

Bulletin trimestriel
1/2016 Mars

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



Bulletin trimestriel 1/2016 Mars

34^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 17 mars 2016	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	22
Tendances conjoncturelles	28
Chronique monétaire	32

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2016 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 mars 2016) 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 mars 2016. 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 mars 2016

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. La marge de fluctuation du Libor à trois mois demeure comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$, et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à $-0,75\%$. Le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif réduit l'attrait des placements en francs. Par ailleurs, la BNS reste prête à intervenir sur le marché des changes, afin d'influer au besoin sur l'évolution des cours de change.

Les perspectives de l'économie mondiale se sont quelque peu assombries ces derniers mois. La volatilité demeure élevée sur les marchés financiers internationaux. Dans ce contexte, le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions exercées sur le franc. La politique monétaire de la BNS contribue ainsi à stabiliser le renchérissement et à soutenir l'activité économique.

La BNS a légèrement révisé à la baisse sa prévision d'inflation conditionnelle par rapport au trimestre précédent (voir graphique 1.1). A court terme, les cours du pétrole encore plus bas contribuent au recul de l'inflation. A moyen terme, le faible niveau du renchérissement à l'échelle internationale et la dégradation des perspectives de l'économie mondiale, principalement, atténuent le renchérissement en Suisse. La BNS continue

de tabler sur le retour d'un taux d'inflation positif en 2017. Pour 2016, elle s'attend désormais à un taux de $-0,8\%$, contre $-0,5\%$ en décembre. Pour 2017, la nouvelle prévision s'établit à $0,1\%$, soit $0,2$ point plus bas que dans la prévision de décembre. Pour 2018, elle s'inscrit à $0,9\%$. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

En début d'année, l'économie mondiale s'est révélée plus fragile que dans les prévisions de décembre, lors de l'examen de la situation économique et monétaire. La conjoncture industrielle mondiale et, partant, le commerce international sont restés atones, ce qui a contribué à un nouveau recul marqué des cours du pétrole. Contrairement aux attentes, le bas niveau des prix de l'énergie n'a stimulé la consommation des ménages dans la plupart des pays que de façon marginale jusqu'ici. Par contre, il a eu des répercussions négatives sur les perspectives de croissance des pays producteurs de pétrole, dont les Etats-Unis.

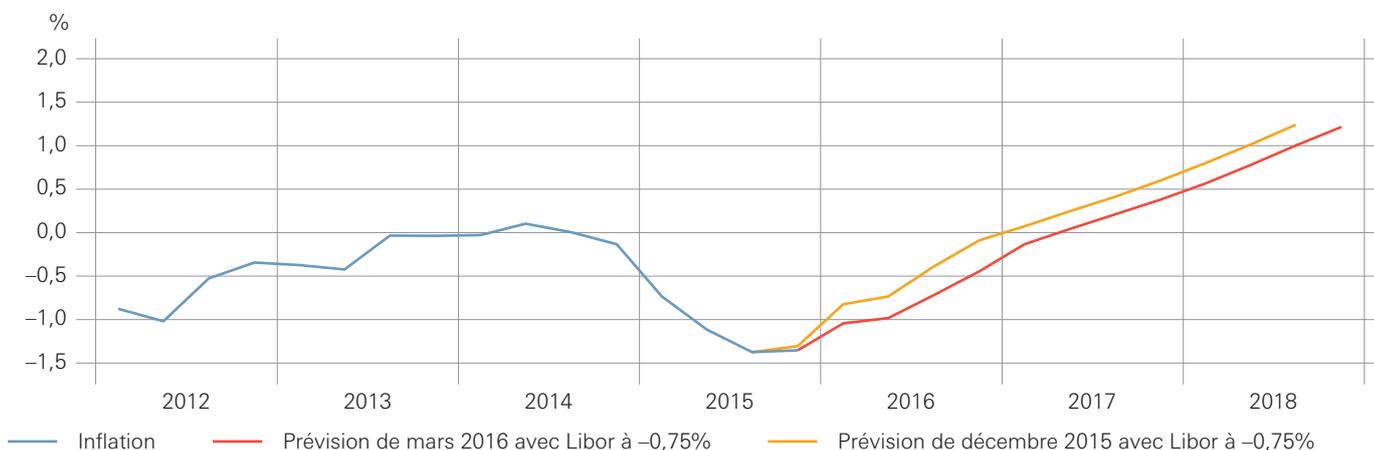
Ces facteurs continueront de freiner l'économie mondiale ces prochains mois. Aussi la BNS estime-t-elle que les perspectives y relatives sont légèrement moins positives que dans ses prévisions de décembre. La reprise devrait se poursuivre à un rythme modéré dans les pays industrialisés, et la croissance devrait continuer de faiblir en Chine. Les risques restent par ailleurs importants. Les mutations structurelles complexes de l'économie chinoise présentent des dangers pour la demande mondiale. En Europe, les faiblesses structurelles et les incertitudes politiques pourraient ralentir l'évolution conjoncturelle. De plus, de nouvelles turbulences sur les marchés financiers mondiaux pourraient entraîner une détérioration des conditions de financement pour les ménages et les entreprises.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) en termes réels a progressé de $1,7\%$ au quatrième trimestre 2015, en

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2016

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



Source: BNS.

données annualisées. Pour l'ensemble de 2015, la croissance de l'économie suisse s'est inscrite à près de 1%, ce qui corrobore l'appréciation de la BNS au moment de la suppression du cours plancher. Toutefois, le dynamisme conjoncturel ne repose pas sur une large assise. Les marges bénéficiaires de nombreuses entreprises restent soumises à de fortes pressions, ce qui freine leur propension à investir, mais aussi la demande de main d'œuvre. Ainsi, le taux de chômage a de nouveau légèrement augmenté ces derniers mois.

Etant donné que la BNS table sur un dynamisme plus modéré de l'économie mondiale, elle s'attend également à un ralentissement de la reprise en Suisse. Pour l'année en cours, elle prévoit désormais une croissance du PIB se

situant entre 1% et 1,5%, au lieu d'environ 1,5% précédemment.

Ces derniers trimestres, les prix immobiliers ont encore progressé à un rythme plus lent, confirmant ainsi la tendance déjà observée. La croissance du volume des prêts hypothécaires a elle aussi encore diminué quelque peu. Néanmoins, les déséquilibres subsistent sur ces marchés, car l'évolution des fondamentaux s'est montrée relativement faible. La BNS continuera de suivre attentivement les développements sur les marchés hypothécaire et immobilier. Elle examinera régulièrement s'il y a lieu d'adapter le niveau du volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois pour le franc.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, MARS 2016

	2012				2013				2014				2015				2013	2014	2015
	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	-1,4	-1,4	-0,2	0,0	-1,1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2016

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

En début d'année, l'économie mondiale s'est révélée plus fragile que dans les prévisions de décembre, lors de l'examen de la situation économique et monétaire. La conjoncture industrielle mondiale et, partant, le commerce international sont restés atones, ce qui a contribué à un nouveau recul marqué du cours du pétrole. Contrairement aux attentes, le bas niveau des prix de l'énergie n'a stimulé la consommation des ménages dans la plupart des pays que de façon marginale jusqu'ici. Les perspectives de croissance des pays producteurs de pétrole, dont les Etats-Unis, se sont même détériorées en raison de la chute du cours du pétrole.

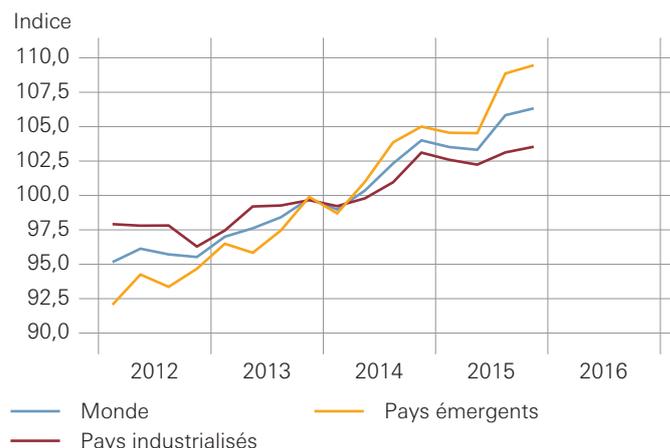
La Banque nationale estime que les perspectives relatives à l'économie mondiale sont légèrement moins positives que dans ses prévisions de décembre. La reprise devrait se poursuivre à un rythme modéré dans les pays industrialisés, et la croissance devrait continuer de faiblir en Chine. Certains pays émergents resteront plongés dans la récession.

Les risques restent par ailleurs importants. Les mutations structurelles complexes de l'économie chinoise présentent des dangers pour la demande mondiale. En Europe, les faiblesses structurelles et les incertitudes politiques pourraient ralentir l'évolution conjoncturelle. De plus, de nouvelles turbulences sur les marchés financiers mondiaux pourraient entraîner une détérioration des conditions de financement pour les ménages et les entreprises.

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

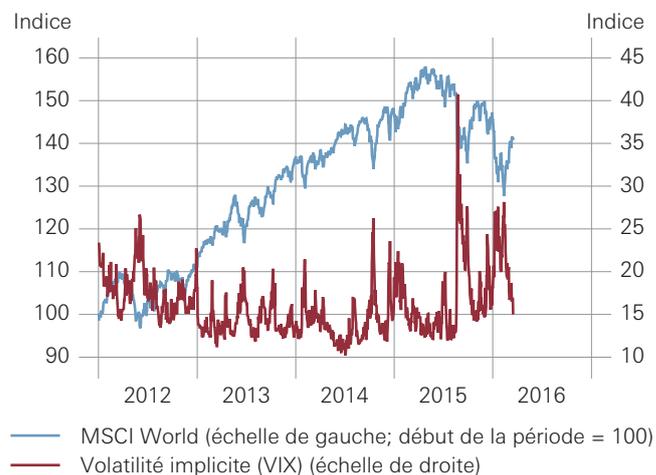
Moyenne de la période = 100



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

	2012	2013	2014	2015	Scénario	
					2016	2017
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,0	3,2	3,5	3,2	3,3	3,6
Etats-Unis	2,2	1,5	2,4	2,4	2,2	2,3
Zone euro	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,4	1,7
Japon	1,7	1,4	-0,1	0,5	0,7	0,8
Prix du baril de pétrole en USD	111,7	108,7	99,0	52,5	33,0	33,0

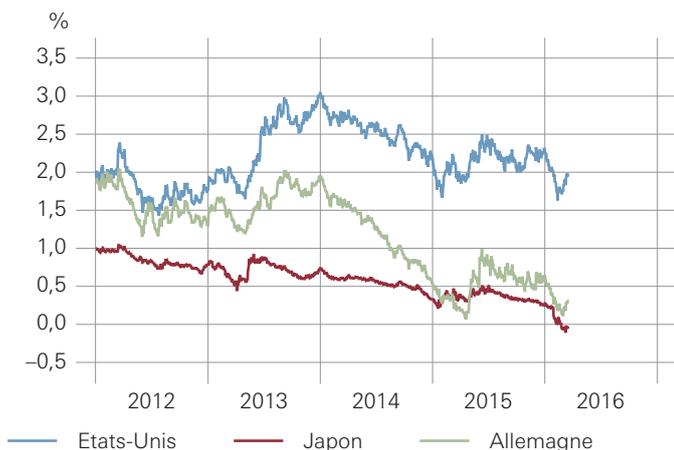
¹ Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

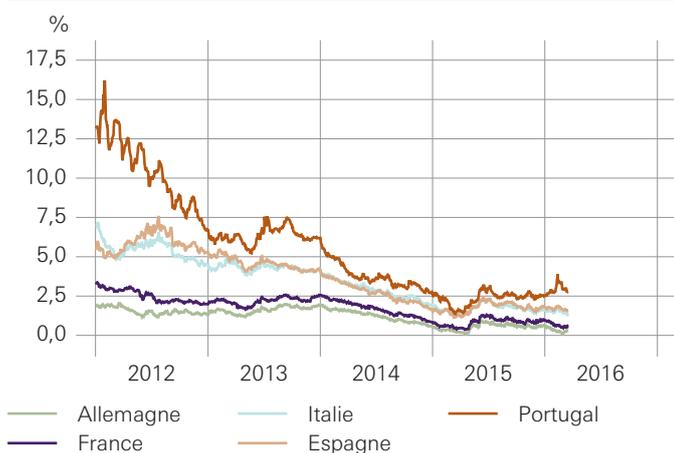


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 33 dollars des Etats-Unis le baril de Brent – contre 48 dollars il y a trois mois – et d'un cours de 1,10 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen de décembre, de nouvelles turbulences ont secoué les marchés financiers. Celles-ci étaient dues aux inquiétudes entourant les perspectives de croissance mondiales et au nouveau recul marqué des prix de l'énergie. Les marchés des actions ont été soumis à des pressions dans le monde entier. Ainsi, l'indice mondial du marché des actions MSCI est retombé momentanément au niveau de fin 2013 (voir graphique 2.2). La volatilité implicite des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a affiché une augmentation passagère sensible.

Sur cette toile de fond, les attentes du marché concernant la politique monétaire dans les pays industrialisés ont changé. Les contrats à terme (*futures*) sur taux d'intérêt indiquent que le marché table, dans l'avenir proche, sur une politique monétaire plus expansionniste qu'en décembre, tant aux Etats-Unis que dans la zone euro et au Royaume-Uni. Un affaiblissement des perspectives d'inflation et une progression de la demande de placements sûrs ont contribué au recul généralisé des rendements des emprunts d'Etat à long terme dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). Au Japon, ceux-ci sont même passés dans la zone négative. Ils n'ont progressé que dans quelques pays membres de la zone euro, dont le Portugal et la Grèce, en raison des incertitudes entourant les politiques budgétaires (voir graphique 2.4). Les monnaies des économies émergentes ont eu tendance à s'affaiblir, en particulier celles des pays exportateurs de matières premières comme la Russie et le Brésil. En raison des nouvelles attentes du marché quant à la politique monétaire aux Etats-Unis, le dollar des Etats-Unis a perdu, à partir de fin janvier, un peu de sa valeur sur une base pondérée par le commerce extérieur, mettant ainsi un terme à la tendance haussière des trimestres précédents. Dans un premier temps, l'euro s'est légèrement apprécié. La tendance s'est toutefois quelque peu inversée à partir de mi-février face à la perspective d'un prochain assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). Quant au yen, il s'est sensiblement apprécié (voir graphique 2.5).

Etant donné le niveau toujours trop élevé de l'offre, le prix du baril de Brent a poursuivi son repli, s'inscrivant par moments à son plus bas niveau depuis douze ans. Les prix des denrées alimentaires ont eux aussi fléchi (voir graphique 2.6). Face à ces évolutions, les anticipations d'inflation ont encore reculé pour les pays industrialisés.

ÉTATS-UNIS

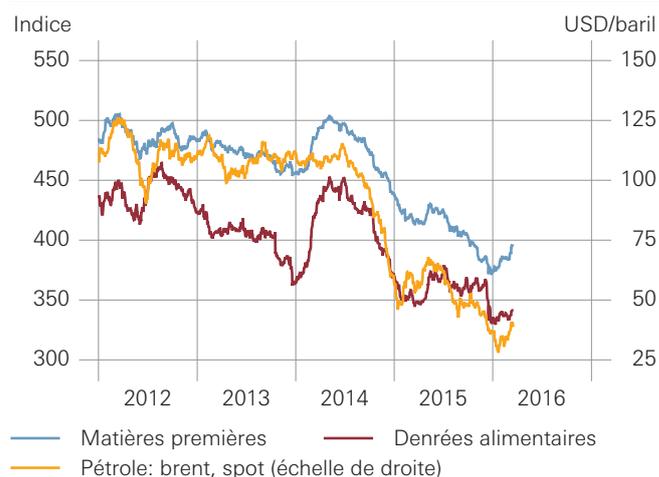
Aux Etats-Unis, la conjoncture a quelque peu perdu de sa vigueur au quatrième trimestre. Le PIB a crû de 1%, alors qu'il avait progressé de 2% durant la période précédente (voir graphique 2.7). La croissance a été freinée par une nouvelle baisse des investissements dans le secteur de l'énergie due au faible cours du pétrole. De plus, l'activité de l'industrie manufacturière a continué à souffrir de la force du dollar. Par ailleurs, le fait que les ménages n'aient accru leurs dépenses de consommation que dans une faible mesure, préférant épargner davantage, est quelque peu surprenant. Les entreprises ont continué à déstocker. La reprise sur le marché du travail s'est toutefois poursuivie, et le taux de chômage s'est replié à 4,9% en février.

Les perspectives conjoncturelles pour les Etats-Unis se sont légèrement dégradées depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Grâce à l'évolution favorable du revenu disponible, la consommation privée devrait retrouver de son dynamisme ces prochains mois. Sur le plan financier, les conditions-cadres se sont toutefois détériorées. D'une part, la force du dollar freine l'activité de l'industrie manufacturière. D'autre part, les banques ont resserré les conditions d'octroi de crédits aux entreprises: les primes de risque attachées aux emprunts des entreprises ont augmenté, et les banques se montrent plus prudentes dans l'octroi de crédits. Dans un tel contexte, les investissements en biens d'équipement ne devraient générer que des impulsions limitées à court terme. Aussi la BNS a-t-elle abaissé ses prévisions de croissance économique générale de 0,4 point pour 2016, les ramenant à 2,2%. Pour 2017, elle table sur une croissance de 2,3% (voir tableau 2.1). A moyen terme, le renchérissement devrait donc être plus faible que prévu.

La politique monétaire demeure expansionniste aux Etats-Unis. En décembre, la Réserve fédérale a relevé, pour la première fois depuis environ dix ans, la marge de fluctuation de son taux directeur de 25 points de base, la faisant passer à 0,25%-0,5%. Dans l'environnement actuel, les marchés tablent cependant sur une normalisation du taux directeur plus lente qu'escompté il y a encore trois mois.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

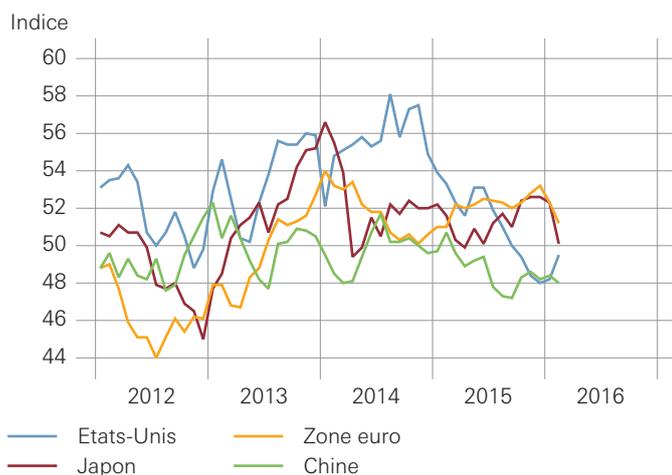


Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

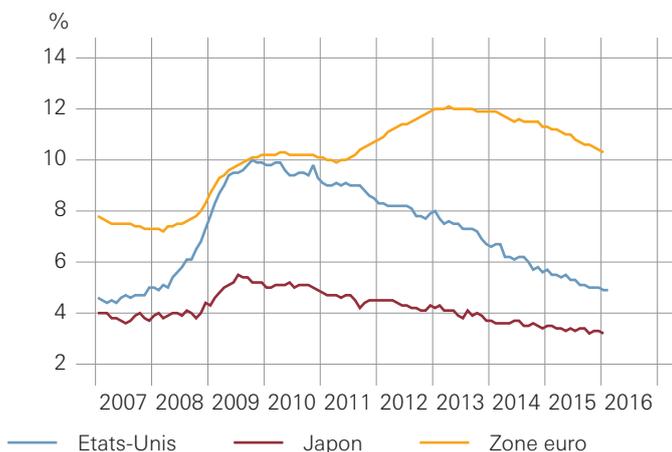
Variation par rapport à la période précédente



INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

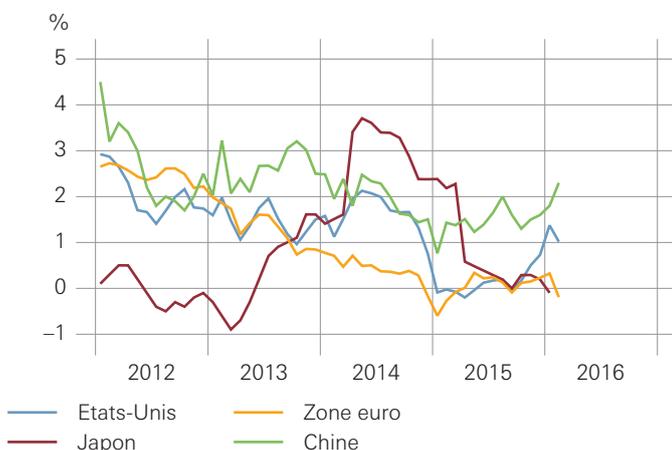
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

Dans la zone euro, la reprise conjoncturelle modérée s'est poursuivie au quatrième trimestre avec une croissance du PIB de 1,3%. L'activité économique s'est accrue sur un large front dans la plupart des pays membres. Il en a résulté une croissance de 1,6% pour 2015. Le taux de chômage a encore légèrement reculé dans la zone euro (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles sont réservées. La politique monétaire et budgétaire expansionniste continue de fournir des impulsions positives, et le niveau bas des prix de l'énergie devrait stimuler la consommation privée. Les inquiétudes entourant la demande extérieure et les récentes turbulences sur les marchés financiers ont toutefois affaibli le moral des entreprises au début de l'année et devraient limiter la propension à investir. De même, le prochain référendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni dans l'Union européenne (Brexit) et les problèmes rencontrés par les banques dans certains Etats membres assombrissent les perspectives. S'y ajoute l'important défi posé par la mise en œuvre de réformes favorisant la croissance. La BNS a abaissé de 0,4 point ses prévisions de croissance dans la zone euro pour 2016, les ramenant à 1,4%. Elle table désormais sur une progression du PIB de 1,7% en 2017 (voir tableau 2.1).

Compte tenu du recul des prix de l'énergie, les prix à la consommation ont évolué à la baisse dans la zone euro, rendant l'inflation une nouvelle fois négative et donc nettement inférieure à l'objectif de près de 2% visé par la BCE. En février, le renchérissement annuel s'est inscrit à -0,2% (voir graphique 2.11). Même l'inflation sous-jacente a reculé, s'inscrivant à 0,8% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation calculées sur la base d'indicateurs financiers se sont nettement repliées au cours des derniers mois.

Dans ce contexte, la BCE a de nouveau assoupli sa politique monétaire dans une large mesure en mars. Elle a une nouvelle fois abaissé les taux directeurs: le taux de la facilité de dépôt, de 10 points de base, le ramenant à -0,4%, et le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, de 5 points de base, le ramenant à zéro (voir graphique 2.13). De plus, elle a rallongé de 20 milliards d'euros son programme d'achat d'actifs à partir du mois d'avril, le portant à 80 milliards d'euros par mois, et a décidé d'acquérir aussi des titres de créance d'entreprises non financières. Par ailleurs, elle accordera une nouvelle fois des crédits spéciaux aux banques, à partir du milieu de l'année, afin de favoriser l'octroi de crédits aux ménages.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 0,5% en 2015, alors qu'il avait stagné en 2014. L'activité économique a accusé de fortes variations tout au long de l'année. Au quatrième trimestre, elle a reculé de 1,1% (voir graphique 2.7), notamment en raison d'un repli des dépenses de consommation privée dû aux conditions climatiques. En revanche, les investissements en biens d'équipement sont repartis à la hausse, soutenus par les bénéfices élevés des entreprises.

La conjoncture nipponne demeure fragile. Certes, l'économie, qui dépend des importations d'énergie, profite de la chute du cours du pétrole. Néanmoins, la récente appréciation du yen, la morosité du contexte économique mondial et la chute enregistrée par le marché des actions nippon ont pesé sur le climat des affaires. Dans l'ensemble, la croissance économique devrait afficher en 2016 un niveau légèrement plus faible que celui escompté il y a trois mois.

Ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation est restée proche de zéro. En janvier, le renchérissement annuel s'établissait à 0% (voir graphique 2.11). Hors énergie et denrées alimentaires, il s'inscrivait néanmoins à 0,7% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à plus long terme ont accusé un léger repli, restant ainsi en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon.

En janvier, cette dernière a décidé d'assouplir une nouvelle fois sa politique monétaire, et elle a introduit, à mi-février, un intérêt de -0,1%. Cet intérêt négatif porte sur une partie des avoirs que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale. Le programme d'achat de titres, que la Banque du Japon a lancé en avril 2013 et étendu en octobre 2014, demeure inchangé.

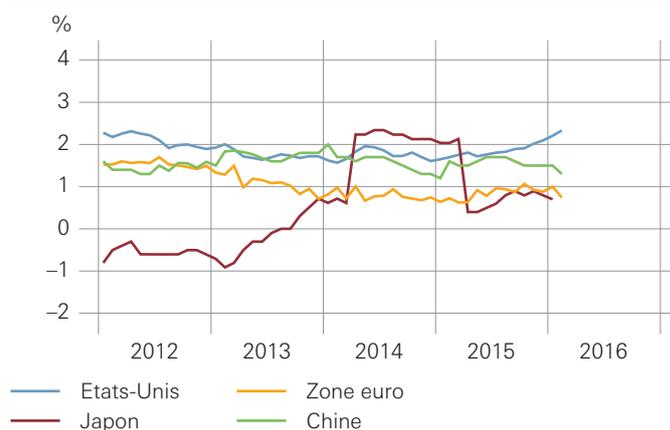
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Au quatrième trimestre, l'évolution conjoncturelle s'est affaiblie dans les économies émergentes. Si la conjoncture industrielle s'est stabilisée en Chine, l'activité dans le secteur des services a perdu quelque peu de sa vigueur. Pour 2015, il en a résulté une croissance du PIB d'à peine 7%. Ce niveau est certes conforme à l'objectif visé par le gouvernement, mais est le plus faible enregistré depuis 1990. En Inde, la conjoncture a également faibli au quatrième trimestre. En Russie et au Brésil, la grave récession s'est poursuivie.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

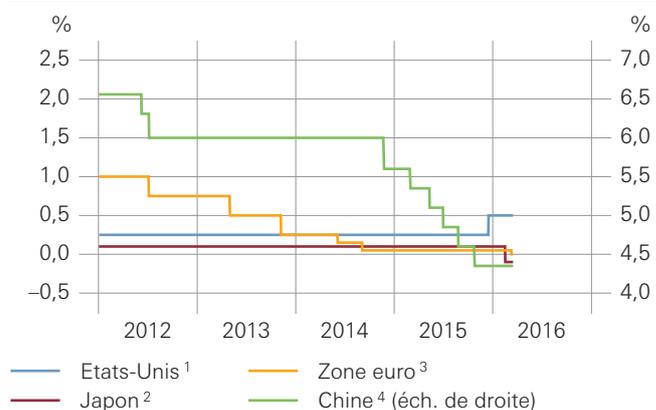


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



¹ Taux des fonds fédéraux.

² Taux cible au jour le jour.

³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

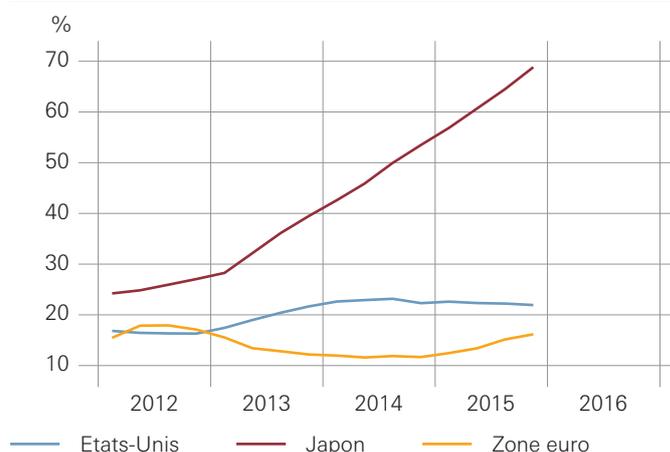
⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

En Chine, la création de valeur devrait encore afficher une plus forte croissance dans le secteur des services que dans l'industrie en 2016. Diverses mesures de relance, notamment des projets d'infrastructure et l'abaissement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) pour les petites voitures, doivent empêcher un fort ralentissement de l'activité industrielle. Toutefois, les surcapacités considérables et l'endettement dans l'industrie et la construction recèlent toujours des risques. Pour 2016, la BNS table sur une progression du PIB de 6,5% en Chine.

La nouvelle baisse du cours du pétrole devrait retarder la reprise escomptée de l'économie russe. L'inflation élevée, la hausse du chômage et les fortes incertitudes font également planer le spectre d'une inflation durable au Brésil.

Dans les économies émergentes, l'inflation a légèrement progressé ces derniers mois, notamment en raison de la hausse des prix des denrées alimentaires. En Chine, l'inflation annuelle est toutefois restée nettement inférieure à l'objectif de 3% de la banque centrale, s'établissant à 2,3% en février (voir graphique 2.11). En Inde, elle a augmenté jusqu'en janvier pour s'inscrire à près de 6%, soit en ligne avec l'objectif de la banque centrale. Le renchérissement est demeuré très élevé en Russie (8%) et au Brésil (10,4%), du fait notamment de la faiblesse de la monnaie respective de ces deux pays.

La Banque populaire de Chine a de nouveau abaissé le taux de réserves minimales en février en vue de soutenir la conjoncture. Ces derniers mois, elle a par ailleurs permis une légère dépréciation de la monnaie chinoise en valeur pondérée par le commerce extérieur. La Banque centrale d'Inde n'a plus pris aucune mesure depuis la réduction de son taux directeur en septembre 2015. Les banques centrales de Russie et du Brésil ont maintenu leur taux directeur respectif à un niveau élevé afin de lutter contre l'inflation et la dépréciation de leur monnaie.

3 Evolution économique en Suisse

Conformément à ce à quoi l'on pouvait s'attendre, la croissance économique de la Suisse a de nouveau légèrement progressé au quatrième trimestre. L'industrie manufacturière a été le principal moteur, les autres branches n'ayant apporté qu'une contribution très modeste. La création de valeur dans le commerce a encore reculé. Les exportations se sont nettement redressées en fin d'année. Néanmoins, cette dynamique s'est presque exclusivement limitée aux produits chimiques et pharmaceutiques. Pour l'ensemble de 2015, la croissance de l'économie suisse s'est inscrite à près de 1%, ce qui corrobore l'appréciation de la Banque nationale au moment de la suppression du cours plancher.

La croissance enregistrée n'a toutefois pas suffi à améliorer l'utilisation des capacités de production de l'ensemble de l'économie. L'écart de production est resté négatif au quatrième trimestre, et le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières a de nouveau légèrement augmenté depuis le dernier examen de la situation. Les marges bénéficiaires de nombreuses entreprises restent soumises à de fortes pressions, ce qui freine leur propension à investir, mais aussi la demande de main d'œuvre.

Le niveau toujours élevé du franc continue de peser sur de larges pans de l'économie. En outre, depuis le début de l'année, le contexte international paraît moins favorable que les prévisions de décembre ne le laissaient présager. Pour 2016, la BNS table à présent sur une croissance comprise entre 1% et 1,5%.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

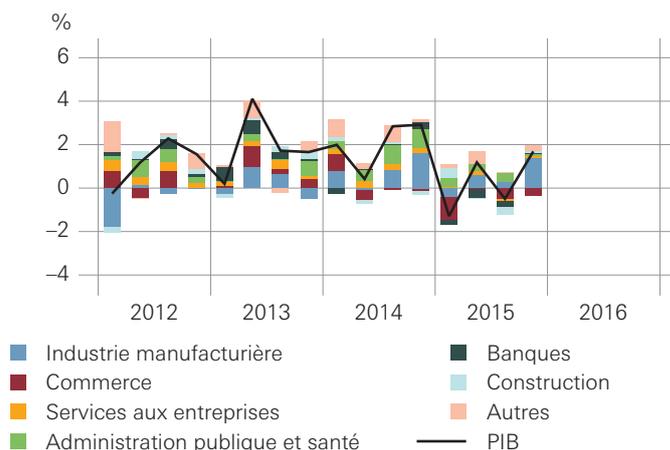
Légère reprise de la croissance au quatrième trimestre

D'après la première estimation officielle, le PIB a progressé de 1,7% au quatrième trimestre 2015, après un léger recul durant la période précédente. La croissance a été essentiellement stimulée par une hausse de la création de valeur dans l'industrie manufacturière. Les autres branches ont connu une évolution modérée dans l'ensemble. Dans le commerce, la création de valeur a de nouveau légèrement fléchi, bien que de façon moins marquée qu'à la période précédente (voir graphique 3.1).

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

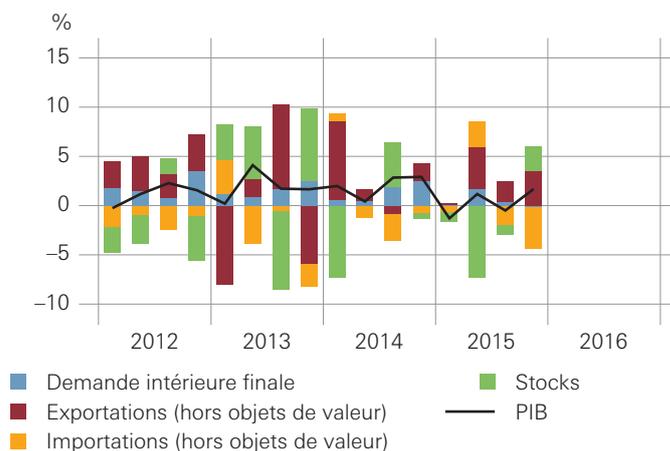


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

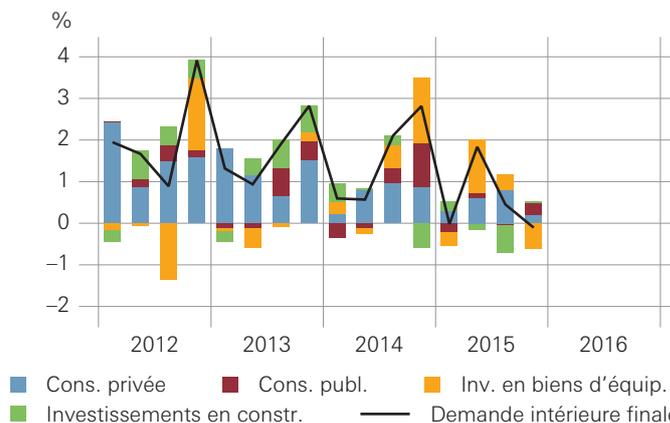


Source: SECO.

Graphique 3.3

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Forte croissance des exportations dans l'industrie chimique et pharmaceutique

Les exportations de biens ont connu un regain de vigueur au quatrième trimestre, notamment vers les Etats-Unis, l'Allemagne et la Chine. Cette évolution positive est toutefois essentiellement due aux exportations de produits chimiques et pharmaceutiques. Dans la plupart des autres branches de l'industrie manufacturière, les exportations de biens sont restées moroses en raison d'une conjoncture industrielle mondiale atone. En revanche, contrairement aux exportations de biens, celles de services ont fortement reculé (voir tableau 3.1).

En termes réels, les exportations de biens et de services au quatrième trimestre ont dépassé de 4,8% le niveau atteint un an auparavant. En termes nominaux, elles ont toutefois légèrement reculé, du fait des baisses de prix accordées par les exportateurs suisses pour rester compétitifs à la suite de la suppression du cours plancher. De nombreux exportateurs restent donc confrontés à une situation très difficile concernant les marges.

Stagnation de la demande intérieure finale

La demande intérieure finale a stagné au quatrième trimestre (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). Les différentes composantes de la demande ont connu une évolution hétérogène. En dépit de l'évolution favorable des revenus en termes réels, la croissance de la consommation des ménages s'est presque interrompue. Cette situation s'explique en partie par un hiver exceptionnellement doux, qui a eu pour effet de freiner les dépenses de chauffage et d'achats de vêtements d'hiver.

Les investissements en biens d'équipement ont également fléchi en raison des pressions exercées sur les marges bénéficiaires et de la faible utilisation des capacités (voir «Tendances conjoncturelles» en page 28).

Les investissements en constructions – et en particulier l'activité de construction de logements, en net recul depuis le printemps 2014 – ont enregistré un léger redressement au quatrième trimestre.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2012	2013	2014	2015	2014				2015			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	2,7	2,2	1,3	1,1	0,3	1,3	1,6	1,4	0,5	1,0	1,3	0,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	1,3	1,3	1,7	-2,8	-1,0	3,0	8,6	-1,7	0,8	-0,3	2,3
Investissements	2,9	1,2	2,1	1,4	2,8	-0,4	3,0	3,5	-0,3	4,2	-1,1	-2,1
Construction	2,9	3,1	3,3	-1,2	4,2	0,4	2,2	-5,6	2,4	-1,5	-6,4	0,5
Biens d'équipement	2,8	0,0	1,3	3,2	1,8	-0,9	3,4	9,8	-2,0	8,1	2,3	-3,7
Demande intérieure finale	2,7	1,8	1,5	1,2	0,6	0,6	2,1	2,8	0,0	1,8	0,5	-0,1
Variation des stocks ¹	-1,0	0,7	-0,4	-1,1	-7,3	0,0	4,5	-0,7	-0,9	-7,4	-1,1	2,6
Exportations totales ²	3,0	0,0	4,2	3,3	15,6	2,2	-1,6	3,4	0,6	8,4	4,1	6,7
Biens ²	0,9	-2,3	5,1	5,0	20,6	9,5	-5,2	0,0	4,2	11,6	5,7	16,7
Biens sans commerce de transit ²	1,7	-1,0	4,0	0,7	12,7	2,3	10,8	-5,6	-8,0	3,9	4,7	12,0
Services	7,4	4,7	2,4	-0,2	6,8	-10,9	6,2	10,3	-6,2	2,1	0,8	-12,1
Importations totales ²	4,4	1,3	2,8	1,8	-1,7	3,0	6,3	1,7	1,5	-6,3	4,9	10,8
Biens ²	2,3	0,7	1,7	-0,9	-9,0	9,3	2,4	-7,5	1,7	-12,4	3,5	17,9
Services	9,3	2,9	5,1	7,4	16,1	-9,2	15,2	23,2	1,1	6,2	7,4	-1,3
Commerce extérieur ³	-0,2	-0,6	1,0	0,9	8,8	-0,1	-3,5	1,1	-0,4	6,9	0,2	-0,8
PIB	1,1	1,8	1,9	0,9	2,0	0,4	2,8	2,9	-1,3	1,2	-0,5	1,7

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 marché du travail a donné de premiers signes de stabilisation à la fin de l'année 2015. Ainsi, l'emploi et le nombre de personnes actives occupées sont légèrement repartis à la hausse. Les indicateurs de l'emploi calculés à partir des résultats des enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) se sont eux aussi redressés quelque peu.

Légère progression de l'emploi

Au quatrième trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée a légèrement augmenté en données corrigées des variations saisonnières, après avoir stagné au trimestre précédent (voir graphique 3.4). Le nombre de personnes actives occupées, qui s'élève à un peu plus de 5 millions, a ainsi atteint un niveau inégalé jusqu'ici.

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 légèrement replié dans l'industrie (voir graphique 3.5).

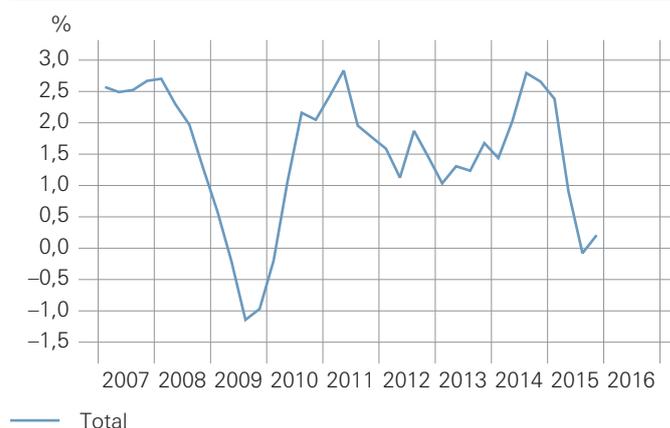
Légère progression du chômage

Le chômage a de nouveau légèrement progressé. Depuis la fin 2014, le nombre de chômeurs a augmenté d'environ 13 000 personnes pour s'établir, fin février, à 149 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage s'inscrivait alors à 3,4% en données désaisonnalisées (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

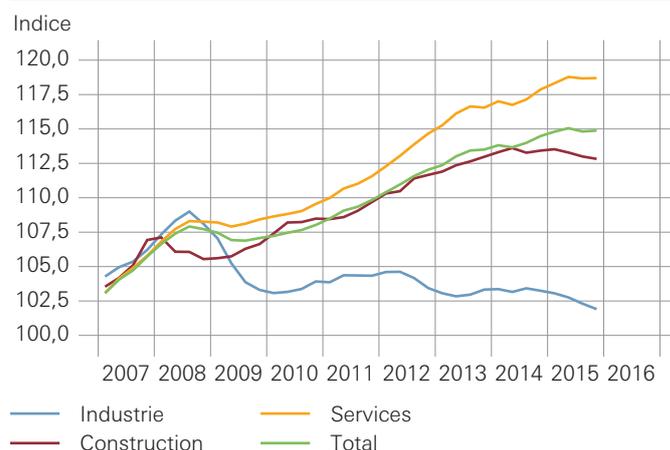


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

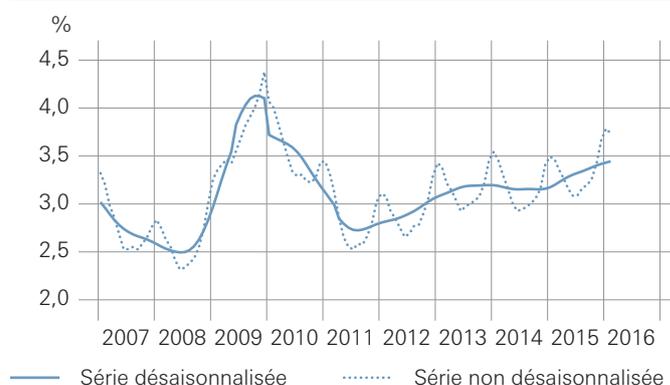
1^{er} trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

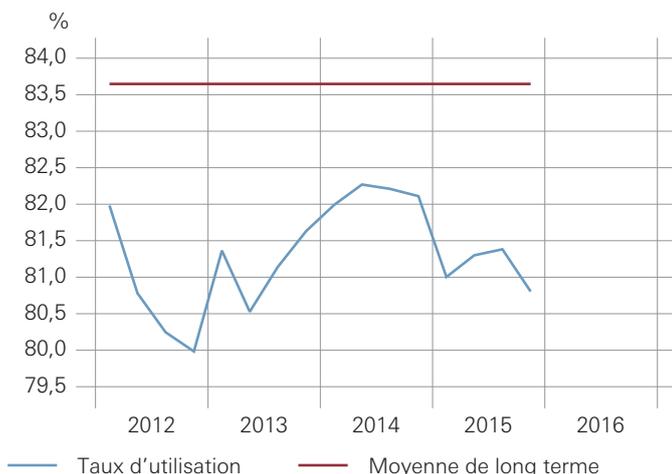
Graphique 3.6

TAUX DE CHÔMAGE



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

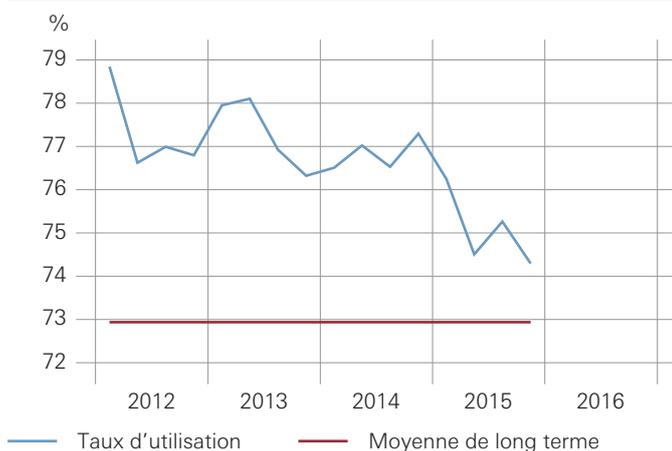
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



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

Graphique 3.8

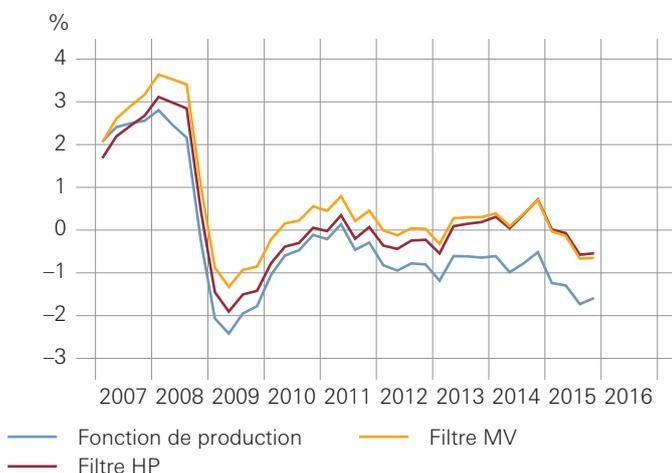
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Sous-utilisation dans l'industrie

Selon l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière est passé, au quatrième trimestre, de 81,4% à 80,8%. Il demeure ainsi nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a lui aussi légèrement reculé au quatrième trimestre. Contrairement à l'industrie manufacturière, ce secteur continue 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.

Ecart de production négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. En raison de la hausse du PIB au quatrième trimestre, l'écart de production s'est quelque peu réduit. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -1,6% au quatrième trimestre contre -1,7% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est moins fortement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence tient à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de la situation sur le marché du travail et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

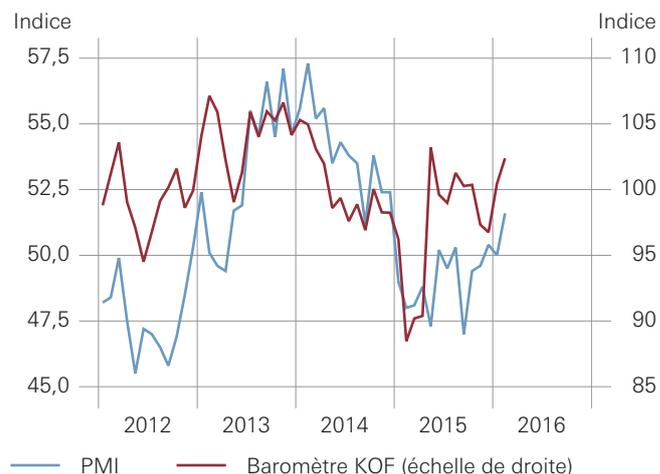
Les indicateurs les plus récents pour la Suisse donnent une image contrastée. Si l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière (PMI) s'est de nouveau légèrement amélioré, les entrées de commandes attendues restent modérées. Aussi le rythme de la croissance devrait-il ralentir dans l'industrie au premier trimestre 2016. Dans les autres secteurs de production, les indicateurs disponibles jusqu'ici laissent eux aussi présager une évolution modérée en début d'année. Par conséquent, il ne faut tabler dans l'ensemble que sur une progression modeste du PIB pour le premier trimestre.

Durant le reste de l'année, la conjoncture en Suisse devrait toutefois quelque peu gagner en vigueur. Deux facteurs, notamment, sont déterminants à cet égard. Premièrement, la BNS table sur un raffermissement graduel de la reprise (voir chapitre 2). Deuxièmement, l'effet exercé par l'appréciation passée du franc devrait s'atténuer peu à peu. Le redressement de la demande de biens et de services suisses devrait donc se poursuivre. Des impulsions plus favorables sont également attendues du côté de la demande intérieure.

Pour 2016, la BNS prévoit désormais une croissance du PIB se situant entre 1% et 1,5%, au lieu d'environ 1,5% précédemment. Cette légère révision à la baisse s'explique surtout par l'évolution un peu plus modérée de l'économie mondiale dans le nouveau scénario de base.

Graphique 3.10

INDICATEURS AVANCÉS

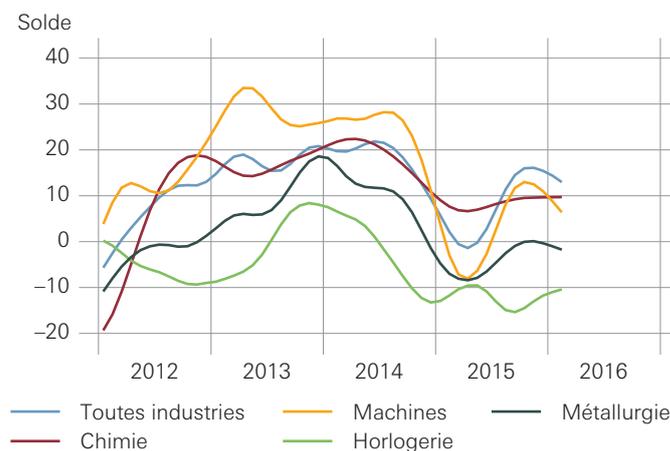


Sources: Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.11

ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

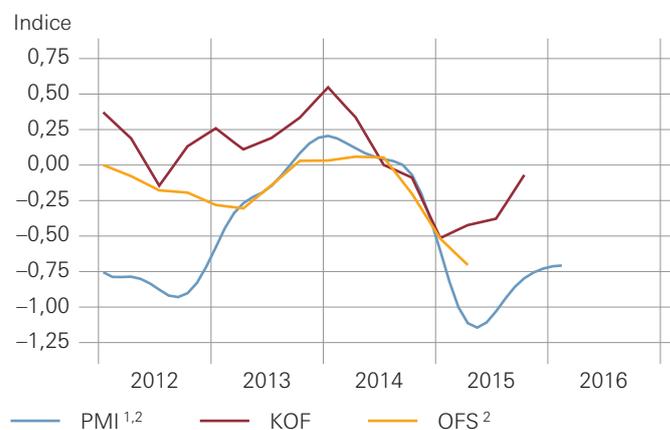
Composante tendance-cycle



Source: KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Composante tendance-cycle: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

Les prix à la consommation en glissement annuel ont enregistré un recul moins marqué ces derniers mois. En février 2016, le taux de renchérissement annuel s'est établi à $-0,8\%$, tandis que les taux d'inflation sous-jacente oscillaient entre $-0,3\%$ et $-0,5\%$. Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont continué à afficher des taux de renchérissement annuel nettement plus négatifs que les prix à la consommation, qui se situent en aval.

Comme il ressort des enquêtes sur les anticipations d'inflation, les personnes interrogées tablent sur des taux de renchérissement négatifs à court terme, mais toujours positifs à moyen et à long terme. Les anticipations d'inflation sont demeurées pratiquement inchangées au cours des derniers mois.

PRIX À LA CONSOMMATION

Taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC en zone négative

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est resté négatif, s'inscrivant à $-0,8\%$ en février 2016 (voir tableau 4.1). Les taux de renchérissement sont certes devenus nettement moins négatifs que les mois précédents, mais cette évolution s'explique en partie par des effets de base. L'IPC a quelque peu fléchi, non seulement par rapport à la même période de 2015, mais aussi au cours des trois ou six derniers mois.

Renchérissement des biens et services importés: influence d'un effet de base

Les biens et services importés continuent à contribuer davantage que les biens et services suisses à l'évolution en zone négative du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, même si les contributions de ces deux composantes se sont rapprochées (voir graphique 4.1). Le taux de renchérissement annuel négatif des biens et services importés s'est réduit de moitié entre novembre et février, essentiellement en raison d'un effet de base: le recul marqué que les prix des biens et services importés avaient enregistré au cours de la période correspondante de 2015 en raison des cours du pétrole et de la suppression du cours plancher n'entre désormais plus dans le calcul du taux de renchérissement annuel.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2015					2016		
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice total	-1,1	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-0,8
Biens et services suisses	0,1	0,5	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,6	-0,4
Biens	-0,7	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-1,2	-1,7	-1,2
Services	0,3	0,6	0,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Services privés (hors loyers des logements)	0,4	0,8	0,5	0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2
Loyers des logements	0,8	1,0	1,2	0,9	0,3	0,1	0,1	0,2
Services publics	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Biens et services importés	-4,7	-4,2	-4,8	-5,4	-4,4	-3,8	-3,3	-2,2
Hors produits pétroliers	-2,5	-1,5	-2,7	-3,1	-2,7	-2,4	-2,2	-1,1
Produits pétroliers	-17,4	-19,3	-16,6	-18,5	-14,9	-13,1	-10,8	-10,3

Sources: BNS et OFS.

Recul du taux de renchérissement des biens et services suisses

Le taux de renchérissement annuel des biens et services suisses est passé en zone négative en septembre 2015 et a encore fléchi depuis lors (voir graphique 4.2). Le recul des prix par rapport au mois correspondant de l'année précédente a été nettement plus fort pour les biens que pour les services. Etant donné que les biens ont un poids moins important que les services dans l'IPC, la différence en termes de contribution au renchérissement est moins marquée.

Hausse des loyers proche de zéro

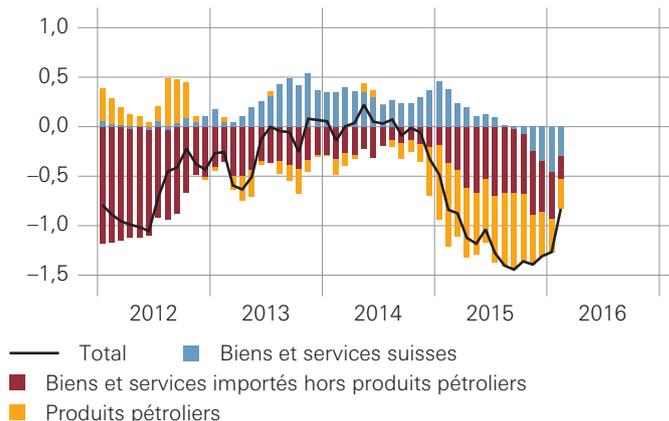
Les loyers des logements (relevés trimestriellement) ont augmenté quelque peu entre novembre et février. Toutefois, la hausse annuelle des loyers, qui avait une nouvelle fois fléchi en novembre sous l'effet de l'abaissement du taux d'intérêt de référence en juin 2015, est demeurée pratiquement inchangée (voir graphique 4.3), restant ainsi légèrement au-dessus de zéro.

Le taux d'intérêt de référence, qui repose sur le taux hypothécaire moyen des banques, est déterminant pour les adaptations de loyers liées à l'évolution des taux hypothécaires.

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

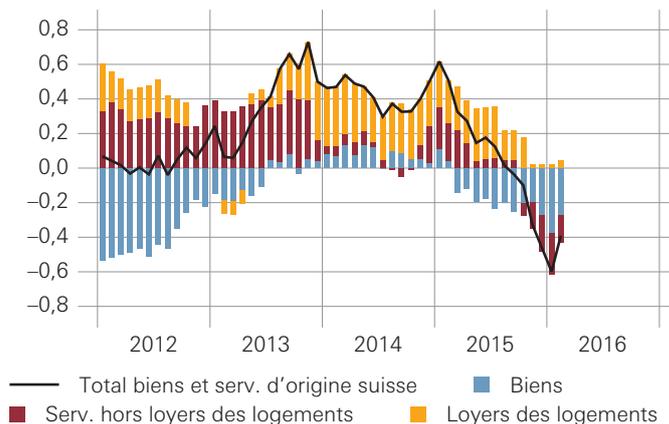


Sources: BNS et OFS.

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

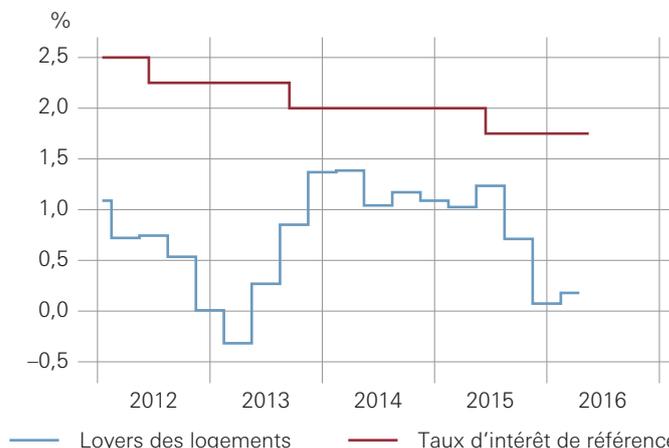


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

Variation par rapport à l'année précédente

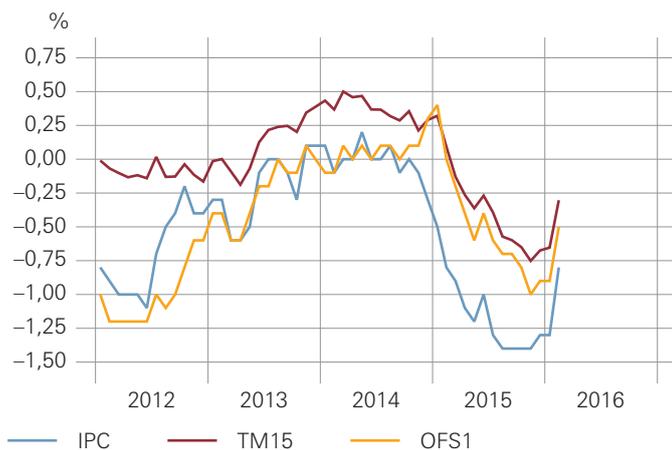


Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

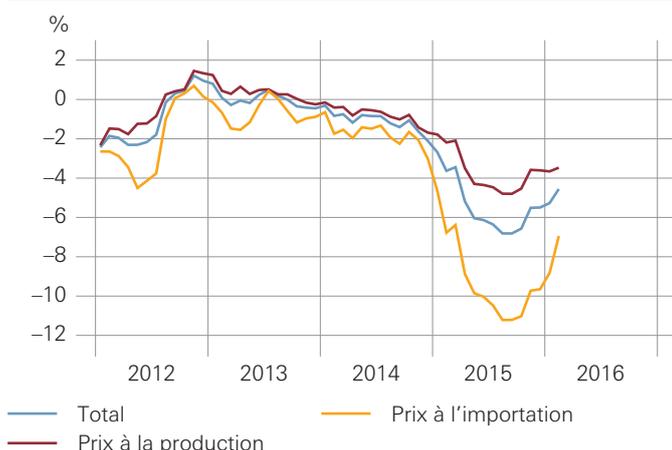


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

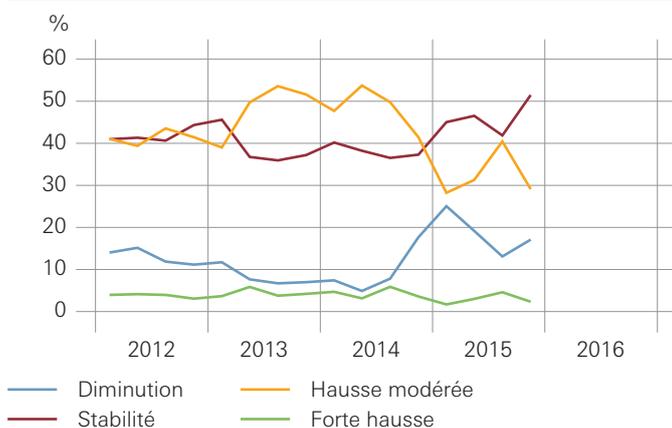


Source: OFS.

Graphique 4.6

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

Taux d'inflation sous-jacente négatifs

Après avoir enregistré un recul marqué entre janvier et novembre 2015, les taux d'inflation sous-jacente ont à nouveau légèrement augmenté, même s'ils se situent encore dans la zone négative (voir graphique 4.4). En février, le taux d'inflation sous-jacente 1 calculé par l'OFS (OFS1) s'inscrivait à $-0,5\%$, tandis que la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'établissait à $-0,3\%$.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Taux de renchérissement toujours négatif pour les prix de l'offre totale**

Les prix de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation) restent sensiblement inférieurs au niveau observé au cours de la même période de 2015. Depuis août 2015, ils se sont toutefois largement stabilisés. Ainsi, les taux de renchérissement annuels se sont inscrits, ces derniers mois, à un niveau moins fortement négatif que l'été dernier (voir graphique 4.5).

La différence par rapport au niveau enregistré douze mois auparavant reste nettement plus marquée pour les prix à l'importation que pour les prix à la production.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Anticipations d'inflation pratiquement inchangées**

Les personnes interrogées dans le cadre de diverses enquêtes tablaient à court terme sur des taux d'inflation négatifs. Les anticipations d'inflation à moyen terme se sont toutefois maintenues dans une fourchette de valeurs légèrement supérieures à zéro. Les anticipations d'inflation sont demeurées pratiquement inchangées au cours des derniers mois.

Anticipations à court terme toujours négatives

Dans l'enquête menée en janvier par le SECO auprès des ménages, la part des personnes interrogées qui prévoyaient des prix moins élevés ou inchangés dans les douze prochains mois a augmenté pour s'établir à respectivement 17% et 51% (voir graphique 4.6). En revanche, la part des personnes qui s'attendaient à une hausse des prix a diminué (31%).

D'après le Credit Suisse ZEW Financial Market Report, 53% des analystes interrogés escomptaient en février des taux d'inflation inchangés à un horizon de six mois (novembre 2015: 66%). Ceux qui tablaient sur une hausse représentaient une proportion de 35%, contre 25% lors de l'enquête précédente; la part des tenants du scénario inverse (taux d'inflation plus fortement négatif) est passée de 9% à 12%.

Lors des entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale avec des chefs d'entreprises de tous les secteurs économiques, les interlocuteurs tablaient au premier trimestre sur un taux d'inflation de $-0,3\%$ pour les six à douze prochains mois, contre $-0,4\%$ au quatrième trimestre 2015.

Anticipations positives à moyen et à long terme

Les chefs d'entreprises interrogés au premier trimestre par les délégués de la BNS estimaient que le taux d'inflation serait de 0,7% à un horizon de trois à cinq ans (contre 0,6% lors de l'enquête du trimestre précédent). D'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ces derniers tablaient, au quatrième trimestre 2015, sur un taux d'inflation de 0,7% dans deux ans (contre 0,8% dans l'enquête du trimestre précédent).

Aucune nouvelle enquête sur les anticipations d'inflation à long terme n'a été publiée depuis l'examen de décembre de la situation économique et monétaire. Les dernières en date montraient que les anticipations d'inflation à un horizon de six à dix ans restaient bien ancrées.

Depuis mi-décembre, les conditions monétaires se sont quelque peu assouplies. Le franc a légèrement faibli sur le marché des changes, et les taux d'intérêt sont restés pratiquement inchangés sur le marché monétaire. Les rendements des obligations de la Confédération ont encore diminué pour s'inscrire à des niveaux jamais observés auparavant. Ils étaient dans la zone négative pour tous les emprunts fédéraux ayant des durées allant jusqu'à bien plus de dix ans.

Sur le marché des changes, le franc a faibli en janvier, puis a comblé l'essentiel de ce repli jusqu'à fin février. La dépréciation observée en janvier a coïncidé avec une phase d'incertitude croissante, qui s'est traduite par de sensibles baisses de cours sur les marchés internationaux des actions. Les principaux indices boursiers suisses ont eux aussi enregistré de fortes pertes durant cette phase.

La croissance des crédits bancaires a continué à se replier. Les nouvelles prescriptions comptables pour les banques, qui sont déterminantes pour la statistique bancaire depuis novembre 2015, n'ont eu aucune répercussion sensible sur l'évolution des agrégats monétaires et des crédits.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS DÉCEMBRE 2015

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 10 décembre 2015, la BNS a confirmé vouloir poursuivre le cap de sa politique monétaire. 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 auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré.

La BNS a en outre réaffirmé son intention de rester active sur le marché des changes afin d'influer au besoin sur l'évolution des cours. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire la pression sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-décembre 2015, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté. Dans la semaine du 7 au 11 mars 2016 (la dernière semaine avant l'examen de mi-mars), ils portaient sur 481,3 milliards de francs et dépassaient ainsi de 13,8 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2015 (467,5 milliards). Entre mi-décembre 2015 et mi-mars 2016, ils s'élevaient en moyenne à 473,5 milliards de francs (408,5 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques établies en Suisse et 65 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 14,5 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 novembre 2015 au 19 février 2016. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 396,3 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 391,6 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt stables sur le marché monétaire

Pour l'essentiel, les taux d'intérêt à court terme sont restés inchangés au premier trimestre 2016. Ils se sont maintenus dans la zone négative et étaient proches de $-0,75\%$, soit le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS (voir graphique 5.1). Les anticipations en matière de politique monétaire ont contribué, comme le trimestre précédent, à faire baisser temporairement le Libor à trois mois.

Taux d'intérêt à long terme toujours dans la zone négative

Depuis mi-décembre, le rendement des obligations fédérales à dix ans est tombé par moments au-dessous de $-0,4\%$, passant ainsi à des niveaux jamais observés auparavant. Il s'établissait à environ $-0,3\%$ mi-mars et était ainsi légèrement inférieur à son niveau de mi-décembre.

Tassement de la courbe des rendements

La courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est tassée entre mi-décembre et mi-mars (voir graphique 5.2). Les rendements d'obligations fédérales ayant des durées de plus en plus longues ont basculé dans la zone négative. Par moments, ils étaient négatifs pour des durées allant jusqu'à 18 ans.

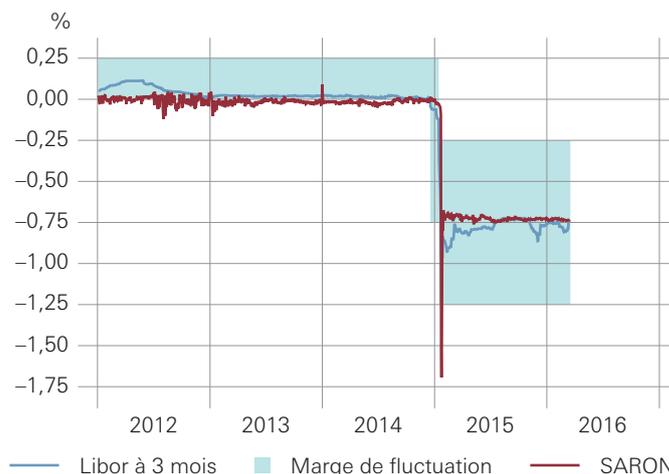
Bas niveaux des taux d'intérêt réels à long terme

Le taux d'intérêt réel estimé à dix ans était proche de 0% , mi-mars comme mi-décembre (voir graphique 5.3). Ainsi, ce taux continue à évoluer à un très bas niveau.

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

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

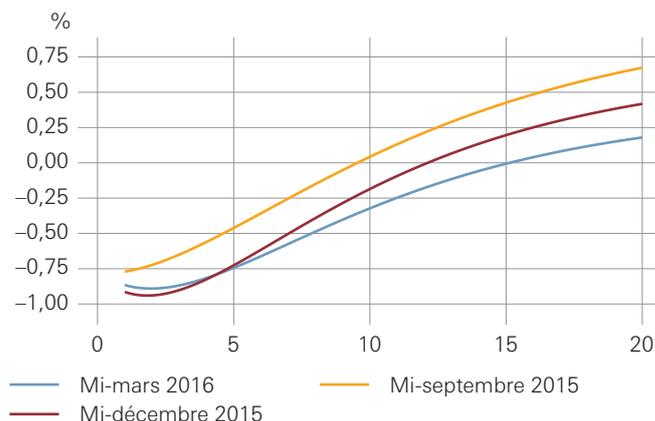


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

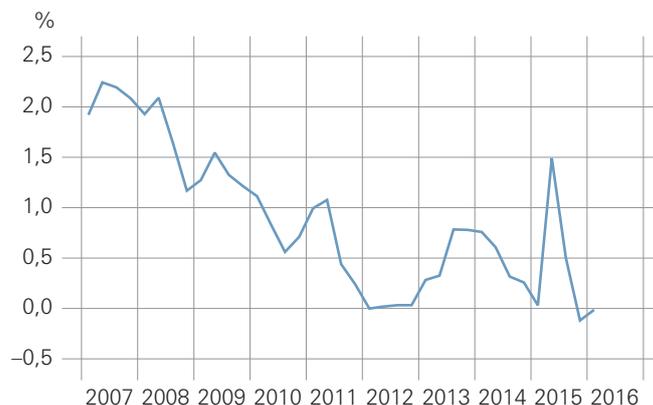


Source: BNS.

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

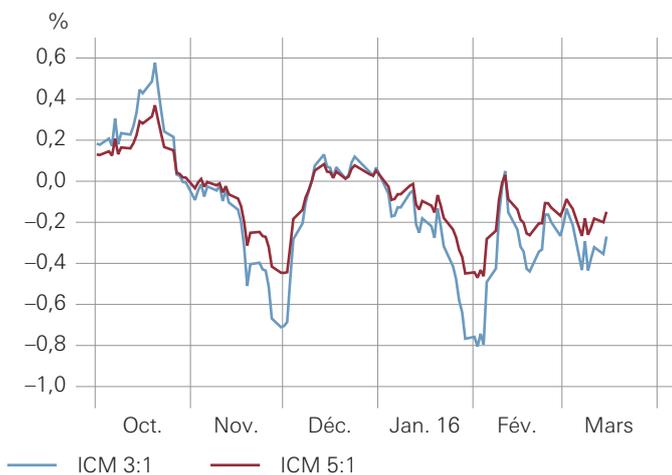
COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES

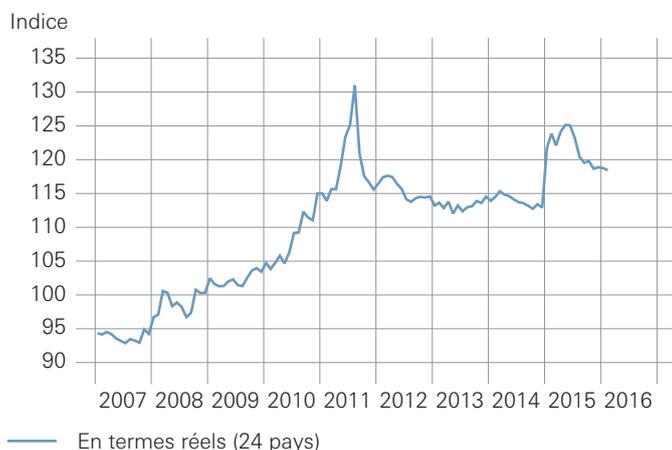


Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

COURS DE CHANGE

Peu de variations du franc face à l'euro et au dollar

Depuis décembre, le franc a peu varié vis-à-vis de l'euro et du dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4). Après avoir faibli en janvier, il s'est apprécié en février, compensant ainsi sa baisse initiale. L'affaiblissement sensible du dollar des Etats-Unis dans la première moitié de février était dû principalement au fait que les investisseurs ont révisé à la baisse leurs anticipations quant aux taux d'intérêt américains.

Léger assouplissement des conditions monétaires

En données pondérées par les exportations, le franc a légèrement faibli depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre. Les conditions monétaires se sont ainsi quelque peu assouplies, attendu que les taux d'intérêt à court terme sont restés pratiquement inchangés.

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.5, intègre les variations du Libor à trois mois et celles de la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par les exportations. Il montre comment les conditions monétaires ont évolué. 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 de la politique monétaire.

Repli de la valeur extérieure du franc en termes réels, à un niveau toujours élevé

En données réelles pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc a continuellement diminué depuis le milieu de l'année 2015. Son repli s'explique principalement par la dépréciation du franc, en termes nominaux, face à l'euro et au dollar des Etats-Unis. En février, la valeur extérieure du franc en termes réels était inférieure d'environ 6% à son niveau le plus élevé depuis la suppression du cours plancher (voir graphique 5.6). Sur une plus longue période, le franc reste toutefois à un niveau élevé.

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Volatilité des cours des actions

En Suisse comme à l'étranger, les cours des actions ont subi des pressions à la baisse au début de l'année 2016. Ces pressions ont été attribuées aux fortes pertes enregistrées par les marchés chinois des actions et à la chute persistante des prix sur les marchés des matières premières, soit à deux évolutions qui traduisent les incertitudes accrues entourant les perspectives de croissance pour la Chine et pour l'économie mondiale. A partir de mi-février, les cours des actions se sont redressés, mais sans retrouver leur niveau du début de l'année (voir graphique 5.7).

La volatilité implicite, qui est calculée à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI et qui permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions, a augmenté en janvier et début février au fur et à mesure des baisses sur les marchés des actions. Le redressement des cours à partir de mi-février a coïncidé avec une diminution de la volatilité implicite.

Recul sensible des valeurs bancaires Des quatre sous-indices du SPI qui font l'objet du graphique 5.8, celui des biens de consommation s'en est nettement mieux sorti, depuis le milieu de l'année 2015, que ceux de la santé et des industries. L'évolution du sous-indice regroupant les valeurs des sociétés financières a été plus faible à cause du repli des valeurs bancaires, même si les cours des actions des compagnies d'assurances ont affiché une évolution proche de celle de l'indice total. Les données trimestrielles décevantes publiées par les banques en Suisse et à l'étranger et les doutes croissants des investisseurs quant à la capacité des banques à améliorer durablement leur rentabilité ont pesé sur les cours des titres bancaires depuis le début de 2016. Les pertes subies par les valeurs bancaires doivent toutefois être relativisées, dans la mesure où ces actions avaient enregistré, au premier semestre 2015, une performance nettement supérieure à celle de l'indice total.

Légère hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Selon les indices des prix disponibles dans le domaine de l'immobilier, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté en 2015 à un rythme moins soutenu que les années précédentes. Le ralentissement a été plus sensible pour les appartements en propriété par étage que pour les maisons individuelles (voir graphique 5.9). Sur une période de plusieurs années, les prix des appartements en propriété par étage ont toutefois augmenté davantage que ceux des maisons individuelles.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Nouvel accroissement de la monnaie centrale

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, a continué à augmenter entre novembre 2015 et février 2016 (voir graphique 5.10). Les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse se

Graphique 5.7

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

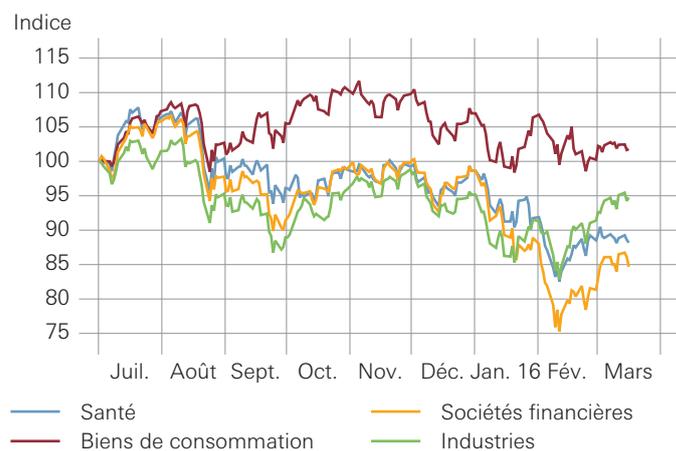


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100

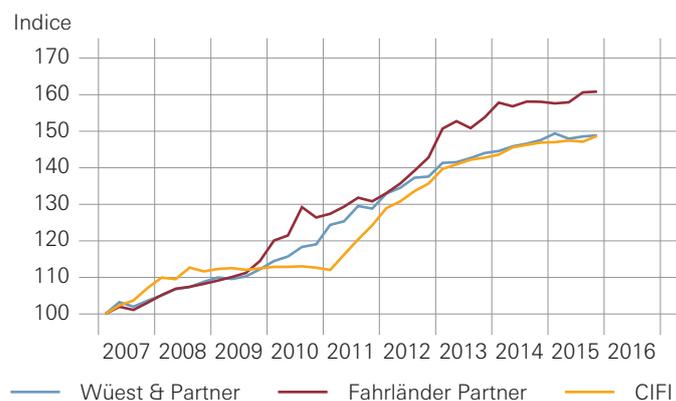


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

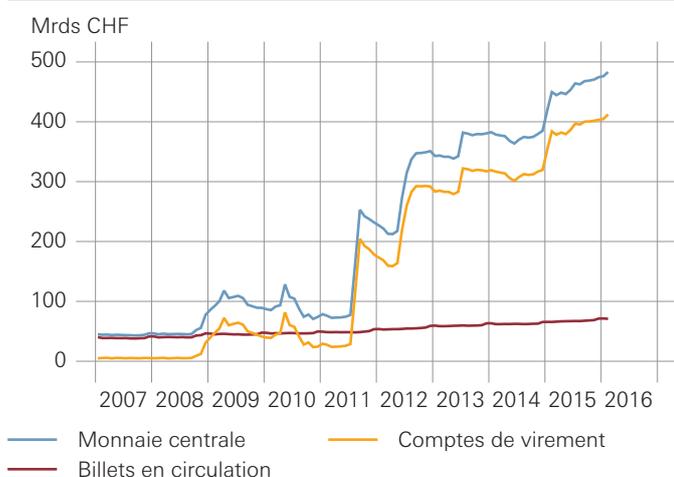
sont accrus de 10,5 milliards de francs, alors que les billets en circulation ont progressé de 2,2 milliards.

Faibles variations des agrégats au sens large

Entre novembre et février, les agrégats monétaires au sens large ont peu varié. L'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était toujours quelque peu inférieur à son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Quant à M2 (M1 et dépôts d'épargne) et à M3 (M2 et dépôts à terme), ils dépassaient légèrement les niveaux observés douze mois auparavant (voir tableau 5.1). La croissance des agrégats monétaires a ainsi nettement faibli ces deux à trois dernières années (voir graphique 5.11).

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2015				2016			
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
M1	-0,2	0,9	0,2	0,6	-2,4	-1,4	-1,0	-0,7
M2	1,1	1,6	0,9	1,0	1,0	1,4	1,6	1,9
M3	1,8	2,4	1,7	1,5	1,7	1,7	1,4	1,7
Crédits bancaires, total ^{1, 3}	1,9	2,5	1,6	1,6	1,7	1,0	1,5	
Créances hypothécaires ^{1, 3}	3,3	3,6	3,5	3,2	2,9	2,8	2,6	
Ménages ^{2, 3}	3,4	3,5	3,5	3,4	3,2	3,1	2,9	
Entreprises du secteur privé ^{2, 3}	3,3	3,9	3,7	3,0	2,6	2,5	2,3	
Autres crédits ^{1, 3}	-5,3	-2,9	-7,3	-6,4	-4,4	-8,5	-4,5	
gagés ^{1, 3}	-0,4	4,2	0,5	0,1	-5,8	-12,6	-4,4	
non gagés ^{1, 3}	-8,5	-7,2	-12,2	-10,8	-3,4	-5,6	-4,6	

1 Bilans mensuels.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

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

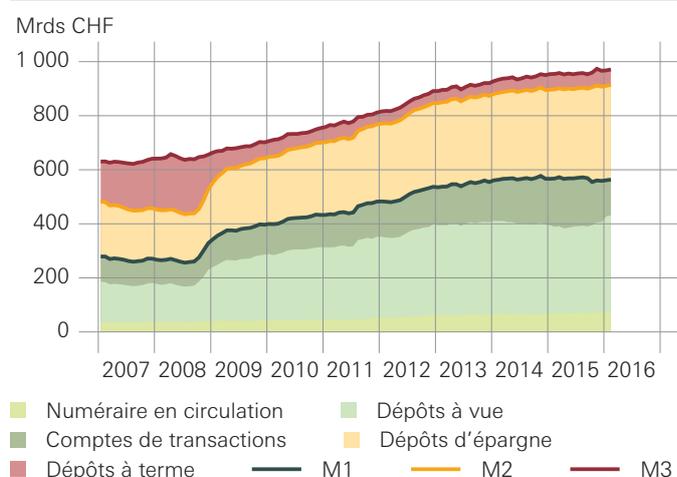
Source: BNS.

Ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Au quatrième trimestre 2015, les créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 2,9% leur niveau de la même période de l'année précédente (voir tableau 5.1). Au troisième trimestre, leur accroissement était encore de 3,2%. En dépit des taux hypothécaires très bas en comparaison historique, la croissance des prêts hypothécaires a continué à se replier (voir graphique 5.12).

Graphique 5.11

AGRÉGATS MONÉTAIRES



Source: BNS.

Repli des autres crédits

Les autres crédits ont diminué de 4,4% entre le quatrième trimestre 2014 et la période correspondante de 2015. Depuis le début de la crise économique et financière, ils suivent un tracé tendanciellement plat, mais avec de sensibles fluctuations (voir graphique 5.13). Depuis début 2009, la partie gagée des autres crédits a quelque peu augmenté, alors que la partie non gagée a marqué un léger repli.

Croissance des crédits avec ventilation par secteurs

Ces dernières années, tant les ménages que les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement avantageuses, ce qui s'est traduit par une progression continue des crédits bancaires (voir graphique 5.14). Fin décembre 2015, les crédits aux ménages dépassaient de 17,6 milliards de francs, ou de 2,5%, le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux entreprises ont par contre diminué légèrement durant la même période. La diminution a été de 0,5 milliard de francs (-0,2%) pour les crédits aux entreprises non financières et de 5,2 milliards (-9,6%) pour ceux aux entreprises financières. Les crédits aux entreprises financières portent sur un montant moins élevé et sont nettement plus volatils.

Faibles répercussions des nouvelles prescriptions comptables sur les agrégats monétaires et les crédits bancaires

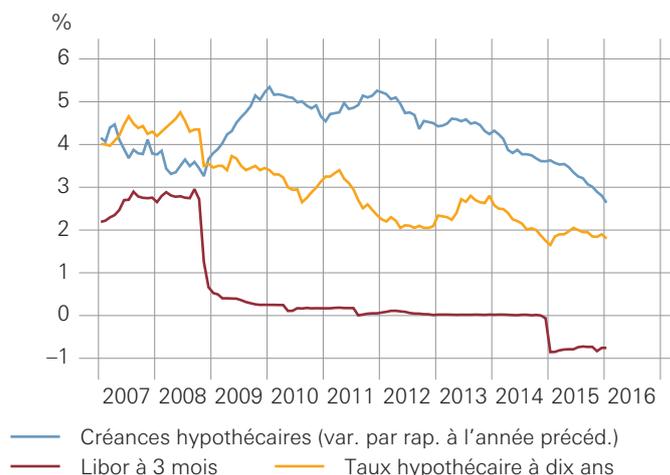
L'introduction des nouvelles prescriptions comptables pour les banques (PCB, Circ.-FINMA 15/1) a amené des changements dans la structure et le contenu des bilans et des comptes de résultats des banques. Ces changements influent sur les tableaux de la statistique bancaire (data.snb.ch). La BNS a adapté les tableaux au nouveau schéma des PCB à partir des données portant sur le mois de novembre 2015. Les répercussions sur les agrégats monétaires et les crédits bancaires sont toutefois faibles.

Les nouvelles PCB entraînent une légère contraction des crédits, les banques étant dorénavant tenues de porter les corrections de valeur en déduction du poste correspondant de l'actif du bilan et ne pouvant plus les inscrire au passif. Une comparaison avec l'évolution des créances brutes tirées de la statistique sur l'encours des crédits montre toutefois que ce changement ne devrait avoir réduit que de 0,1% environ le total des crédits pour le mois de novembre 2015.

De même, les agrégats monétaires ont été peu touchés par l'introduction des nouvelles PCB. La seule modification notable concerne les dépôts à terme: un établissement bancaire a comptabilisé sous les dépôts à terme des éléments qui figuraient précédemment dans les engagements résultant des obligations de caisse. En conséquence, l'agrégat M3 a augmenté en novembre 2015, mais M1 et M2 n'ont pas été affectés par ce changement.

Graphique 5.12

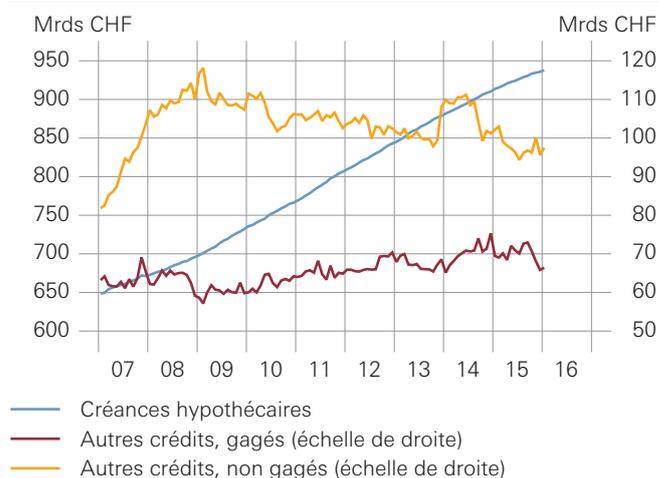
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.13

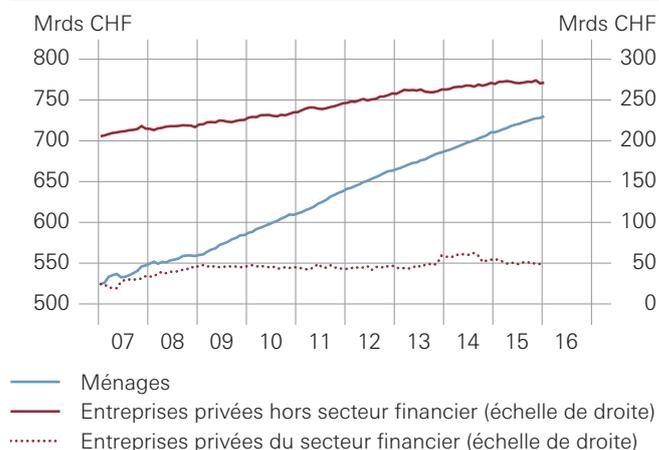
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2016

Premier trimestre 2016

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 début janvier et fin février 2016 avec 239 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
Rita Kobel
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, les chiffres d'affaires réels des entreprises se situent dans l'ensemble au niveau enregistré le trimestre précédent. En ce qui concerne les marges bénéficiaires, de nombreuses entreprises restent confrontées à une situation tendue, qui ne s'est toutefois pas détériorée.

Contrastant avec la marche des affaires modérée au premier trimestre, les perspectives d'évolution des chiffres d'affaires en termes réels pour les prochains mois sont plus optimistes qu'elles ne l'étaient au trimestre précédent. D'une part, les entreprises comptent sur un certain redressement de la demande extérieure. D'autre part, les mesures mises en œuvre en vue d'accroître l'efficacité devraient peu à peu porter leurs fruits et laissent présager de meilleures marges.

Les effectifs devraient continuer de baisser légèrement dans l'industrie tandis qu'ils devraient augmenter de façon marginale dans les services. La propension à investir a connu une faible hausse par rapport aux trimestres précédents.

Stagnation persistante des chiffres d'affaires

Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires réels se situent au niveau enregistré le trimestre précédent. En termes réels, les chiffres d'affaires ont été plus élevés chez les fabricants de machines, bien que la situation soit très hétérogène au sein de la branche. Les entreprises de l'industrie alimentaire et les fabricants de matières plastiques affichent des chiffres d'affaires nettement inférieurs à ceux du trimestre précédent. La marche des affaires a stagné dans toutes les autres branches de l'industrie. Un nombre croissant de signes confirme la faiblesse de la demande dans l'horlogerie. Dans l'industrie pharmaceutique, en revanche, la demande se maintient à un niveau satisfaisant.

En ce qui concerne les exportations, les ventes à destination des Etats-Unis et de l'Allemagne demeurent plutôt dynamiques. Les activités commerciales avec le Royaume-Uni se portent bien elles aussi. Ici et là, on observe par ailleurs une hausse de la demande provenant du Japon et de la Scandinavie. En revanche, la mauvaise conjoncture en Russie et au Brésil ainsi que le ralentissement économique en Chine et au Proche-Orient continuent de peser sur de nombreuses branches.

Dans la construction, la marche des affaires est stable, voire en légère baisse. L'activité conserve néanmoins un niveau élevé.

Dans les services, les chiffres d'affaires réels se sont maintenus au niveau atteint le trimestre précédent. Les branches donnent toujours une image contrastée: les technologies de l'information et de la communication, les assurances et les services liés à la gestion des bâtiments ont enregistré une hausse de leurs chiffres d'affaires, tandis que les représentants du commerce automobile, du commerce de gros, des transports et des banques ont signalé des chiffres d'affaires en baisse. Le commerce de détail présente une évolution inégale tout en révélant une tendance légèrement positive. Le tourisme d'achat, de même que le glissement du commerce traditionnel vers le commerce en ligne, toujours en plein essor, restent problématiques pour de nombreuses entreprises.

Pour ce qui est des banques, la marche des affaires est essentiellement affaiblie par un début d'année médiocre sur les places boursières. Les restructurations en cours dans les banques se traduisent par un tassement de la demande dans d'autres branches, telles que les technologies de l'information, l'hôtellerie ou les services liés à la gestion des bâtiments, notamment à Genève et au Tessin.

Sous-utilisation persistante des capacités

Les capacités de production des entreprises interrogées restent considérablement sous-utilisées dans l'ensemble; la situation ne s'est toutefois pas dégradée par rapport au trimestre précédent. Un peu plus de 40% des entreprises interrogées jugent l'utilisation de leurs capacités plus faible qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie manufacturière, la moitié des entreprises interrogées indiquent une légère, voire une nette, sous-utilisation des capacités. Cette situation concerne la plupart des branches. L'utilisation des capacités est normale dans l'industrie chimique et pharmaceutique.

Dans la construction, l'utilisation des capacités techniques est un peu plus faible qu'au trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières; cela vaut tant pour le secteur principal de la construction que pour le second œuvre. Les entreprises implantées dans les régions de montagne continuent à accroître la concurrence en plaine, ce qui est généralement mis en relation avec leur carnet de commandes moins rempli en raison de l'initiative sur les résidences secondaires. Une augmentation de la pression sur les prix exercée par le secteur public est également perceptible.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités dans les technologies de l'information et le transport – est légèrement, voire nettement, sous-utilisée dans la plupart des branches. Elle est particulièrement sous-utilisée dans l'hôtellerie, les transports et la logistique ainsi que dans les banques. En revanche, les technologies de l'information et de la communication bénéficient d'une bonne, voire très bonne, utilisation des capacités.

L'hôtellerie de montagne déplore une utilisation des capacités extrêmement faible, notamment due à un nouveau recul du taux de fréquentation des touristes européens, qui n'est que partiellement compensé par l'augmentation du nombre d'hôtes provenant d'Asie, des Etats-Unis et de Suisse. En outre, durant la première moitié de la saison d'hiver, la météo et les conditions d'enneigement ont eu des effets défavorables.

Effectifs plutôt trop élevés

Comme aux trimestres précédents, les effectifs sont actuellement jugés plutôt trop élevés dans l'ensemble. Cela vaut surtout pour l'industrie manufacturière, dont la plupart des branches – à l'exception de l'industrie pharmaceutique et des fabricants d'équipements électriques – signalent des effectifs un peu trop élevés. La situation est identique dans la construction, notamment dans le génie civil. En ce qui concerne les services, les effectifs sont un peu trop élevés dans les transports ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration. En revanche, les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication ainsi que les fiduciaires et les réviseurs sont à la recherche de personnel.

Les éventuelles compressions d'effectifs sont majoritairement réalisées en renonçant à pourvoir les postes devenus vacants à la suite de départs naturels ou en réduisant le travail temporaire; des licenciements sont cependant également prononcés. Les autres mesures en matière de ressources humaines, déjà appliquées ou en cours d'examen, sont l'allongement du temps de travail pour le même salaire ainsi que la réduction de l'horaire de travail.

Quant au recrutement, les interlocuteurs jugent dans l'ensemble la situation un peu moins difficile qu'auparavant. De nombreuses entreprises enregistrent un nombre relativement élevé de candidatures spontanées.

Stabilisation des pressions sur les marges

En ce qui concerne les marges, la situation reste tendue dans les trois secteurs, mais ne s'est pas dégradée. Un peu plus de la moitié des entreprises interrogées jugent leurs marges plus faibles que d'ordinaire, tandis qu'un tiers indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. Les mesures prises en vue de réduire les coûts portent peu à peu leurs fruits. En revanche, les entreprises ne parviennent à augmenter les prix que dans de rares cas, et ce essentiellement à l'étranger.

Les pressions sur les marges sont vives dans l'industrie manufacturière, où les représentants de toutes les branches considèrent leurs marges bénéficiaires plus faibles, voire beaucoup plus faibles, qu'à l'accoutumée.

Les anticipations d'évolution des prix indiquent une tendance persistante à la baisse pour les prix d'achat et – dans une mesure légèrement moindre qu'au trimestre précédent – pour les prix de vente.

Optimisme contenu

Les perspectives pour l'avenir proche restent prudentes; la prévisibilité de la marche des affaires est jugée relativement faible. Malgré ces risques, une faible progression des chiffres d'affaires réels est attendue pour les prochains mois, et ce dans les trois secteurs. Les représentants de la plupart des branches tablent donc sur une légère augmentation des capacités de production. L'optimisme est un peu plus marqué qu'au trimestre précédent, notamment en raison du niveau actuel des cours de change, de l'évolution attendue de la conjoncture étrangère et des effets des mesures visant à accroître l'efficacité et à innover. Les marges devraient s'améliorer progressivement sous l'influence de ces trois facteurs.

Pour ce qui est des plans d'embauche, la situation s'est quelque peu améliorée par rapport au trimestre précédent. Toutefois, cette amélioration est exclusivement imputable aux services. Les interlocuteurs de l'industrie manufacturière et de la construction tablent toujours sur une légère compression des effectifs.

Les plans d'investissement pour les douze prochains mois indiquent ici et là une timide amélioration.

En ce qui concerne l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation), les entreprises tablent en moyenne sur un taux d'inflation de $-0,3\%$ pour le court terme, soit les six à douze prochains mois (contre $-0,4\%$ au trimestre précédent). Pour le moyen terme, c'est-à-dire les trois à cinq prochaines années, le taux d'inflation escompté s'inscrit à $0,7\%$ (contre $0,6\%$ au trimestre précédent).

Parmi les sujets de préoccupation des interlocuteurs comptent la perspective d'un rapide changement structurel en Suisse, les possibles conséquences négatives de la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse, l'accroissement des risques géopolitiques, la problématique des réfugiés, un nouveau ralentissement de la croissance en Chine et la réduction de la marge de manœuvre des banques centrales en cas de nouvelles crises. Les interlocuteurs espèrent qu'il n'y aura pas de nouvelle appréciation du franc. Enfin, ils jettent un regard critique sur la situation en matière de taux d'intérêt, eu égard à la situation future des institutions de prévoyance.

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.

Lors de l'examen du 17 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$ et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS, à $-0,75\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir sur le marché des changes, afin d'influer au besoin sur l'évolution du cours du franc. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire la pression sur le franc. La BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Mars 2016

Lors de l'examen du 10 décembre 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 à vue détenus à la BNS, à $-0,75\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir sur le marché des changes, afin d'influer au besoin sur l'évolution du cours du franc. Malgré un certain recul, le franc est selon la BNS toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire la pression sur le franc. La BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Décembre 2015

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 à vue détenus 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. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Malgré un léger fléchissement, le franc reste selon la BNS toujours nettement surévalué. Les intérêts négatifs prélevés en Suisse et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes ont pour objectif d'affaiblir la pression sur le franc.

Septembre 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 à vue détenus 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 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.

Juin 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.

Avril 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 à vue détenus 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.

Mars 2015

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, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand: www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais: www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
italien (Tendances conjoncturelles): www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

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

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

Limitation de la responsabilité

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2016



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

