

Bulletin trimestriel
3/2016 Septembre

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



Bulletin trimestriel
3/2016 Septembre

34^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 15 septembre 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	21
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 septembre 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 15 septembre 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 15 septembre 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 15 septembre 2016

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à $-0,75\%$, et la marge de fluctuation du Libor à trois mois demeure comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Dans le même temps, la BNS continue au besoin d'intervenir sur le marché des changes. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attractifs et, partant, à réduire les pressions à la hausse sur le franc. Le franc reste nettement surévalué. La politique monétaire expansionniste de la BNS a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

La BNS a révisé légèrement à la baisse sa prévision d'inflation conditionnelle par rapport à l'examen de juin. L'évolution de l'inflation reste pratiquement identique jusqu'au premier trimestre 2017. Les perspectives un peu moins favorables pour l'économie mondiale atténuent ensuite le renchérissement en Suisse. Pour 2016, la prévision d'inflation reste inchangée et s'inscrit à $-0,4\%$.

Pour 2017, la BNS abaisse sa prévision, qui passe de $0,3\%$ à $0,2\%$. Pour 2018, celle-ci s'établit désormais à $0,6\%$, contre $0,9\%$ en juin. 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.

Le redressement progressif de l'économie mondiale s'est poursuivi au deuxième trimestre. Aux Etats-Unis, l'activité économique a été stimulée principalement par une forte demande de consommation. Le marché du travail a continué d'évoluer favorablement. En Europe, la performance économique a varié d'un pays à l'autre, stagnant en France et en Italie, mais affichant à nouveau une progression robuste en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni. L'économie chinoise a également connu une expansion solide du fait des mesures de relance monétaires et budgétaires. Dans l'ensemble, la croissance mondiale a été portée principalement par la demande intérieure et le secteur des services. L'évolution de la conjoncture industrielle mondiale et celle du commerce international sont, par contre, demeurées atones.

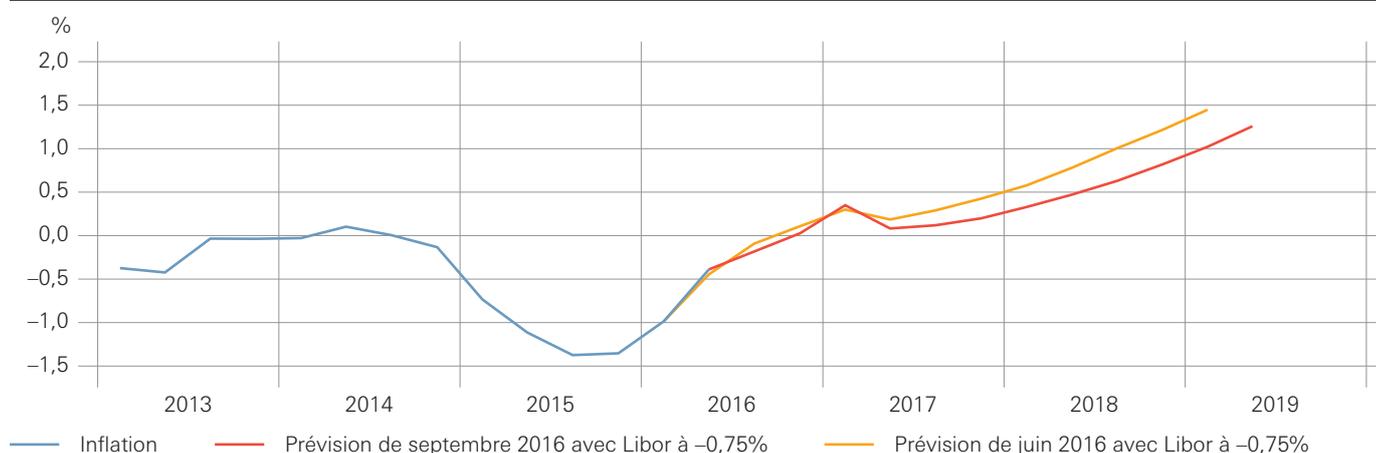
La BNS part toujours de l'hypothèse d'une croissance modérée de l'économie mondiale au cours des prochains trimestres. La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne a toutefois suscité de grandes incertitudes, ce qui rend plus difficile l'évaluation des perspectives conjoncturelles mondiales. La BNS a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour le Royaume-Uni et la zone euro. Les risques d'une dégradation de l'économie mondiale restent présents en raison de nombreux problèmes structurels.

Au deuxième trimestre, l'économie suisse a enregistré un taux de croissance estimé à $2,5\%$ sur une base annualisée. Dans l'ensemble, les estimations trimestrielles révisées concernant le produit intérieur brut (PIB) indiquent un redressement un peu plus marqué de l'économie suisse

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2016

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



Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

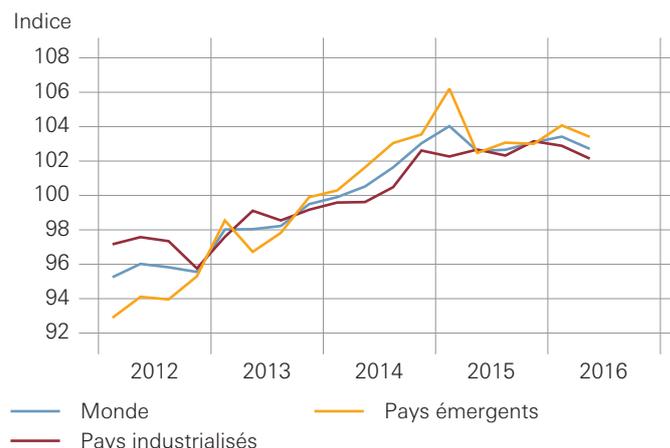
Le redressement progressif de l'économie mondiale s'est poursuivi au deuxième trimestre. Aux Etats-Unis, la croissance du PIB a été soutenue principalement par une forte demande de consommation. Le marché du travail a continué d'évoluer favorablement. En Europe, la performance économique a varié d'un pays à l'autre, stagnant en France et en Italie, mais affichant à nouveau une progression robuste en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni. L'économie chinoise a également connu une expansion solide du fait des mesures de relance monétaires et budgétaires. Dans l'ensemble, la croissance mondiale est toujours portée principalement par la demande intérieure et le secteur des services. L'évolution de la conjoncture industrielle mondiale et celle du commerce international demeurent par contre atones (voir graphique 2.1).

Dans son scénario de base, la BNS part toujours de l'hypothèse d'une croissance modérée de l'économie mondiale au cours des prochains trimestres. La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne (Brexit) a toutefois suscité de grandes incertitudes. La BNS revoit donc à la baisse ses prévisions de croissance pour le Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, pour la zone euro. Les risques d'une dégradation de l'économie mondiale restent présents en raison de nombreux problèmes structurels.

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

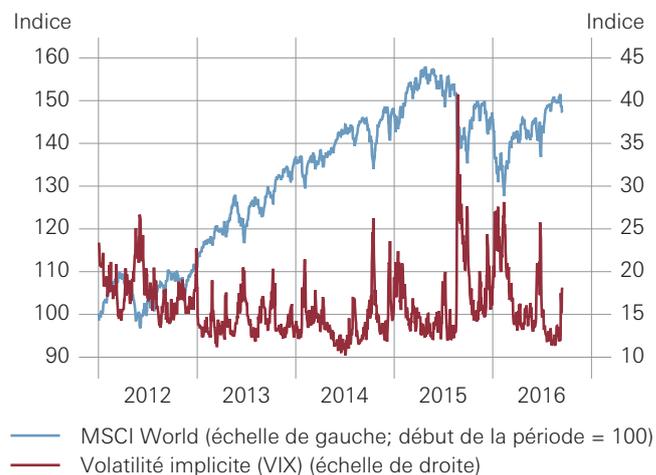
Moyenne de la période considérée = 100



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	3,1	3,2	3,4	3,2	3,2	3,5
Etats-Unis	2,2	1,7	2,4	2,6	1,5	2,3
Zone euro	-0,9	-0,3	1,1	2,0	1,6	1,4
Japon	1,7	1,4	-0,1	0,6	0,5	1,0
Prix du baril de pétrole en USD	111,7	108,7	99,0	52,5	43,0	46,0

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

COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur; début de la période = 100

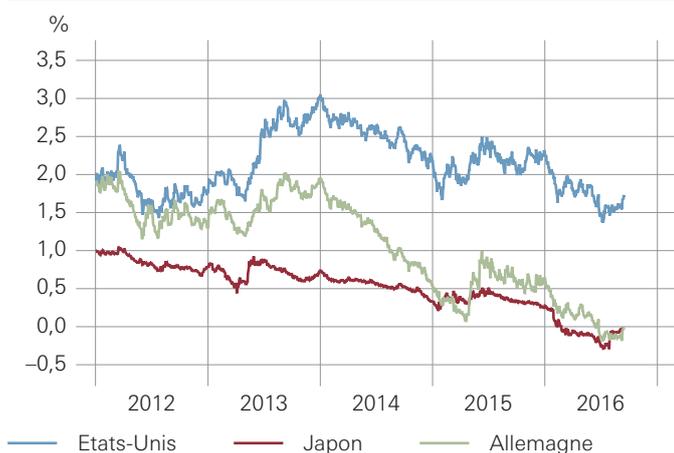


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

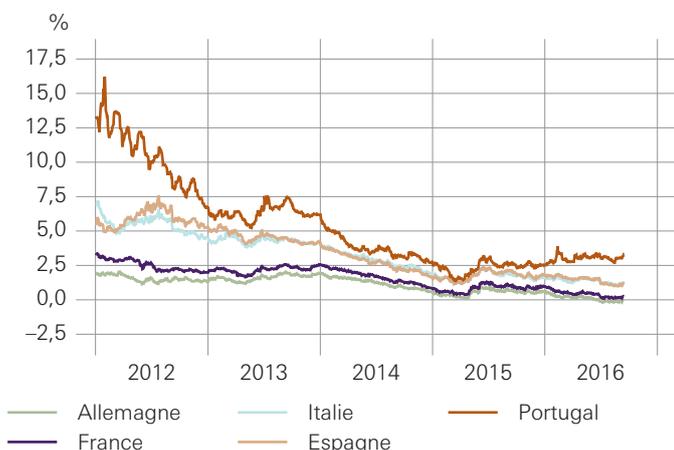


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.5

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part encore d'un prix de 46 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,11 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Le climat sur les marchés financiers internationaux a fortement varié depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Le référendum au Royaume-Uni concernant l'Union européenne (UE) a déclenché des remous sur les marchés financiers. L'indice mondial du marché des actions MSCI a sensiblement reculé pendant une brève période et la volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a augmenté, atteignant presque son niveau élevé du début de l'année (voir graphique 2.2). La volonté des banques centrales des pays industrialisés d'assouplir leur politique monétaire en cas de besoin et les attentes du marché concernant un prolongement de la politique monétaire expansionniste ont cependant contribué à atténuer les fluctuations. Une fois le vote passé, l'indice VIX s'est normalisé en quelques jours et les prix des actions se sont redressés. Début septembre, l'indice VIX a à nouveau marqué une légère hausse imputable au fait que les attentes du marché concernant la politique monétaire aux Etats-Unis ont changé.

Sur les marchés des devises, l'euro et le dollar des Etats-Unis se sont plutôt stabilisés en valeur pondérée par le commerce extérieur, tandis que le yen s'est de nouveau fortement apprécié. A la mi-septembre, il affichait un niveau supérieur d'environ 18% à celui de la même période de l'année précédente. En revanche, la livre sterling a sensiblement perdu de sa valeur après la décision sur le Brexit (voir graphique 2.3). Les rendements des emprunts d'Etat à long terme dans les pays industrialisés ont évolué de manière hétérogène. Ils ont eu tendance à stagner aux Etats-Unis. Dans les pays membres de la zone euro, ils ont légèrement fléchi, les rendements des obligations fédérales allemandes à 10 ans devenant négatifs pour la première fois. Au Japon, les rendements des emprunts d'Etat à long terme sont certes demeurés négatifs, mais, après l'assouplissement fin juillet de la politique monétaire par la Banque du Japon, ils ont augmenté sensiblement, car les marchés avaient attendu des mesures plus vastes (voir graphiques 2.4 et 2.5).

Après une nette hausse au premier semestre, le prix du pétrole s'est retrouvé temporairement sous pression sur les marchés des matières premières. Il s'est toutefois redressé à partir du mois d'août en raison de spéculations sur une limitation de l'offre par les pays producteurs de pétrole.

Les prix des métaux industriels ont poursuivi leur progression du fait d'une offre plus restreinte et d'une demande croissante en provenance de Chine (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la révision annuelle de la comptabilité nationale a révélé que la croissance économique moyenne des trois dernières années était légèrement supérieure à ce que l'on supposait jusqu'à présent. La progression du PIB a cependant perdu de sa vigueur au premier semestre 2016. Le PIB a augmenté de 1,1% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7). Cette faible évolution reflète en premier lieu le recul des investissements en biens d'équipement et en constructions ainsi qu'une nouvelle réduction des stocks. La croissance a cependant été soutenue par une forte expansion des dépenses de consommation des ménages, qui ont diminué leur épargne. Malgré les taux de croissance modestes du premier semestre, la dynamique est restée positive sur le marché du travail. L'emploi a poursuivi sa solide progression et le taux de chômage s'établissait à 4,9% au mois d'août (voir graphique 2.10), ce qui représente presque le plein-emploi.

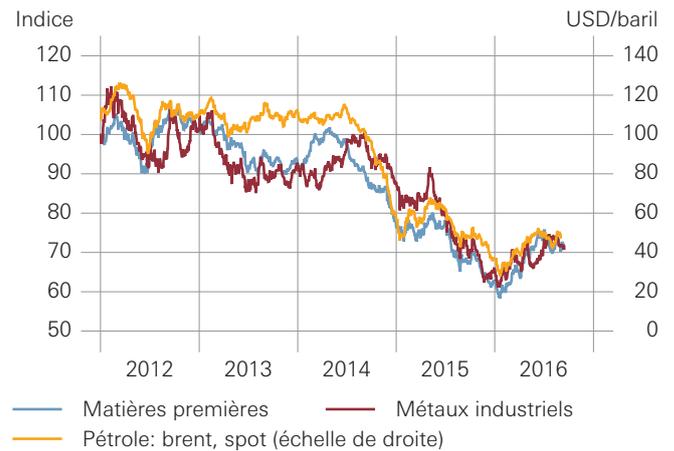
Soutenus par le redressement du prix du pétrole et la stabilisation du dollar, les investissements des entreprises, notamment dans le secteur énergétique, devraient retrouver de leur vigueur au second semestre et contribuer à une croissance économique robuste. Les signaux émis par l'industrie manufacturière traduisent une légère amélioration; la production industrielle s'est de nouveau accrue en juin et en juillet. Compte tenu de la faible progression du PIB au deuxième trimestre, la BNS a abaissé ses prévisions de croissance à 1,5% pour 2016, mais elle les a laissées inchangées à 2,3% pour 2017 (voir tableau 2.1).

Sous l'influence du prix du pétrole, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a légèrement fléchi en juillet pour s'inscrire à 0,8% (voir graphique 2.11). La pression à la hausse que le marché du travail exerce sur les prix se renforce toutefois graduellement. En outre, plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent penser que l'inflation se rapproche de l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed). Celle-ci n'a pas modifié sa politique monétaire depuis qu'elle a relevé son taux directeur en décembre 2015. Les risques mondiaux et le ralentissement de l'évolution du PIB l'ont dissuadée de prendre d'autres mesures en matière de taux d'intérêt. A présent, les marchés estiment à environ 50% la probabilité que la Fed procède cette année encore à un nouveau relèvement du taux directeur.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Début de la période = 100

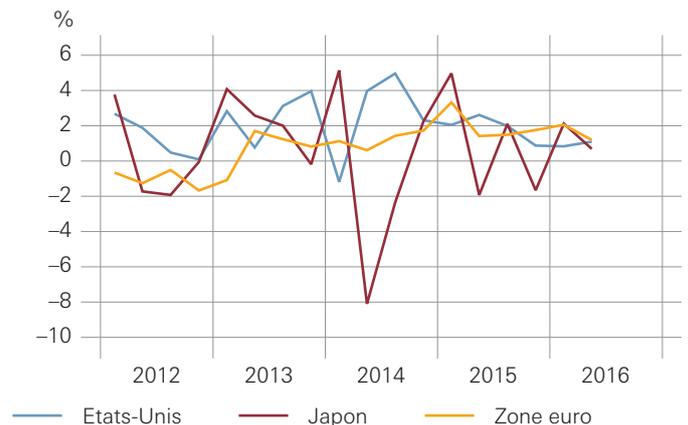


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

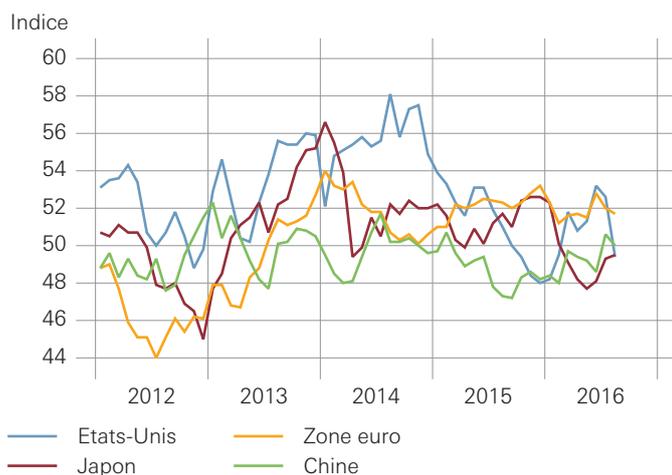
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente



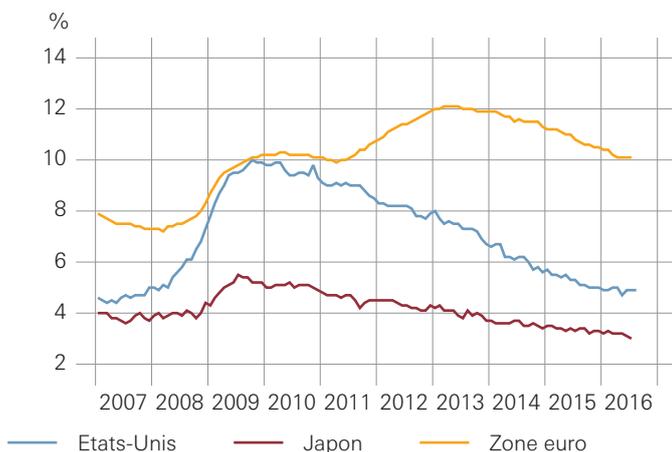
1 Estimation BNS.

Source: Thomson Reuters Datastream.

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

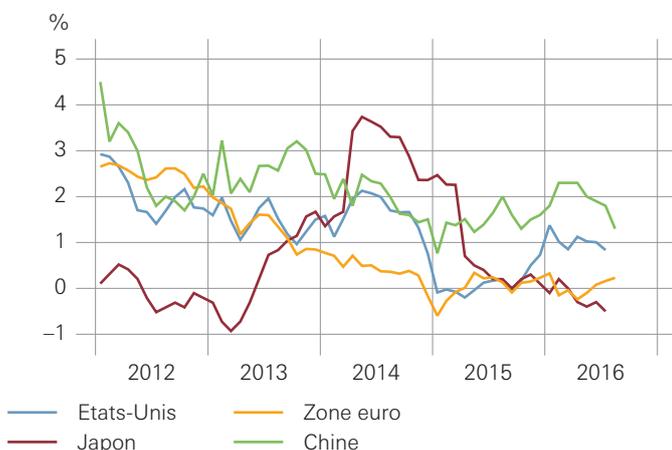
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 1,2% au deuxième trimestre, contre 2,1% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). La croissance a été soutenue principalement par la consommation des ménages et par les exportations, tandis que les investissements ont stagné. Parmi les principaux Etats membres, l'Allemagne et l'Espagne sont demeurées les moteurs de la croissance, alors que la performance économique a stagné en France et en Italie. En dépit de la croissance modeste, le chômage a continué sa baisse dans la zone euro.

Soutenue par la politique monétaire expansionniste, la reprise conjoncturelle devrait se poursuivre dans la zone euro. Plusieurs facteurs pèsent cependant toujours sur les perspectives de croissance, dont les inquiétudes concernant le secteur bancaire en Italie, la situation politique difficile dans certains Etats membres et les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, décidée par le peuple britannique. Les perspectives de croissance de la zone euro sont donc plus incertaines qu'auparavant, et elles sont influencées par le déroulement des négociations entre le Royaume-Uni et l'UE. A court terme, des effets modérateurs sont attendus au niveau des investissements. De plus, les exportations vers le Royaume-Uni devraient être freinées par l'affaiblissement de la livre sterling et par les perspectives conjoncturelles modestes pour ce pays. En ce qui concerne la zone euro, la BNS table encore sur une croissance du PIB de 1,6% en 2016, mais elle a réduit ses prévisions à 1,4% pour 2017.

La hausse des prix à la consommation a de nouveau affiché des taux positifs en juin et a progressé jusqu'en août pour s'établir à 0,2% (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a encore évolué dans une fourchette étroite autour d'un peu moins de 1% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées sur la base d'indicateurs financiers ont stagné à un niveau bas.

La BCE a laissé sa politique monétaire inchangée. Elle prévoit toujours d'acheter, au moins jusqu'en mars 2017, des actifs pour 80 milliards d'euros par mois.

JAPON

Au Japon, la hausse du PIB s'est inscrite à 0,7% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7), soit à un niveau plus bas qu'au trimestre précédent. Les deux tremblements de terre de Kumamoto en avril ont temporairement freiné la production. De plus, les exportations ont fléchi. En revanche, l'immobilier résidentiel et les investissements publics ont constitué des moteurs de la croissance. La consommation des ménages, soutenue par une hausse des revenus réels, a également affiché une légère progression. Le redressement du marché du travail s'est poursuivi. Le taux de chômage s'est établi à 3% en juillet, c'est-à-dire à son plus bas niveau depuis le milieu des années 1990 (voir graphique 2.10).

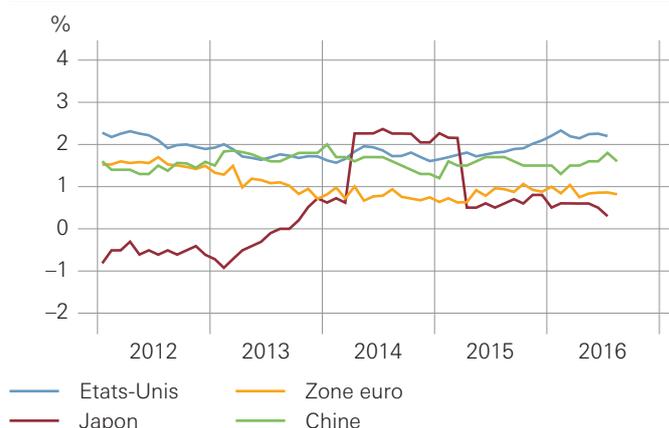
La conjoncture devrait encore se redresser ces prochains trimestres, mais la nette appréciation du yen depuis le début de l'année s'accompagne de nouveaux défis. Dans ce contexte, le gouvernement a élaboré début août un train de mesures conjoncturelles portant sur plusieurs années. Les nouvelles dépenses publiques de quelque 7,5 milliards de yens (1,5% du PIB) comprennent pour l'essentiel des investissements dans les chemins de fer et des mesures visant à atténuer les effets négatifs du vieillissement de la population. Les premières impulsions sur la croissance sont attendues vers la fin de l'année. En outre, le gouvernement a reporté à octobre 2019 la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée qui était initialement prévue pour avril 2017. Dans l'ensemble, le PIB devrait progresser de 0,5% en 2016, ce qui correspond à peu près au potentiel de croissance. La prévision pour 2017 est de 1%; elle est légèrement plus élevée qu'au trimestre précédent.

Sous l'influence des prix de l'énergie, la hausse des prix à la consommation a stagné dans la zone négative. En juillet, le renchérissement annuel s'inscrivait à -0,5% (voir graphique 2.11). Hors énergie et denrées alimentaires, il s'établissait néanmoins à 0,3% (voir graphique 2.12). L'appréciation du yen continuera d'atténuer l'inflation dans les prochains mois. Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent sensiblement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Celle-ci a décidé en juillet de faire passer le volume d'acquisition annuel de fonds négociés en bourse (ETF) de 3,3 milliards à 6 milliards de yens. Le portefeuille d'emprunts d'Etat japonais continuera de s'accroître de quelque 80 milliards de yens par an. La Banque du Japon entend également procéder à un examen approfondi de son programme actuel avant de tenir sa prochaine séance les 20 et 21 septembre.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE ¹

Variation par rapport à l'année précédente



¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



Etats-Unis ¹

Japon ²

¹ Taux des fonds fédéraux.

² Taux cible au jour le jour.

Zone euro ³

³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

⁴ Taux des prêts à 1 an.

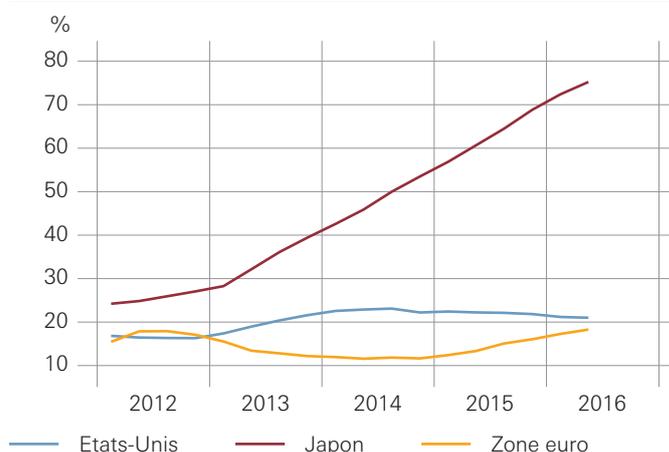
Chine ⁴ (éch. de droite)

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

L'évolution conjoncturelle est demeurée hétérogène dans les principales économies émergentes. En Chine, l'économie a légèrement progressé au deuxième trimestre. Les principaux moteurs de la croissance étaient de nouveau le secteur de la construction, qui a bénéficié de projets publics d'infrastructures, et le marché immobilier. En Inde, le PIB a encore affiché une forte hausse. En revanche, la récession s'est poursuivie en Russie et au Brésil.

Les perspectives à court terme demeurent favorables en Chine et en Inde. Les mesures de politique monétaire et budgétaire continueront à soutenir l'économie chinoise, même si les impulsions au niveau de la croissance devraient peu à peu s'estomper, comme en témoigne la progression des crédits, moins forte ces derniers mois, mais toujours bien plus rapide que celle du PIB nominal. Par ailleurs, la perte de valeur modeste du renminbi depuis le début de l'année devrait stimuler légèrement les exportations. La BNS table sur une progression du PIB chinois de 6,7% en 2016 et de 6,3% en 2017. Des risques considérables sont toujours liés à l'endettement élevé des entreprises et aux surcapacités dans l'industrie lourde.

En Inde, les perspectives conjoncturelles à court terme se sont encore améliorées. La BNS s'attend à une croissance du PIB indien d'environ 8% en 2016. En Russie, la faible augmentation du prix du pétrole depuis le début de l'année soulagera un peu l'économie. La récession, qui dure depuis la mi-2014, devrait prendre fin au cours du second semestre. Les perspectives restent mitigées pour le Brésil en raison de l'inflation et du chômage élevés.

L'inflation a légèrement fléchi dans les économies émergentes. En Chine, les prix des denrées alimentaires ont fait baisser le renchérissement annuel, qui s'est établi à 1,3% en août. Il a reculé en Inde pour s'inscrire à 5%, soit à l'intérieur de la marge de fluctuation visée, qui est comprise entre 2% et 6%. En Russie et au Brésil, l'inflation a certes eu tendance à diminuer grâce à la politique monétaire rigoureuse et à la stabilisation des monnaies, mais elle est restée à un niveau élevé insatisfaisant (respectivement 6,8% et 9%).

La politique monétaire est demeurée expansionniste en Chine et en Inde. Les banques centrales de Russie et du Brésil ont, quant à elles, maintenu leur taux directeur respectif à un niveau élevé afin de lutter contre l'inflation.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, l'activité économique s'est sensiblement accrue au deuxième trimestre. La sous-utilisation des capacités de production de l'ensemble de l'économie s'est ainsi réduite. Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières a toutefois de nouveau légèrement augmenté depuis le dernier examen de la situation.

En raison de la récente révision des données réalisée par l'Office fédéral de la statistique (OFS), le climat conjoncturel en Suisse depuis mi-2015 se montre légèrement plus favorable. Les nouveaux chiffres confirment que l'activité économique s'est progressivement redressée quelque temps après le repli enregistré début 2015. Toutefois, la reprise a été plus ou moins forte selon les branches. L'utilisation des capacités de production demeure globalement insatisfaisante. De nombreuses entreprises restent donc confrontées à une situation tendue en ce qui concerne les marges.

La croissance devrait être moins soutenue dans la seconde moitié de l'année, en raison notamment d'un fléchissement temporaire en Europe. Pour l'année 2016, la BNS table désormais sur une croissance du PIB d'environ 1,5%. La reprise conjoncturelle devrait se poursuivre à un rythme modéré l'année prochaine.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

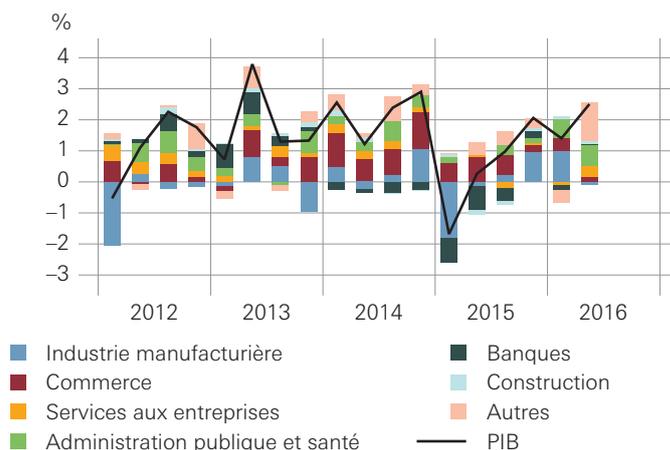
Croissance robuste au deuxième trimestre

D'après la première estimation officielle du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a progressé de 2,5% au deuxième trimestre, après une hausse de 1,4% au trimestre précédent. Du côté de la production, la croissance a reposé sur une assise plus large qu'aux trimestres précédents. Les services aux entreprises, l'administration publique, le secteur de la santé et de l'action sociale ainsi que celui de la production et de la distribution d'énergie et d'eau ont apporté des contributions importantes à la croissance du PIB. Dans l'industrie manufacturière, la création de valeur a en revanche légèrement fléchi, après avoir connu une forte augmentation les deux trimestres précédents. Dans les services financiers et l'assurance, elle a stagné (voir graphique 3.1).

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

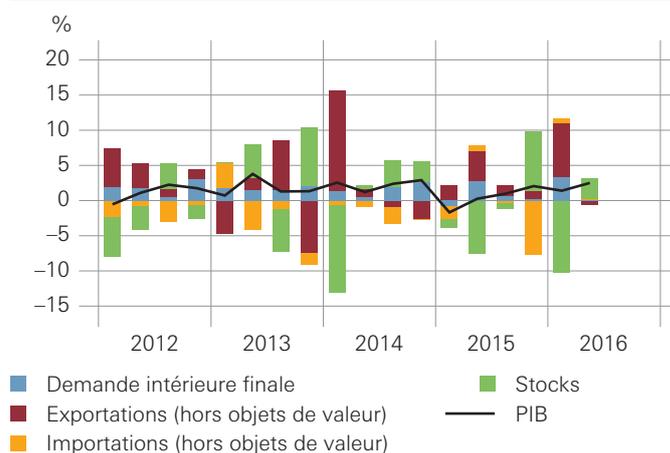


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

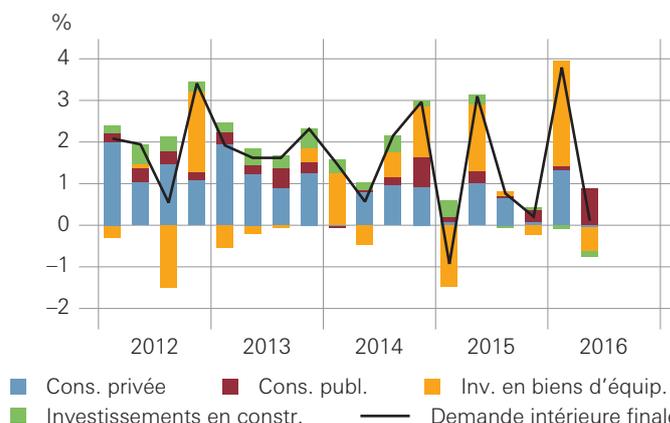


Source: SECO.

Graphique 3.3

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Faible évolution des exportations au deuxième trimestre

Après avoir fortement progressé au trimestre précédent, les exportations de biens et de services ont, dans l'ensemble, légèrement reculé au deuxième trimestre. Cette évolution est essentiellement due à une baisse du commerce de transit. Toutefois, même abstraction faite de cette composante, les exportations ont perdu de leur vigueur, à l'exception des exportations de produits pharmaceutiques, qui se sont de nouveau fortement accrues. Sur le plan géographique, les exportations vers les régions émergentes ont particulièrement fléchi. En revanche, les livraisons de biens aux Etats-Unis et au Japon ont sensiblement augmenté.

Les importations accusent elles aussi une légère baisse dans l'ensemble. Les exportations ayant toutefois reculé davantage que les importations, la contribution du commerce extérieur à la croissance est négative (voir tableau 3.1).

Evolution inégale de la demande intérieure

La forte croissance économique enregistrée au deuxième trimestre s'est traduite, du côté de la demande, par une contribution positive des stocks (erreurs statistiques incluses) et par une hausse marquée de la consommation publique. En revanche, la consommation privée a stagné. Les dépenses de santé ont de nouveau fortement augmenté, mais l'évolution des dépenses de consommation est restée modérée dans d'autres secteurs. Dans le commerce de détail, les ventes ont continué à fléchir.

Les investissements sont restés volatils. Ainsi, les investissements en biens d'équipement ont légèrement reculé au deuxième trimestre après avoir été portés principalement par l'acquisition d'aéronefs et d'engins spatiaux importés au trimestre précédent. Les investissements en constructions ont également fléchi dans l'ensemble, et en particulier dans le génie civil. Dans la construction de logements, la tendance à la hausse des investissements s'est poursuivie. Selon les données annuelles publiées en juillet par l'OFS, ils ont constamment progressé au cours des sept dernières années. En conséquence, la part de logements vacants sur la totalité du parc de logements a continué de croître, atteignant 1,3% au 1^{er} juin 2016, soit son niveau le plus élevé depuis juin 2000.

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				2016	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	2,6	2,2	1,2	1,1	1,6	1,5	0,1	1,6	1,1	0,1	2,2	-0,1
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,3	1,5	2,2	1,7	5,6	1,0	2,4	0,2	2,4	0,9	7,0
Investissements	2,9	1,1	2,8	1,6	3,7	5,1	-4,1	6,8	0,3	-0,6	9,0	-2,6
Construction	2,9	3,1	3,2	2,2	3,9	1,2	3,7	2,1	-0,5	0,6	-0,7	-1,2
Biens d'équipement	2,8	-0,2	2,6	1,3	3,6	7,7	-8,9	10,0	0,8	-1,4	15,7	-3,5
Demande intérieure finale	2,6	1,9	1,7	1,3	2,2	3,0	-0,9	3,1	0,8	0,2	3,8	0,1
Variation des stocks ¹	-1,0	0,6	-0,8	-0,3	3,7	2,9	-1,3	-7,6	-0,8	8,5	-10,3	2,8
Exportations totales ²	3,0	0,0	5,2	2,2	-1,7	-5,0	4,2	8,3	3,0	2,1	14,7	-1,2
Biens ²	0,9	-2,3	5,8	2,5	-5,9	-8,7	8,6	10,2	2,8	-1,7	25,7	-1,6
Biens sans commerce de transit ²	1,7	-1,0	4,0	0,7	12,2	-4,9	-9,7	4,0	6,3	12,4	9,5	3,3
Services	7,4	4,7	4,0	1,6	7,4	2,7	-3,9	4,7	3,5	10,2	-4,1	-0,2
Importations totales ²	4,4	1,4	3,2	3,0	5,6	0,1	4,1	-2,0	1,0	19,8	-1,6	-0,3
Biens ²	2,3	0,7	1,7	0,0	0,4	-6,1	3,7	-10,8	2,7	20,1	2,3	1,9
Services	9,3	2,9	6,4	9,0	17,3	13,8	4,9	16,7	-1,9	19,3	-8,5	-4,5
Commerce extérieur ³	-0,2	-0,6	1,3	-0,1	-3,3	-2,7	0,5	5,1	1,1	-6,6	8,3	-0,5
PIB	1,0	1,8	2,0	0,8	2,4	2,9	-1,7	0,3	1,0	2,1	1,4	2,5

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

Sur le marché du travail, les signes d'un redressement se sont renforcés. Ainsi, l'emploi et le nombre de personnes actives occupées ont augmenté. Les indicateurs de l'emploi fournis par différentes enquêtes conjoncturelles ont eux aussi poursuivi leur tendance à la hausse. Le chômage a par contre légèrement progressé.

Nouvelle hausse de l'emploi

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée, en données corrigées des variations saisonnières, a de nouveau connu une augmentation sensible au deuxième trimestre (voir graphique 3.4).

La statistique de la population active occupée repose sur une enquête menée auprès des ménages. La statistique de l'emploi, qui est basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, indique quant à elle que le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a légèrement augmenté dans l'ensemble. L'évolution est toutefois différente d'une branche à l'autre. L'emploi a ainsi progressé dans les services, tandis qu'il s'est replié dans l'industrie et la construction (voir graphique 3.5).

Légère hausse du chômage selon le SECO

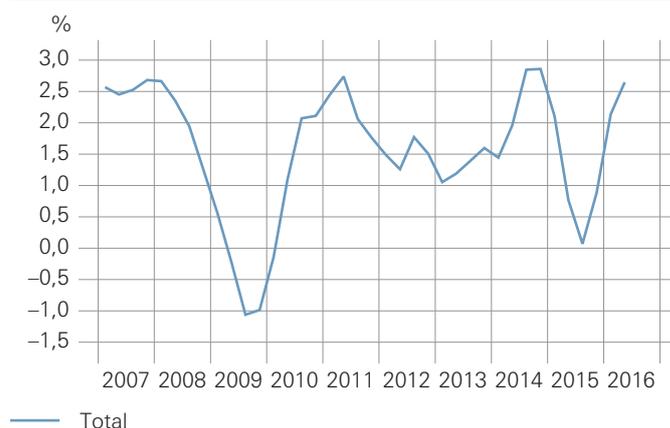
Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a constamment augmenté depuis fin 2014, mais n'affiche plus qu'une légère progression ces derniers mois. Fin août, il s'élevait au total à 151 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières, ce qui correspond à un taux de chômage de 3,4% (voir graphique 3.6).

Le taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT), qui est déterminé au moyen d'une enquête auprès des ménages, a quant à lui reculé au deuxième trimestre, pour la première fois depuis fin 2014. Il s'est inscrit à 4,6%, soit à un niveau toujours supérieur à celui du chômage calculé d'après les chiffres des ORP, car l'enquête réalisée auprès des ménages englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP.

Graphique 3.4

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

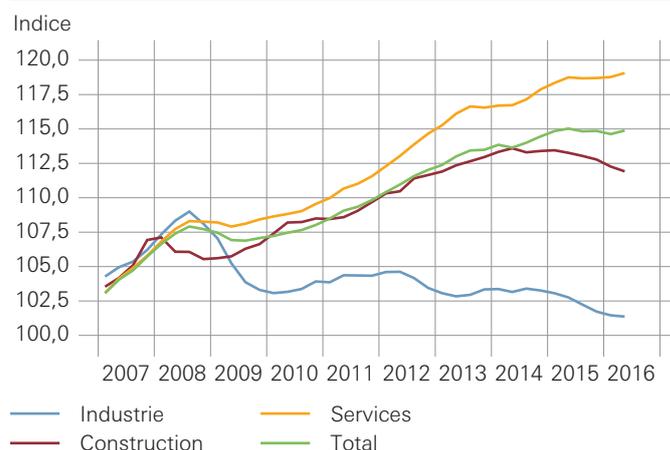


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

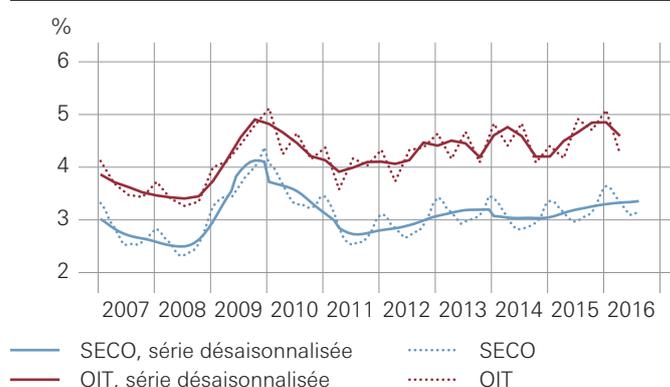
1^{er} trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

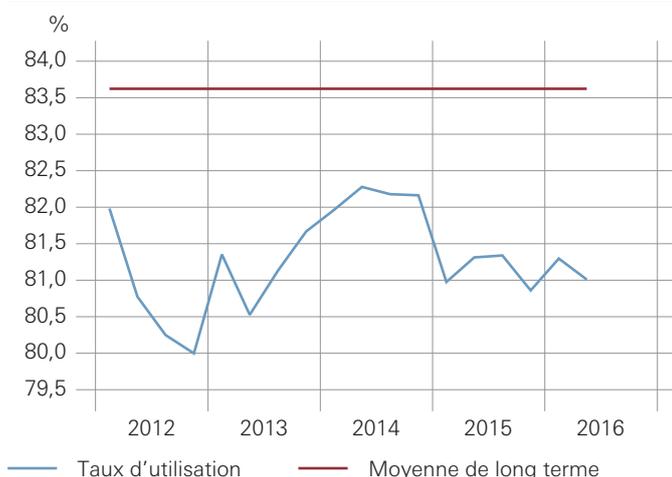
TAUX DE CHÔMAGE



SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail. Sources: OFS et SECO.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



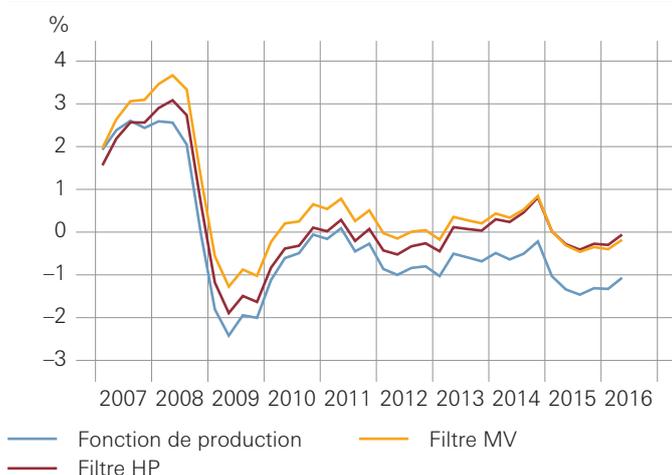
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

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 est passé au deuxième trimestre de 81,3% à 81%. 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 reculé 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 dans l'ensemble un taux d'utilisation moyen. Dans certains secteurs, tels que le tourisme ou le commerce de détail, les capacités ne sont cependant pas suffisamment utilisées.

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 forte hausse du PIB au deuxième trimestre, l'écart de production s'est réduit. Néanmoins, il témoigne toujours d'une sous-utilisation des facteurs de production. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -1,1% au deuxième trimestre, contre -1,3% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est quasiment nul (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 estimé selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

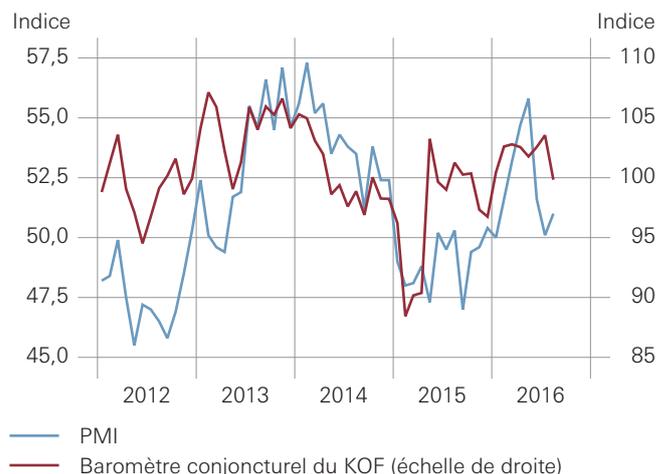
La reprise économique devrait également se poursuivre en Suisse. Toutefois, la dynamique de croissance sera probablement moins soutenue au second semestre qu'au premier. Les indicateurs disponibles laissent ainsi présager un ralentissement de la croissance du PIB au troisième trimestre: l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière est reparti à la baisse au cours des derniers mois, et les exportations de biens ont stagné ces derniers temps. Le baromètre conjoncturel du KOF a lui aussi de nouveau enregistré un léger recul (voir graphique 3.10), ce qui peut s'expliquer notamment par un ralentissement temporaire de la croissance en Europe.

Dans l'ensemble, les perspectives restent toutefois favorables, et ce principalement en raison de deux facteurs: premièrement, la conjoncture internationale devrait continuer de donner des impulsions positives pour la Suisse du côté de la demande – malgré la révision à la baisse du scénario international à la suite du Brexit (voir chapitre 2); deuxièmement, l'effet de ralentissement de la croissance du PIB induit par l'appréciation du franc en 2015 s'atténue. Les exportations et la demande intérieure devraient donc évoluer favorablement.

Pour 2016, la BNS prévoit une croissance du PIB d'environ 1,5% et table, pour l'année prochaine également, sur une croissance modérée de l'économie. Par conséquent, l'écart de production négatif devrait se réduire peu à peu et la situation sur le marché du travail, s'améliorer. D'après les enquêtes sur les plans d'embauche menées auprès des entreprises, les perspectives pour l'emploi devraient s'éclaircir (voir graphique 3.11).

Graphique 3.10

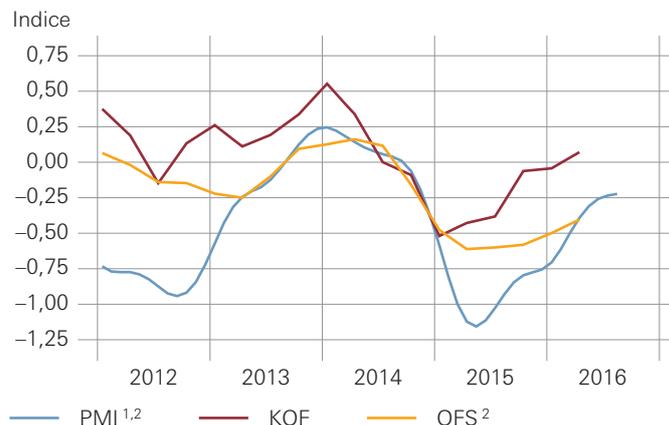
INDICATEURS AVANCÉS



Sources: Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.11

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Composante tendance-cycle: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

Les prix à la consommation sont restés majoritairement stables sur les douze derniers mois. Le taux de renchérissement annuel, qui était clairement négatif en début d'année, a donc progressé pour s'établir à $-0,1\%$ en août 2016. Hormis les prix des produits pétroliers qui sont encore sensiblement inférieurs à leur niveau de l'année précédente, toutes les principales composantes de l'indice suisse des prix à la consommation sont proches de zéro. Les taux d'inflation sous-jacente s'établissent aussi à environ 0% .

Les anticipations d'inflation n'ont guère varié. Elles correspondent à la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la BNS.

PRIX À LA CONSOMMATION

Taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC proche de zéro

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a encore progressé ces derniers mois (voir tableau 4.1). En août 2016, il s'inscrivait à $-0,1\%$, contre $-1,3\%$ en janvier de la même année. Cette évolution tient principalement au fait que les effets produits sur le renchérissement par l'appréciation du franc en janvier 2015 se sont dissipés.

Produits pétroliers toujours plus avantageux que l'année précédente

Bien que les prix du pétrole aient augmenté depuis début 2016, la contribution des produits pétroliers au taux de renchérissement mesuré par l'IPC continue d'être sensiblement négative (voir graphique 4.1). En revanche, les biens et services importés, hors produits pétroliers, ont affiché des taux de renchérissement annuel proches de zéro.

Prix des biens et services suisses au niveau de la même période de 2015

Tant les biens que les services d'origine suisse présentaient des taux de renchérissement annuel nuls au mois d'août. En début d'année, la contribution de ces deux composantes au renchérissement annuel était encore nettement négative (voir graphique 4.2).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2015		2015		2016		2016		
			T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
IPC, indice total	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1
Biens et services suisses	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Biens	-0,7	-1,0	-1,0	-1,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1	0,0
Services	0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Services privés (hors loyers des logements)	0,4	0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Loyers des logements	0,8	0,9	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Services publics	-0,8	-0,9	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7
Biens et services importés	-4,7	-5,4	-4,4	-2,8	-1,2	-1,3	-0,9	-0,9	-0,5
Hors produits pétroliers	-2,5	-3,1	-2,7	-1,5	-0,1	-0,5	0,2	0,2	0,5
Produits pétroliers	-17,4	-18,5	-14,9	-11,3	-8,5	-6,8	-6,8	-7,8	-7,0

Sources: BNS et OFS.

Faible hausse des loyers

En août, la hausse des loyers atteignait 0,2%, soit un niveau toujours nettement inférieur à sa moyenne à long terme. Cette augmentation minimale concorde avec le taux d'intérêt de référence, qui est resté inchangé depuis juin 2015 (voir graphique 4.3).

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.

Taux d'inflation sous-jacente proches de zéro

Les taux d'inflation sous-jacente, qui étaient encore clairement négatifs début 2016, ont progressé rapidement en cours d'année (voir graphique 4.4). En août, le taux d'inflation sous-jacente 1 calculé par l'OFS (OFS1) et la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'établissaient respectivement à 0,0% et à -0,2%.

Comme la hausse du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, celle des taux d'inflation sous-jacente découle de la dissipation des effets liés à l'appréciation du franc en janvier 2015. En revanche, les prix très volatils des produits pétroliers n'ont guère d'influence sur l'évolution de l'inflation sous-jacente. Tant l'OFS1 que la TM15 reposent sur un panier de l'IPC réduit. Chaque mois, l'OFS1 laisse de côté les mêmes biens (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), alors que la TM15 exclut les biens et les services dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse durant le mois concerné (15% dans les deux cas) par rapport à l'année précédente.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

Prix de l'offre toujours stables

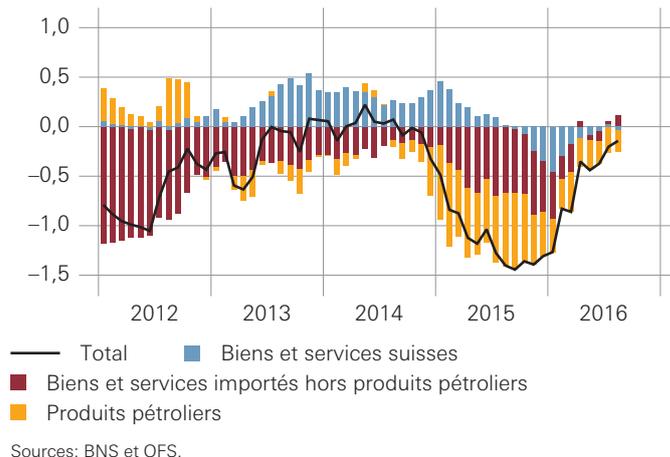
Les prix de l'offre (prix à la production et à l'importation) ont sensiblement fléchi entre janvier et août 2015. Depuis, ils sont restés majoritairement stables. Les taux de renchérissement annuel négatifs ont ainsi progressé pour se rapprocher de zéro (voir graphique 4.5).

Les prix à l'importation, comme les prix à la production, restent inférieurs à leur niveau de la même période de l'année précédente, les prix à l'importation affichant un écart un peu plus grand que les prix à la production. Cependant, cet écart s'est clairement rétréci depuis début 2016.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

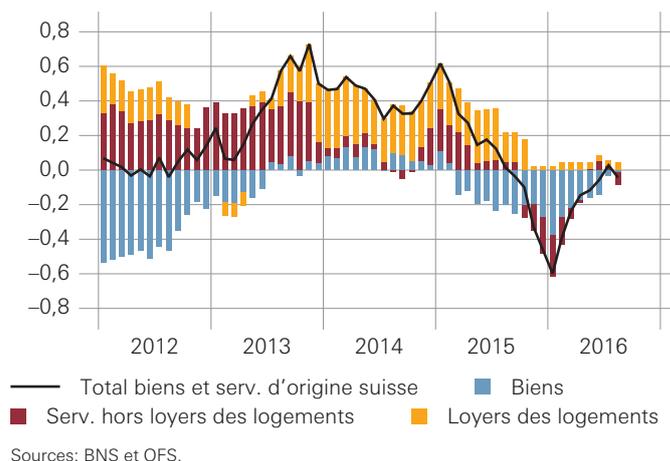
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

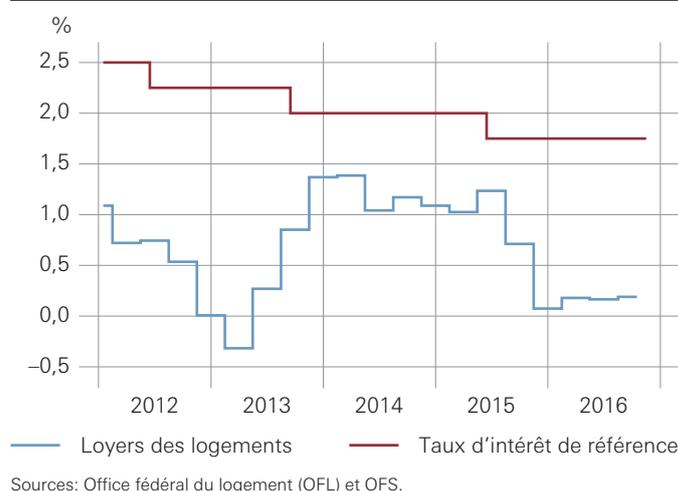
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.3

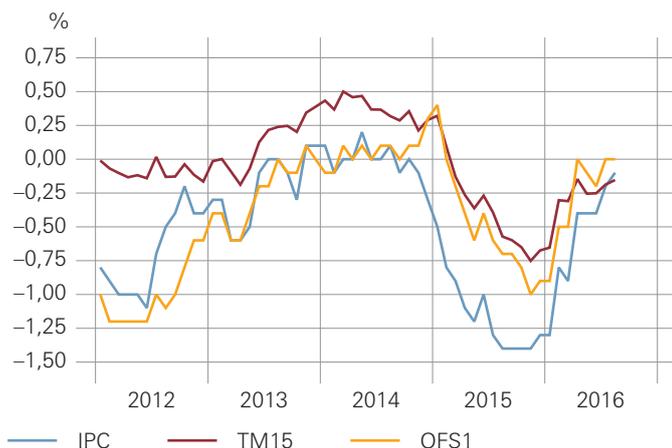
LOYERS DES LOGEMENTS

Variation par rapport à l'année précédente



INFLATION SOUS-JACENTE

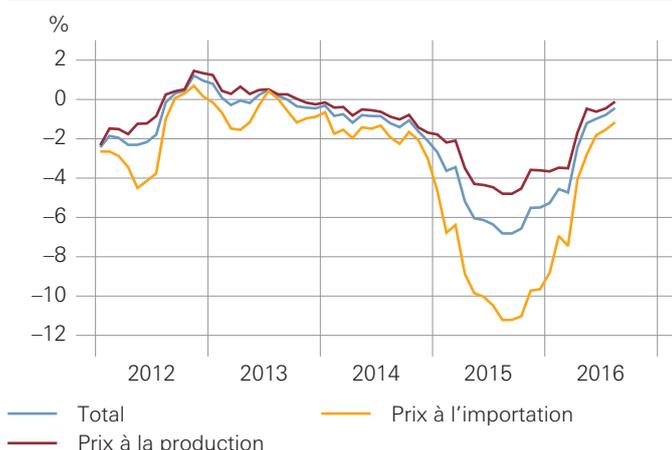
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

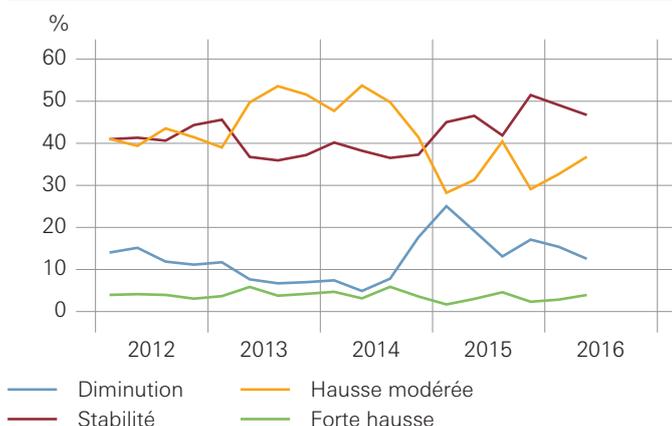
Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Tendance stable des anticipations d'inflation**

Les anticipations d'inflation sont demeurées quasiment stables ces deux derniers trimestres. Elles sont négatives sur l'ensemble de l'année 2016, mais positives à partir de 2017. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme restent conformes à la stabilité des prix, que la BNS définit comme un accroissement de l'IPC inférieur à 2% par an.

Hausse des taux d'inflation attendue

Dans l'enquête menée en juillet 2016 par le SECO auprès des ménages, la part des personnes interrogées tablant sur une augmentation des prix dans les douze prochains mois a progressé, passant de 35% en avril à 41% en juillet (voir graphique 4.6). Par contre, le nombre de ménages qui prévoient une baisse des prix ou aucun changement a quelque peu reculé par rapport au trimestre précédent.

D'après le Credit Suisse ZEW Financial Market Report, la part des analystes financiers interrogés qui s'attendent à des taux d'inflation en hausse dans les six prochains mois a baissé pour atteindre 29% en août, contre 43% en mai. Ce recul découlerait principalement du fait que le taux d'inflation a déjà sensiblement progressé ces derniers mois. En août, 69% des personnes interrogées tablaient sur des taux d'inflation inchangés dans les six prochains mois et seuls 3% escomptaient des taux d'inflation plus faibles.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprises de tous les secteurs économiques confirment des anticipations d'inflation majoritairement stables à court terme. Au troisième trimestre 2016, les interlocuteurs prévoient un taux d'inflation de -0,2% pour les six à douze prochains mois, comme au trimestre précédent.

Anticipations positives à moyen et à long terme

Comme au trimestre précédent, les chefs d'entreprises interrogés au troisième trimestre 2016 par les délégués de la BNS estimaient que le taux d'inflation serait de 0,5% dans trois à cinq ans. D'après l'enquête effectuée par Deloitte au deuxième trimestre auprès des directeurs financiers, ces derniers tablaient sur un taux d'inflation de 0,6% dans deux ans (trimestre précédent: 0,7%).

Les enquêtes sur les anticipations d'inflation à long terme indiquent que celles-ci restent également stables et faiblement positives.

5

Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mi-juin 2016, la BNS a décidé de maintenir le cap de sa politique monétaire. Depuis lors, les taux d'intérêt à court terme sont restés généralement stables, évoluant autour du niveau du taux d'intérêt négatif que la BNS applique aux avoirs à vue détenus auprès d'elle par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers. Les rendements des obligations fédérales à long terme s'inscrivent également dans la zone négative, ce qui indique que les intervenants sur les marchés financiers tablent sur la persistance de taux d'intérêt à court terme négatifs dans les années à venir.

Les cours de change sont demeurés dans l'ensemble largement inchangés ces derniers mois. A l'issue du référendum du 23 juin 2016 sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE, le franc a certes renchéri face à la livre sterling, mais a cédé du terrain vis-à-vis du yen et est resté stable par rapport au dollar des Etats-Unis et à l'euro.

Les agrégats monétaires et les crédits bancaires ont connu une expansion modérée ces douze derniers mois. La croissance des crédits s'est ainsi montrée à nouveau plus forte que celle du PIB nominal, de sorte que le rapport entre crédits et PIB a poursuivi la progression amorcée en 2009.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS MI-JUIN 2016

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 16 juin 2016, 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 en comptes de virement 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 les pressions sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Augmentation des avoirs à vue à la BNS

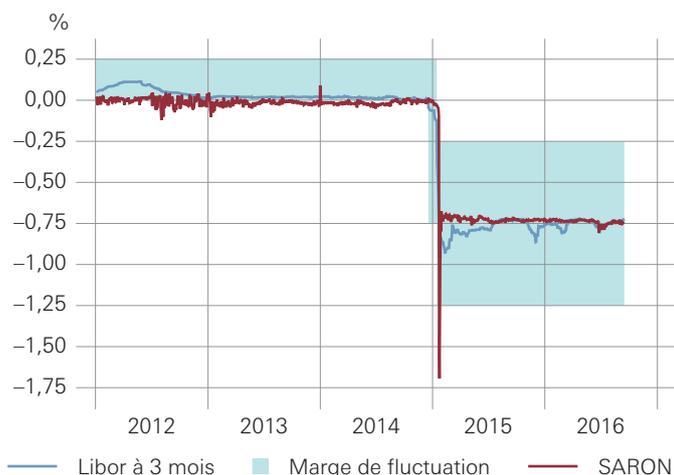
Depuis mi-juin 2016, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté. Dans la semaine du 5 au 9 septembre 2016 (la dernière semaine avant l'examen de mi-septembre), ils portaient sur 515,8 milliards de francs et dépassaient ainsi de 22 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2016 (493,8 milliards). Entre mi-juin et mi-septembre, ils s'élevaient en moyenne à 511,6 milliards de francs (434,4 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes, et 77,2 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 15,1 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 mai au 19 août 2016. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 419,2 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 411,3 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

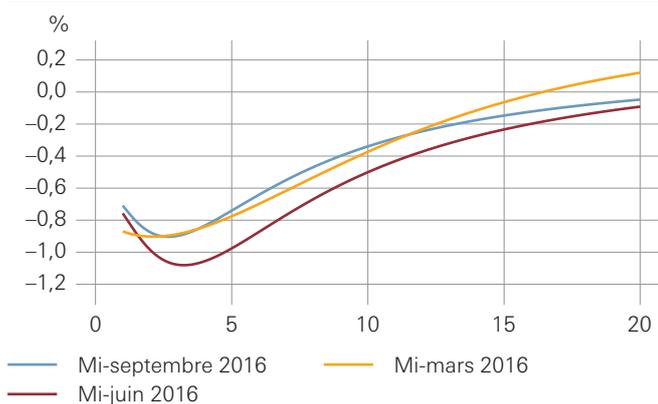


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

Durée en années (axe des abscisses); méthode Nelson-Siegel-Svensson

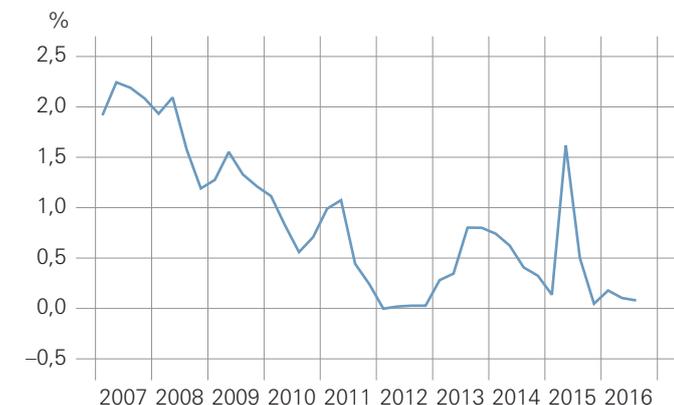


Source: BNS.

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.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt stables sur le marché monétaire

L'issue surprenante du référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE a attisé la volatilité sur les marchés financiers à l'échelle mondiale. La situation s'est toutefois rapidement calmée sur le marché monétaire en francs. Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) ont fluctué autour $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

Taux d'intérêt à long terme toujours négatifs

Au cours du troisième trimestre, le rendement des obligations fédérales à dix ans a oscillé entre $-0,4\%$ et le nouveau plancher historique d'environ $-0,6\%$. Mi-septembre, il s'inscrivait à $-0,3\%$, soit à un niveau légèrement plus élevé que trois mois plus tôt (voir graphique 5.2).

Courbe des rendements légèrement plus plate

Par rapport à mi-juin, les rendements des obligations fédérales ont légèrement plus augmenté dans le segment à moyen terme que dans le segment à long terme. La courbe des rendements s'est ainsi quelque peu aplatie (voir graphique 5.2).

Bas niveaux des taux d'intérêt réels à long terme

Mi-septembre, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'inscrit à environ $0,1\%$, soit pratiquement au même niveau qu'au trimestre précédent (voir graphique 5.3).

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

COURS DE CHANGE

Stabilité du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis

Ces derniers mois, le franc n'a, dans l'ensemble, guère fluctué par rapport à l'euro et au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4). Le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE a toutefois suscité l'incertitude sur les marchés. La BNS a par la suite indiqué, lors d'une prise de position, qu'elle était intervenue durant cette phase sur le marché des changes afin de stabiliser la situation et qu'elle restait active sur ce marché.

Affaiblissement de la livre sterling et appréciation du yen

Le graphique 5.5 montre l'évolution de la relation de change entre le franc et différentes monnaies, sous la forme d'un indice (cours un jour avant le référendum du 23 juin 2016 sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE = 100). Il en ressort que l'issue du scrutin a provoqué un affaiblissement marqué de la livre sterling face au franc et à toutes les autres monnaies. Le yen a enregistré la plus forte appréciation vis-à-vis de toutes les autres monnaies, et notamment du franc.

Léger assouplissement des conditions monétaires

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

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.6, 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 des conditions monétaires.

Valeur extérieure du franc quasiment inchangée en termes réels

La valeur extérieure du franc en termes réels pondérés par les exportations est restée largement inchangée depuis novembre 2015. Elle a certes fléchi d'un peu plus de 4% entre août 2015 et août 2016, mais s'inscrivait toujours à un niveau largement supérieur à sa moyenne de long terme.

Graphique 5.4

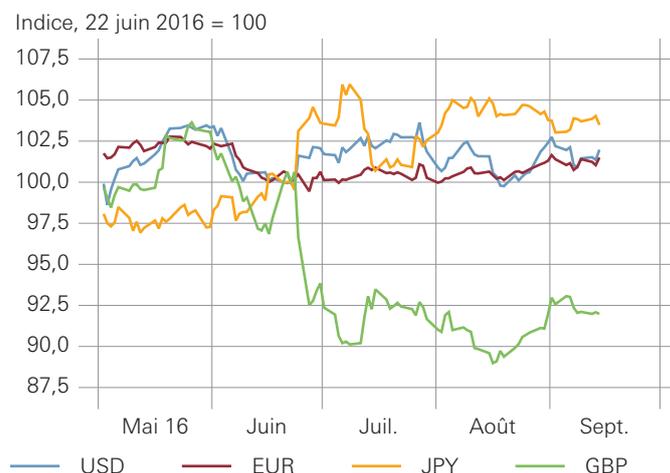
COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

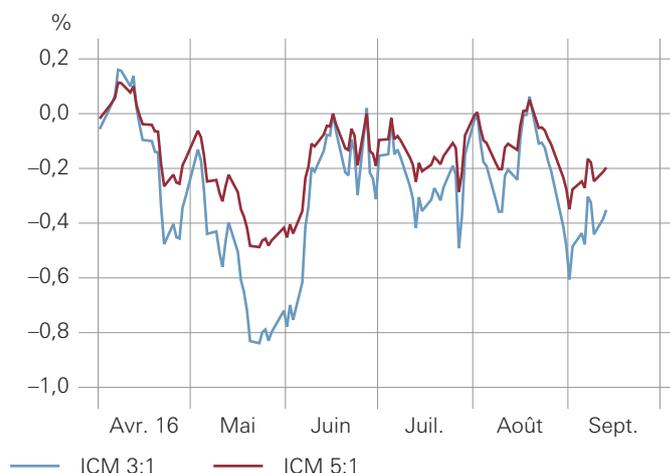
BREXIT ET COURS DE CHANGE VIS-À-VIS DU FRANC



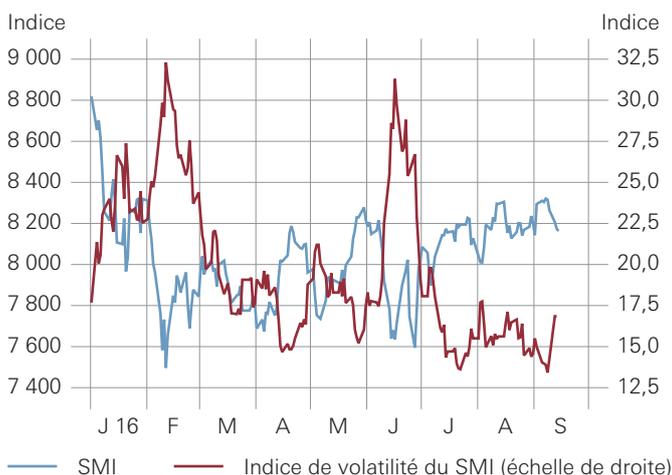
Source: BNS.

Graphique 5.6

INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES



Source: BNS.

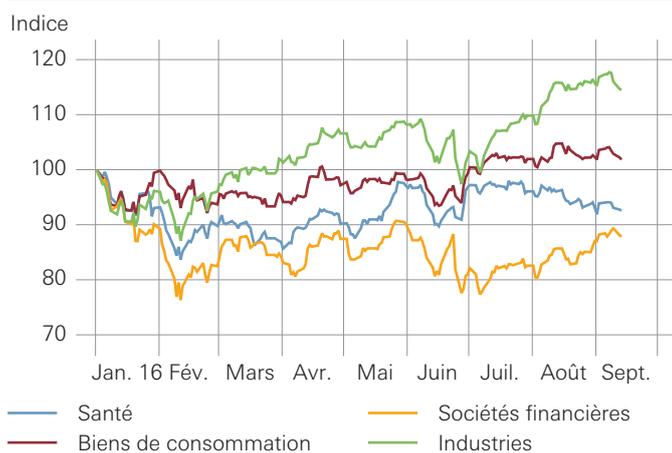
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100

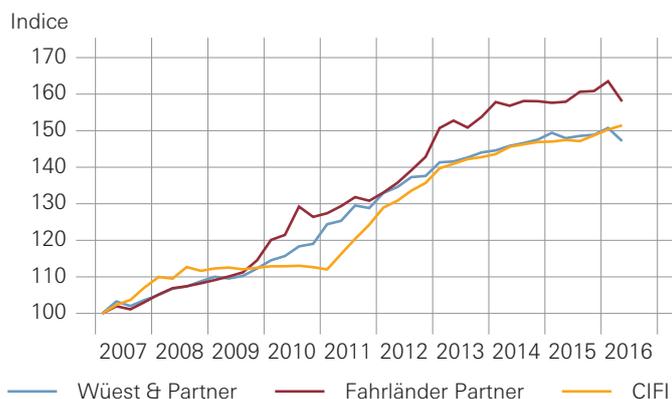


Source: Thomson Reuters Datastream.

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.

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER**Repli passager des cours des actions après le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE**

Après avoir chuté depuis début 2016 et s'être stabilisés par la suite, les cours des actions sur le marché suisse ont accusé un nouveau recul après le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE (voir graphique 5.7). Ils ont toutefois nettement regagné du terrain en juillet, les investisseurs étant manifestement parvenus à la conclusion que les coûts économiques et politiques de la sortie du Royaume-Uni de l'UE pourraient s'avérer moins élevés qu'ils ne l'avaient craint. Cette nouvelle évaluation a été confortée par les banques centrales, qui ont signalé qu'elles interviendraient au besoin sur les marchés financiers afin de stabiliser la situation.

La volatilité implicite, qui est calculée à partir des options sur des contrats à terme portant sur le Swiss Market Index (SMI) et qui permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions, avait enregistré une vive progression en juin, puis était redescendue avec le redressement des cours des actions.

Pertes et gains de cours sur une large échelle

Des quatre sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) qui font l'objet du graphique 5.8, les industries et les sociétés financières ont enregistré les plus fortes fluctuations avant et après le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE. Si le sous-indice des industries s'est rapidement redressé, atteignant en septembre un nouveau pic pour l'année en cours, celui des sociétés financières est toutefois resté sous pression en raison des données trimestrielles médiocres publiées par les banques en Suisse et à l'étranger.

Légère augmentation des prix de l'immobilier résidentiel en comparaison annuelle

Comme il ressort des indices dans leur ensemble, les prix de transaction des appartements en propriété ont légèrement diminué au deuxième trimestre, après une hausse étonnamment marquée au trimestre précédent (voir graphique 5.9). Par rapport à la période correspondante de 2015, ils ont enregistré une augmentation modeste d'à peine 1% selon la moyenne des trois indices disponibles. Toujours selon la moyenne des trois indices, les prix de transaction des maisons individuelles ont connu une progression à peu près semblable en comparaison annuelle.

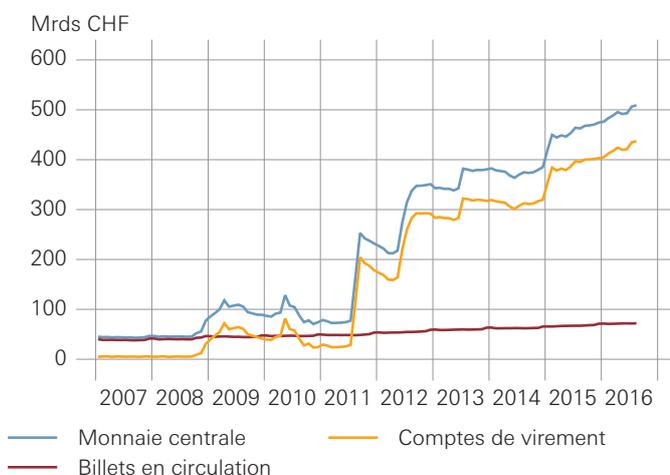
AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Accroissement persistant 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 d'augmenter ces derniers mois, s'inscrivant en août 2016 à 509 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10). La progression des avoirs à vue (+17,3 milliards de francs entre mai et août) explique l'essentiel de cette hausse. Les interventions de la BNS sur le marché des changes dans le contexte du référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE ont eu une influence déterminante. Quant aux billets en circulation, leur volume n'a guère varié.

Graphique 5.10

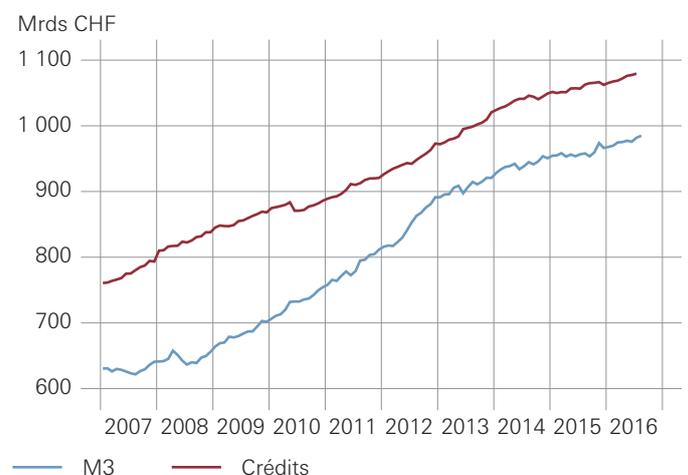
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

M3 ET CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

1 Bilans mensuels (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).

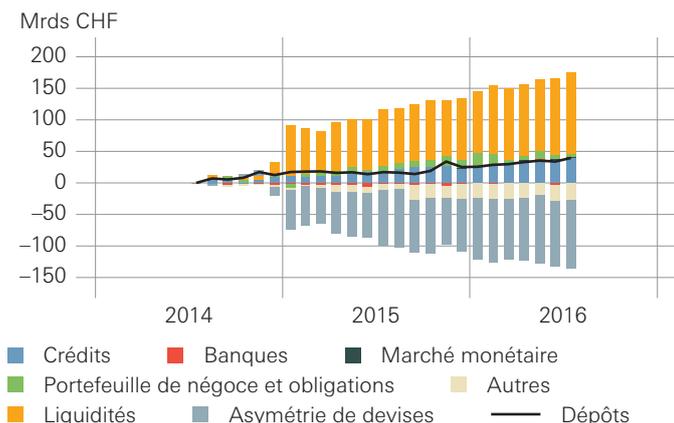
3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

Graphique 5.12

CONTREPARTIES DES DÉPÔTS, VARIATION CUMULÉE DEPUIS JUIN 2014

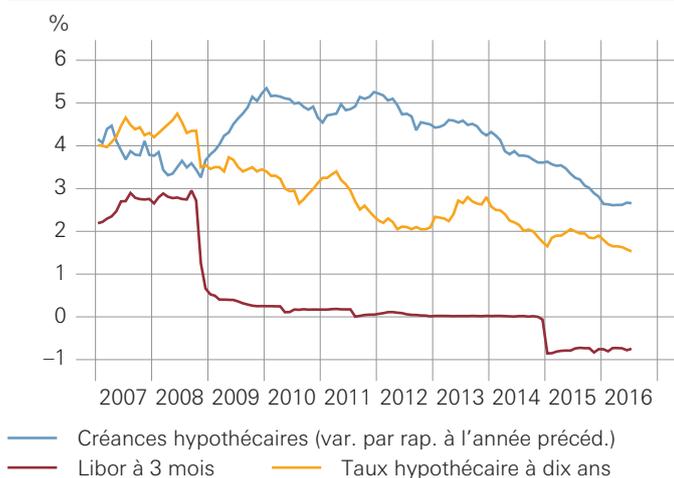
Comptoirs en Suisse, en comptes suisses et en francs



Source: BNS.

Graphique 5.13

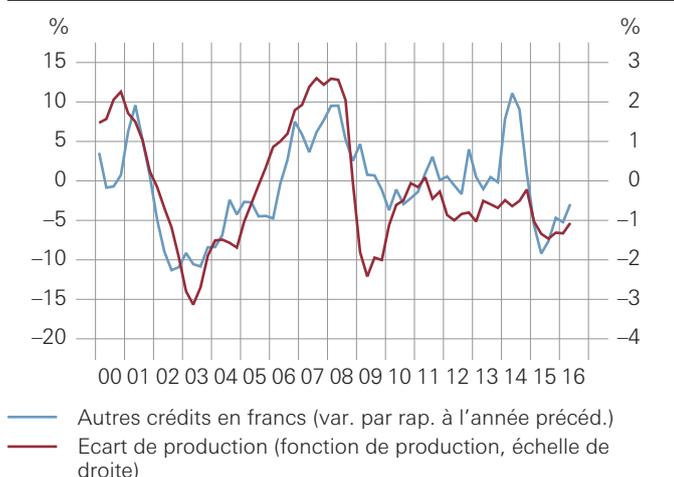
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.14

AUTRES CRÉDITS ET ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

Légère croissance des agrégats au sens large

Les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, ont progressé modérément entre mai et août 2016; fin août, ils se situaient légèrement au-dessus de leur niveau de l'année précédente (voir tableau 5.1). L'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) s'élevait à 586,2 milliards de francs, tandis que les agrégats M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) portaient respectivement sur 933,6 milliards et 984,9 milliards.

Evolution parallèle des agrégats et des crédits

Au cours des deux à trois dernières années, les crédits en francs accordés par les comptoirs en Suisse des banques ont pour l'essentiel suivi la même évolution que l'agrégat M3, alors qu'auparavant celui-ci avait progressé bien plus rapidement que les crédits bancaires pendant près de cinq ans (voir graphique 5.11).

Le graphique 5.12 montre la variation cumulée, depuis mi-2014, des postes du bilan en francs des comptoirs en Suisse des banques. On peut y voir comment les crédits ont évolué parallèlement aux dépôts en francs des clients résidents (lesquels correspondent à peu près à M3). Il est frappant de constater que les liquidités en francs des comptoirs en Suisse, soit les dépôts des banques résidentes auprès de la BNS, ont fortement augmenté sans qu'il s'ensuive une accélération de la croissance des agrégats monétaires et des crédits. Par contre, les postes du bilan en monnaies étrangères et vis-à-vis de contreparties à l'étranger ont enregistré l'évolution la plus marquée ces deux dernières années, ce qui se reflète dans la courbe de l'asymétrie de devises (position regroupant différentes composantes; pour ce qui est de la méthode en général, voir L. Altermatt et R. Baeriswyl, «Effet de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse», BNS, *Bulletin trimestriel* 1/2015, pages 34 ss).

Taux de croissance inchangé des crédits hypothécaires

Au deuxième trimestre 2016, les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires (toutes monnaies confondues), dépassaient de 2,6% leur niveau de la même période de l'année précédente (voir tableau 5.1). L'affaiblissement de la croissance observé depuis 2012 ne s'est donc pas poursuivi (voir graphique 5.13). Les taux hypothécaires sont demeurés historiquement faibles, le taux hypothécaire à dix ans étant même descendu à son niveau le plus bas jamais enregistré (1,5%).

Repli des autres crédits

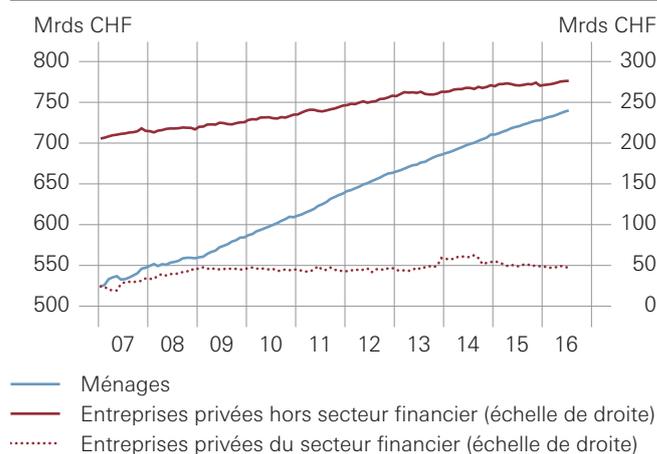
Le volume des autres crédits affiche depuis plusieurs trimestres une diminution en comparaison annuelle. Son évolution dépend généralement de l'activité économique. Le recul que les autres crédits en francs enregistrent depuis début 2015 est donc en phase avec l'accroissement de l'écart de production (voir graphique 5.14).

Croissance des crédits selon les secteurs

Depuis le début de la crise économique et financière, tant les ménages que les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement avantageuses, ce qui s'est traduit par une progression régulière des crédits bancaires (toutes monnaies confondues) accordés à ces deux segments de clientèle importants (voir graphique 5.15). Fin juillet 2016, les crédits aux ménages dépassaient de 19,1 milliards de francs ou de 2,7% le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux entreprises non financières ont augmenté dans le même laps de temps de 5,6 milliards de francs ou de 2,1%. Par contre, les crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins important et se distinguent par leur relative volatilité, ont fléchi de 0,8 milliard de francs (-1,7%) par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Graphique 5.15

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 septembre 2016

Troisième 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 mi-juillet et fin août 2016 avec 208 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

Selon les entretiens menés avec les chefs d'entreprise entre mi-juillet et fin août, l'économie suisse affiche une faible croissance au troisième trimestre 2016, tant par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. Cette évolution touche les trois secteurs. En ce qui concerne les marges, la situation est stable, mais reste tendue. Dans l'ensemble, les capacités de production restent sous-utilisées.

Pour les prochains mois, les entreprises s'attendent à ce que les chiffres d'affaires réels continuent d'augmenter légèrement. Elles tablent sur un redressement de la demande extérieure. Les marges devraient s'améliorer du fait des mesures d'accroissement de l'efficacité et de réduction des coûts, mais aussi grâce à l'innovation. La stabilité des cours de change explique en partie cette appréciation plutôt favorable.

Au cours des prochains mois, les effectifs devraient augmenter de façon marginale dans les services, mais continuer de baisser quelque peu dans l'industrie et la construction. La propension à investir reste très modérée.

Faible hausse des chiffres d'affaires dans l'ensemble
Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires réels sont légèrement supérieurs à ceux enregistrés un an auparavant, ainsi qu'à ceux du trimestre précédent. L'amélioration de la situation économique est manifeste dans un grand nombre de branches, telles que l'industrie pharmaceutique, la production de denrées alimentaires et la fabrication d'équipements électriques. En revanche, la morosité conjoncturelle qui touche l'industrie horlogère perdure, voire s'est amplifiée.

En ce qui concerne les exportations, les ventes à destination de l'Allemagne demeurent plutôt dynamiques. L'Amérique du Nord et l'Europe du Nord sont elles aussi majoritairement considérées comme des débouchés soutenant la croissance. La demande asiatique a tendance à augmenter; un nombre croissant de signes indiquent que cette appréciation vaut particulièrement pour la Chine. En revanche, l'extrême faiblesse de la conjoncture en Russie et au Brésil pèse sur différentes branches. La demande se maintient à un niveau élevé dans le secteur automobile et dans celui de la technologie médicale, et est en hausse dans les transports aériens.

Dans la construction, la marche des affaires reste globalement favorable, notamment dans le bâtiment et le second œuvre. Dans les services, les chiffres d'affaires réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Cette évolution concerne de nombreuses branches, notamment les transports, le secteur du voyage, les technologies de l'information et l'hôtellerie. Le commerce de détail, qui continue certes de subir les retombées négatives du tourisme d'achat à l'étranger dans les régions frontalières, enregistre lui aussi des chiffres d'affaires un peu plus élevés qu'au trimestre précédent. La branche fait face à un changement structurel: tandis que certains commerces en ligne connaissent une forte croissance, d'autres détaillants tentent également de diversifier leurs activités dans ce domaine, avec des résultats néanmoins inégaux.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Persistance d'une sous-utilisation des capacités considérable

Les capacités de production des entreprises avec lesquelles les délégués ont mené des entretiens restent sous-utilisées dans l'ensemble. Ainsi, 45% des entreprises interrogées jugent l'utilisation des capacités plus faible qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie, plus de la moitié des entreprises interrogées indiquent une légère, voire une nette, sous-utilisation des capacités. Cette situation concerne presque toutes les branches. La sous-utilisation est particulièrement marquée dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux.

Dans la construction, l'utilisation des capacités techniques est meilleure 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 parfois mis en relation avec une insuffisance de projets immobiliers imputable aux conséquences de l'initiative sur les résidences secondaires.

Le secteur des services présente toujours une image contrastée, mais là aussi, les représentants des branches sont plus nombreux qu'au trimestre précédent à évoquer une sous-utilisation de 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). Cela touche notamment les banques, l'hôtellerie et le commerce.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Effectifs adéquats dans l'ensemble

Actuellement, les effectifs sont en général jugés conformes aux besoins. La situation varie toutefois d'un secteur à l'autre.

Dans l'industrie, les représentants de la plupart des branches signalent des effectifs légèrement trop élevés. Cette situation est plus marquée dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux. En raison de la faiblesse de l'activité dans l'horlogerie, quelques entreprises ont déjà introduit la réduction de l'horaire de travail; d'autres examineront cette mesure dans les prochains mois.

Dans la construction, les effectifs sont majoritairement adéquats, quoique légèrement insuffisants dans le bâtiment. En ce qui concerne les services, les effectifs sont un peu trop élevés dans le commerce de détail et dans l'hôtellerie, tandis que les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication sont à la recherche de personnel. Les banques continuent d'étoffer leurs effectifs dans le domaine de la compliance.

Quant à la charge de travail liée au recrutement, les interlocuteurs estiment dans l'ensemble qu'elle s'est située dans la norme. Dans la construction, trouver du personnel spécialisé s'est avéré plus simple qu'auparavant. S'agissant de la pénurie d'ingénieurs souvent mentionnée – notamment dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux –, la situation s'est plutôt détendue. En revanche, le recrutement de personnel a exigé des moyens plus importants et a été plus difficile que d'habitude dans la branche des technologies de l'information. D'une manière générale, on constate en outre une légère augmentation de l'embauche de main-d'œuvre temporaire au détriment du personnel permanent afin d'accroître la flexibilité.

Pressions persistantes sur les marges

L'appréciation relative aux marges ne s'est guère modifiée; celles-ci restent inférieures au niveau considéré comme habituel. La moitié des entreprises interrogées jugent leurs marges plus faibles que d'ordinaire. Les prix de certains produits peuvent néanmoins être augmentés, surtout à l'étranger.

Les pressions sur les marges sont toujours vives dans l'industrie. Dans les services, les marges restent soumises à des pressions considérables dans le commerce, dans l'hôtellerie et dans le secteur financier.

Les anticipations d'évolution des prix d'achat et de vente indiquaient depuis longtemps un recul de ces deux paramètres. A présent, une stabilisation progressive se dessine.

Certaines informations concernant le marché immobilier confirment l'observation faite au trimestre précédent, selon laquelle les loyers des immeubles commerciaux sont parfois soumis à de fortes pressions, notamment dans les emplacements de premier choix.

Optimisme contenu

Pour les prochains mois, une légère augmentation des chiffres d'affaires réels est attendue dans l'ensemble. Les interlocuteurs du secteur des services sont particulièrement confiants; ceux de l'industrie le sont également, mais dans une moindre mesure. Cette appréciation s'explique entre autres par la stabilité des cours de change, par l'évolution attendue de la conjoncture étrangère et par les effets des mesures visant à accroître l'efficacité et à innover. Ces trois facteurs devraient entraîner une amélioration progressive des marges. Néanmoins, les plans d'investissement pour les douze prochains mois n'indiquent toujours pas de reprise des activités en la matière.

Pour ce qui est des plans d'embauche, les interlocuteurs du secteur des services tablent de nouveau sur une faible augmentation des effectifs dans presque toutes les branches, tandis que ceux de l'industrie et de la construction prévoient plutôt une légère compression des effectifs. Dans ce domaine, la situation n'a guère évolué depuis le trimestre précédent.

Les interlocuteurs perçoivent la baisse de la sécurité en Europe comme une menace. Selon eux, d'autres facteurs de risque sont le rapide changement structurel en Suisse, le poids de la réglementation ressenti de plus en plus fortement, les conséquences de la réforme actuelle de l'imposition des entreprises et les répercussions négatives de la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse. En outre, le thème de la cybercriminalité a été évoqué plus fréquemment qu'auparavant. En revanche, l'impact négatif du Brexit – qui comptait encore parmi les sujets de préoccupation prédominants au trimestre précédent – n'a pratiquement jamais été abordé. Tandis que la plupart des interlocuteurs parviennent à s'accommoder des conditions de change actuelles et apprécient fortement la stabilité des cours, d'autres – notamment parmi les PME – les considèrent toujours comme un enjeu de taille. Le bas niveau des taux d'intérêt est considéré avec une inquiétude grandissante, aussi en raison de la situation future des institutions de prévoyance.

En ce qui concerne l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation), les entreprises tablent en moyenne sur un taux de $-0,2\%$ pour les six à douze prochains mois, comme au trimestre précédent. Pour les trois à cinq prochaines années, le taux d'inflation escompté s'inscrit à $0,5\%$ (soit une valeur identique à celle du trimestre précédent).

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.

Septembre 2016

Lors de l'examen du 15 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Juin 2016

Lors de l'examen du 16 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à $-0,75\%$, et la marge de fluctuation du Libor à trois mois demeure comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne que le franc est toujours nettement surévalué et qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc.

Mars 2016

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 les pressions 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 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 les pressions sur le franc. La BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Septembre 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 les pressions 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 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.

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.

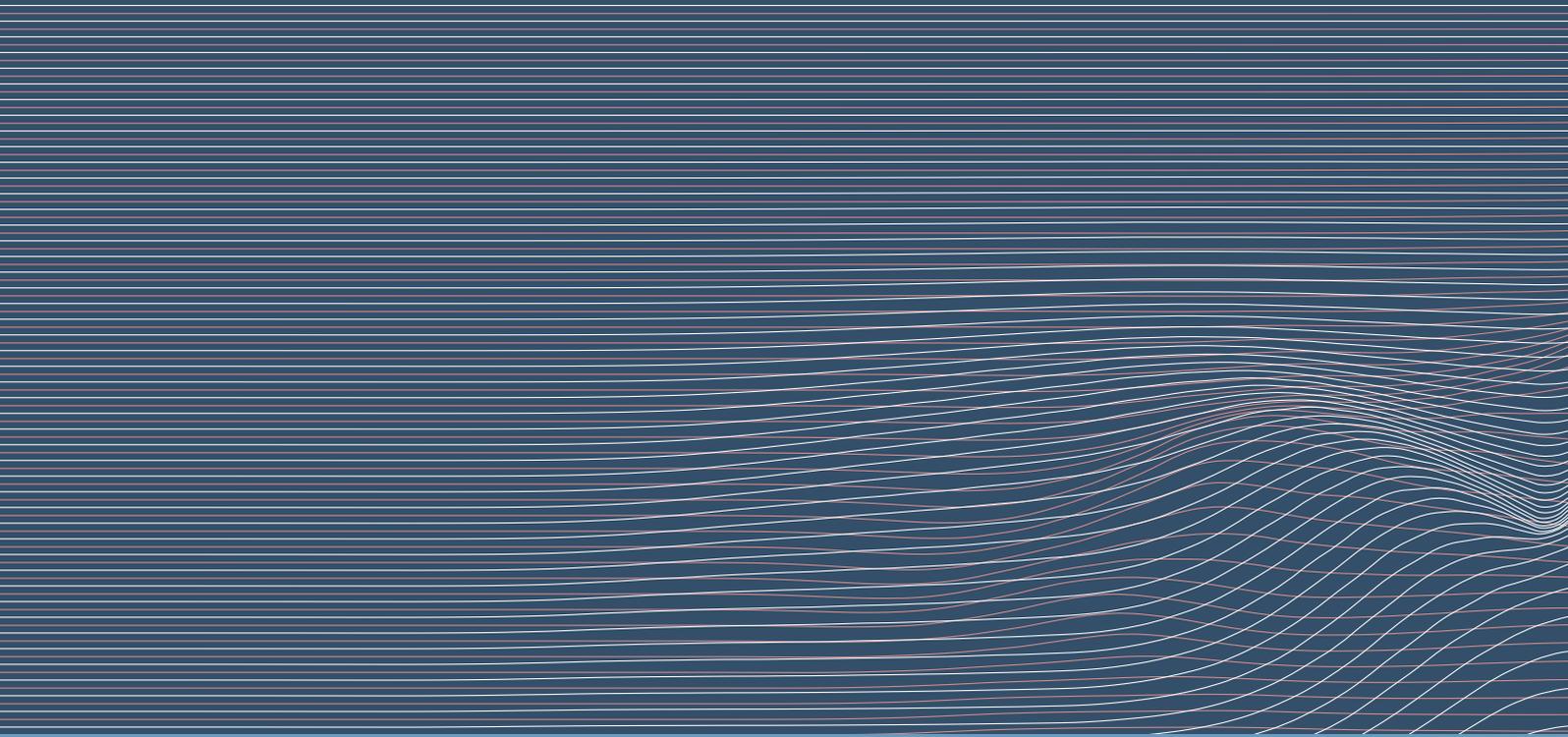
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

