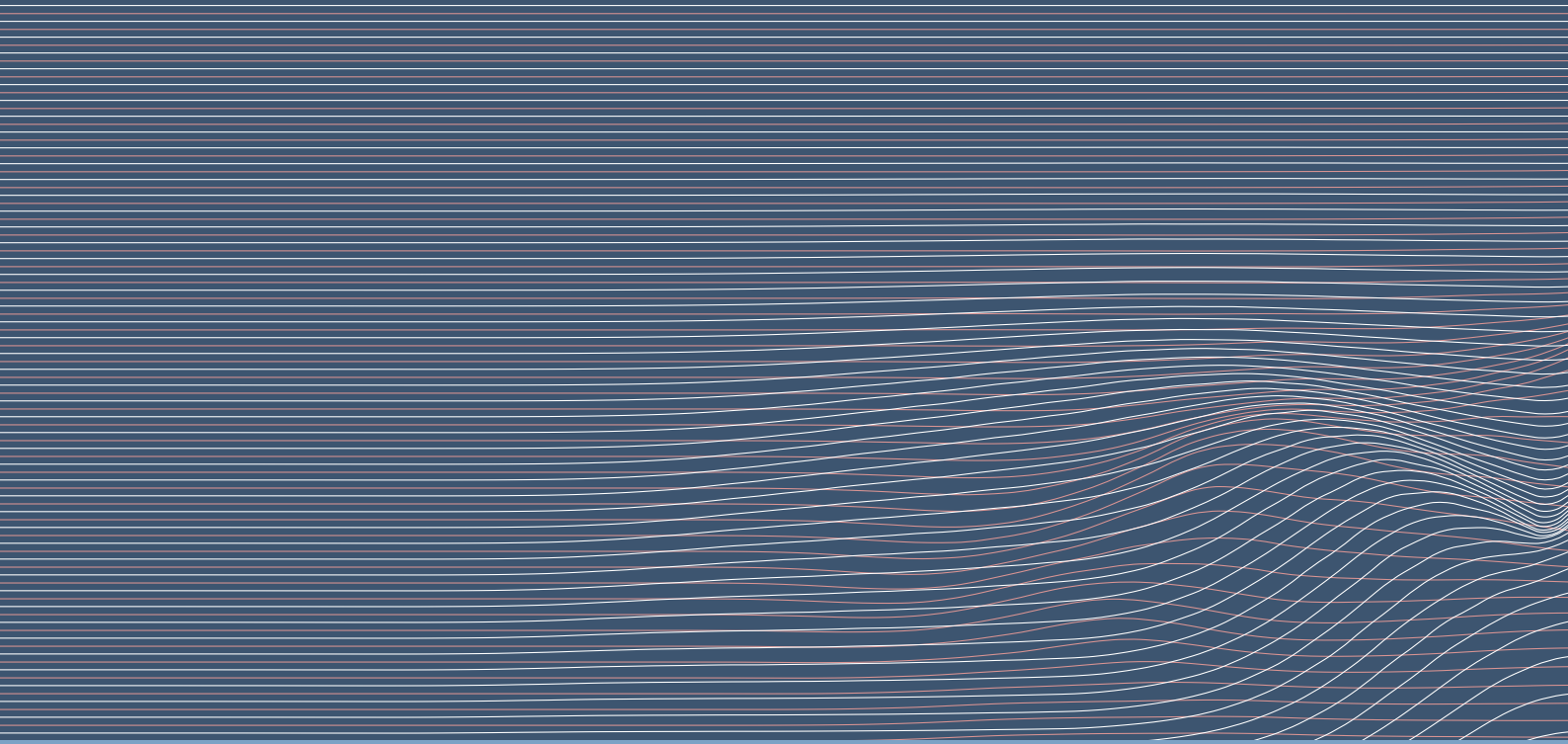
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

#### **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 limitation de la 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

