

Bulletin trimestriel
3/2017 Septembre

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



Bulletin trimestriel
3/2017 Septembre

35^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 15 juin 2017	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
Signaux conjoncturels	28
Chronique monétaire	34

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 2017 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 14 septembre 2017) 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 14 septembre 2017. 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 14 septembre 2017

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. Elle vise ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS demeure fixé à $-0,75\%$, et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc a faibli face à l'euro alors qu'il s'est apprécié par rapport au dollar des Etats-Unis. Globalement, cette évolution contribue dans une certaine mesure à réduire sa nette surévaluation. Néanmoins, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes demeurent par conséquent nécessaires pour rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, réduire les pressions sur le franc.

Du fait de l'évolution des cours de change, la prévision d'inflation conditionnelle a été légèrement revue à la hausse par rapport à celle de juin (voir graphique 1.1). Pour l'année en cours, elle est un peu plus élevée et passe à $0,4\%$, contre $0,3\%$ au deuxième trimestre (voir tableau 1.1). Pour 2018, la BNS s'attend aussi à un taux d'inflation de $0,4\%$, au lieu de $0,3\%$ auparavant. Pour 2019, elle table désormais sur un taux d'inflation de $1,1\%$, contre 1% dans la prévision de 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.

L'environnement international a continué de s'améliorer durant les derniers mois. Au deuxième trimestre, l'économie mondiale a connu une forte expansion sur un large front. Dans les pays industrialisés, le produit intérieur brut (PIB) a continué de croître au-dessus de son potentiel et a parfois dépassé les anticipations. Le Royaume-Uni a constitué une exception, l'incertitude liée au Brexit freinant la croissance. Dans les économies émergentes aussi, la conjoncture a évolué de manière généralement positive. Dans son scénario de base, la BNS part de l'hypothèse que l'évolution favorable de la conjoncture internationale se poursuivra les prochains trimestres.

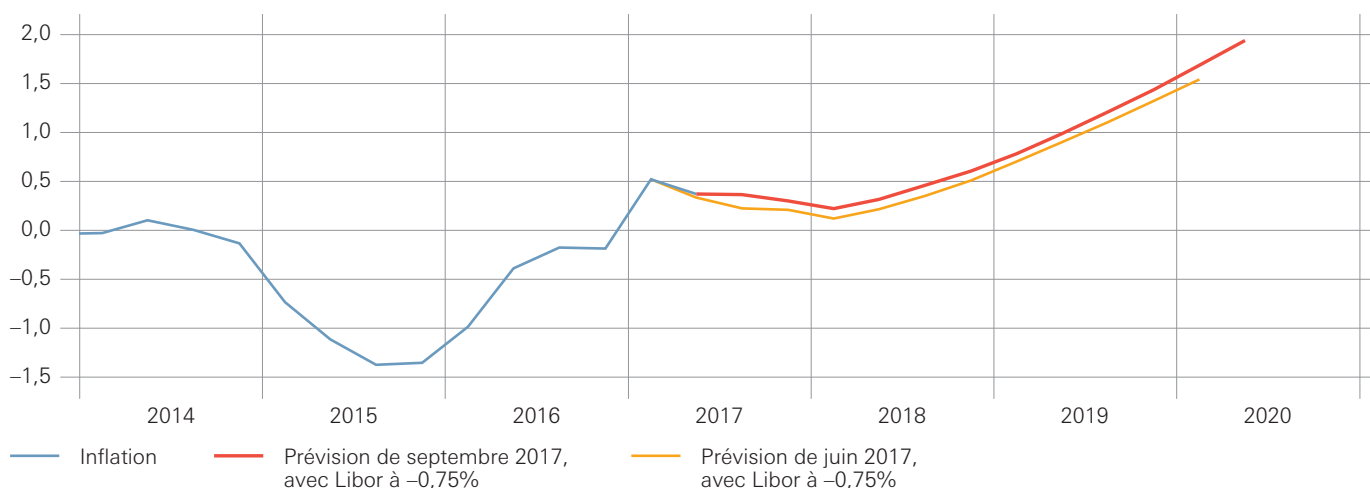
Malgré l'amélioration de l'économie réelle, le renchérissement est resté modéré jusqu'ici dans la plupart des pays industrialisés. Dans ce contexte, les principales banques centrales devraient maintenir leur politique monétaire expansionniste et n'entamer que graduellement une normalisation.

Le scénario de base positif pour l'économie mondiale reste exposé à des risques. Des facteurs géopolitiques ou des

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2017

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



incertitudes concernant la politique monétaire future des principales banques centrales pourraient notamment assombrir les perspectives.

En Suisse, l'analyse des indicateurs conjoncturels disponibles signale toujours une reprise modérée de l'économie, qui bénéficie du raffermissement de la conjoncture internationale. Le dynamisme des exportations de biens s'est accru, soutenant l'activité industrielle. Ainsi, l'utilisation des capacités de production augmente, et la propension des entreprises à investir croît elle aussi peu à peu. La situation sur le marché du travail s'améliore progressivement.

La reprise est moins perceptible dans les estimations trimestrielles du PIB. Du fait de sa faible progression fin 2016 et début 2017, le PIB devrait enregistrer une

croissance de près de 1% pour l'année 2017. Lors de l'examen de juin de la situation économique et monétaire, la BNS s'attendait encore à une croissance d'environ 1,5%. Cette correction à la baisse s'explique par le niveau médiocre du PIB au cours des derniers trimestres.

Dans l'ensemble, les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier subsistent. Alors qu'au deuxième trimestre 2017, la croissance des prêts hypothécaires est restée relativement faible, les risques ont augmenté pour les objets résidentiels de rendement. En outre, les prix des logements occupés par leur propriétaire se sont légèrement accrus, après une phase de stabilisation. La BNS observe attentivement les développements sur ces marchés et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le 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, SEPTEMBRE 2017

	2014				2015				2016				2017				2014	2015	2016	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4				0,0	-1,1	-0,4

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2017

	2017				2018				2019				2020				2017	2018	2019	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de juin 2017, avec Libor à -0,75%		0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5					0,3	0,3	1,0
Prévision de septembre 2017, avec Libor à -0,75%		0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9					0,4	0,4	1,1

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

L'environnement international a continué de s'améliorer durant les derniers mois. Au deuxième trimestre, l'économie mondiale a connu une forte expansion sur un large front. Dans les pays industrialisés, le PIB a de nouveau affiché une progression supérieure à son potentiel, dépassant parfois les attentes. Le Royaume-Uni toutefois, où l'incertitude liée au Brexit a freiné la croissance, a constitué une exception. La conjoncture a dans l'ensemble connu une évolution favorable également dans les économies émergentes.

Stimulée par des conditions de financement attractives et par une détente sur le marché du travail, la demande intérieure s'est encore affermie dans les pays industrialisés. La conjoncture favorable dans l'industrie et l'utilisation accrue des capacités de production ont notamment contribué à une reprise des investissements des entreprises. Les indicateurs conjoncturels demeuraient favorables au début du troisième trimestre. Dans son scénario de base, la BNS part de l'hypothèse que cette évolution positive se poursuivra dans les trimestres à venir.

Malgré la situation plus saine de l'économie réelle, la croissance des salaires et le renchérissement sont jusqu'à présent restés modérés dans la plupart des pays industrialisés. Dans ce contexte, il est probable que les principales banques centrales conservent leur politique monétaire expansionniste et n'opèrent qu'une normalisation graduelle.

Tableau 2.1

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

	2013	2014	2015	2016	Scénario	
					2017	2018
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,3	3,6	3,5	3,3	3,8	3,8
États-Unis	1,7	2,6	2,9	1,5	2,1	2,2
Zone euro	-0,2	1,3	2,0	1,8	2,1	1,8
Japon	2,0	0,2	1,1	1,0	1,5	0,9
Prix du baril de pétrole en USD	108,7	99,0	52,5	43,8	50,9	50,0

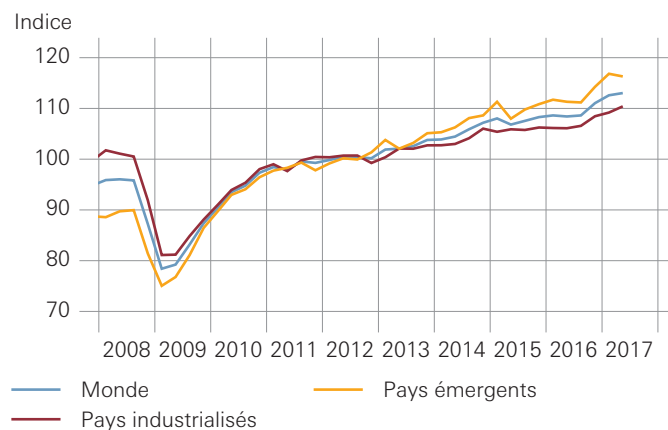
¹ Pondération PPA (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Inde, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.1

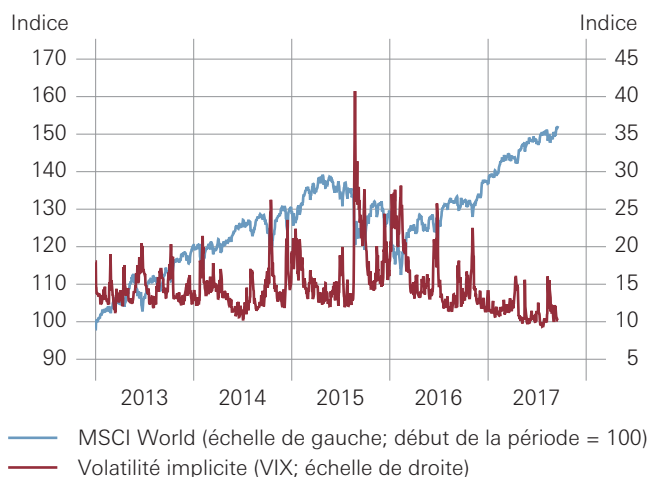
EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période considérée = 100



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

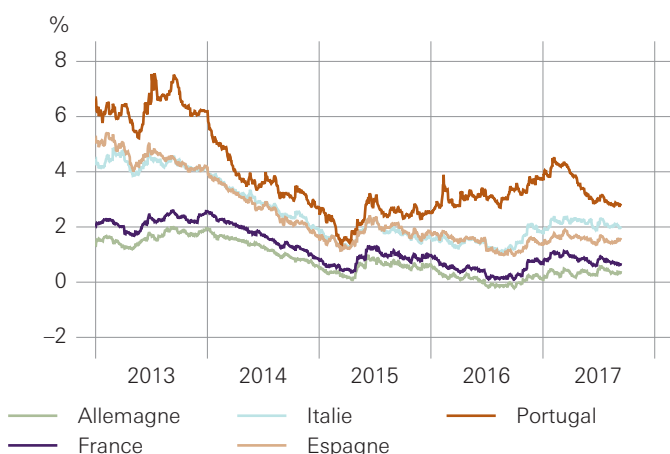


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Des risques continuent de peser sur le scénario de base positif pour l'économie mondiale. Des facteurs géopolitiques ou les incertitudes quant à la politique monétaire future des principales banques centrales pourraient notamment donner lieu à une dégradation des perspectives.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 50 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, ce qui représente un niveau pratiquement inchangé par rapport au scénario de base de juin (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,16 dollar pour 1 euro, contre 1,09 dollar en juin. 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

Dans l'ensemble, les marchés internationaux des actions ont évolué positivement depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-juin. Soutenu par l'amélioration continue de la conjoncture au niveau international, l'indice mondial MSCI a atteint un nouveau sommet, tout comme l'indice S&P 500 aux Etats-Unis. Les tensions entre les Etats-Unis et la Corée du Nord ont temporairement pesé sur le climat des marchés internationaux des actions, entraînant une hausse à court terme de la volatilité des actions américaines (VIX), qui traduit l'incertitude sur les marchés (voir graphique 2.2).

Les rendements des obligations d'Etat à long terme ont légèrement fluctué dans les pays industrialisés, mais ils ont récemment retrouvé un niveau proche de celui observé lors de la dernière évaluation de la situation économique et monétaire (voir graphique 2.3). Ces variations reflétaient principalement les modifications des attentes relatives à la politique monétaire. Dans les pays membres de la zone euro, les rendements des obligations d'Etat à dix ans ont brièvement réagi aux anticipations des marchés concernant la réduction du programme d'achat de titres de la Banque centrale européenne (BCE). Eu égard à l'évolution modeste de l'inflation, les rendements à long terme ont de nouveau baissé dès juillet (voir graphique 2.4).

Les tendances observées jusqu'ici concernant les principales monnaies se sont maintenues sur le marché des devises. Le dollar des Etats-Unis a encore faibli, perdant ainsi constamment, depuis le début de l'année, de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur. L'euro a continué de s'apprécier, alors que le yen a eu tendance à stagner (voir graphique 2.5).

Les prix des matières premières se sont remis à augmenter depuis le milieu de l'année. Ceux des métaux industriels ont sensiblement progressé en raison de la conjoncture mondiale vigoureuse, et le prix du baril de Brent a lui aussi marqué une légère hausse. A mi-septembre, il s'inscrivait

à 54 dollars des Etats-Unis le baril, soit à un niveau toujours légèrement en deçà du prix affiché en début d'année (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, l'économie a retrouvé de sa vigueur au deuxième trimestre 2017. Stimulé par la reprise des dépenses de consommation privée, le PIB a crû de 3% au deuxième trimestre, contre 1,2% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Les investissements des entreprises ont continué de soutenir la croissance, tandis que les investissements en constructions ont reculé. La progression de l'emploi est demeurée robuste ces derniers mois. Comme le taux de participation a légèrement augmenté, le chômage a stagné à 4,4% en août, c'est-à-dire à un niveau quasiment inchangé (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis n'ont guère changé depuis mi-juin. L'activité est solide. La production industrielle et le chiffre d'affaires du commerce de détail se sont encore accrus au cours des derniers mois. Le moral des consommateurs est toujours au beau fixe. Les conditions de financement exceptionnellement favorables continuent de soutenir la demande intérieure. De plus, la BNS table encore sur des allègements fiscaux, qui devraient légèrement stimuler l'économie dans les années à venir. Elle n'a donc pratiquement pas modifié ses prévisions pour le PIB, escomptant une croissance de 2,1% en 2017 et de 2,2% en 2018 (voir tableau 2.1). Les perspectives à moyen terme demeurent toutefois très incertaines, car des pans importants de la future politique économique restent à définir.

Ces derniers mois, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a de nouveau légèrement augmenté pour s'établir à 1,9% en août (voir graphique 2.11). Il avait nettement diminué au premier semestre à la suite du recul des prix de l'énergie. Des facteurs éphémères continuent toutefois de peser sur le renchérissement. Privilégié par la Réserve fédérale (Fed) en tant qu'indice des prix, le déflateur sous-jacent de la consommation privée s'est inscrit à 1,4% en juillet, soit à un niveau sensiblement inférieur à la valeur cible fixée par la Fed (2%). Il devrait cependant recommencer à s'approcher progressivement de ce taux. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a décidé en juillet de maintenir la marge de fluctuation de son taux directeur à 1,00%-1,25% (voir graphique 2.13). Elle a conservé son estimation précédente des perspectives de croissance et indiqué qu'elle commencerait bientôt la normalisation de son bilan.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

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

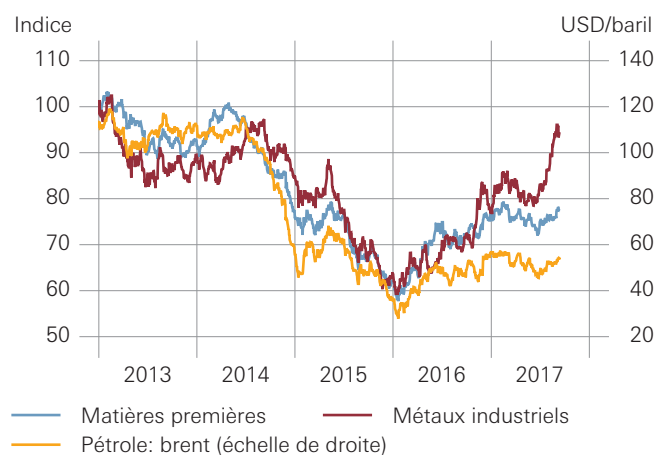


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Début de la période = 100

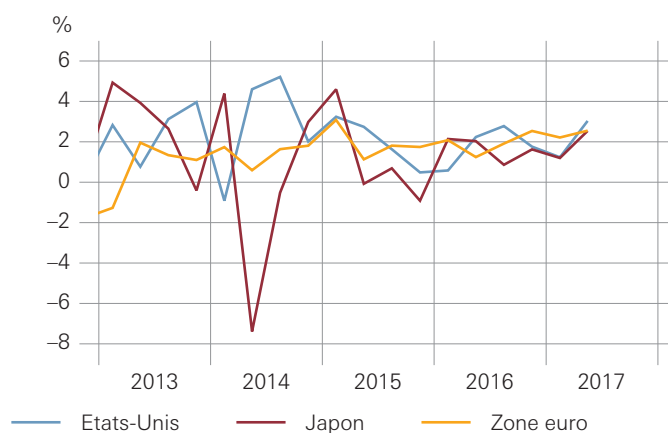


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

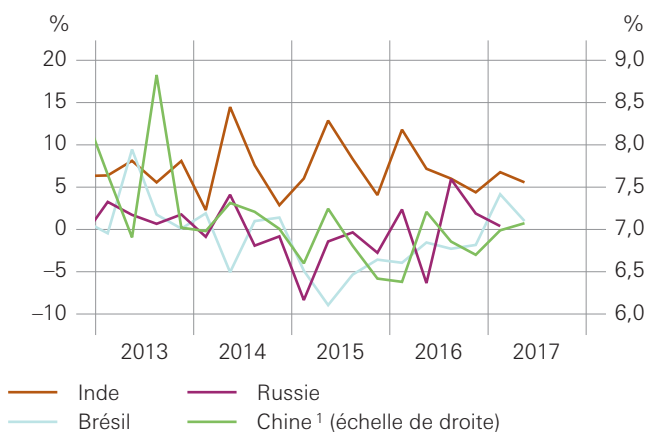
Variation par rapport à la période précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

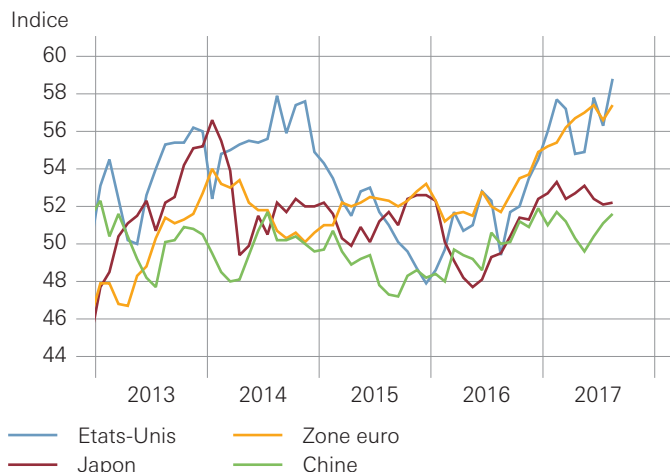
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

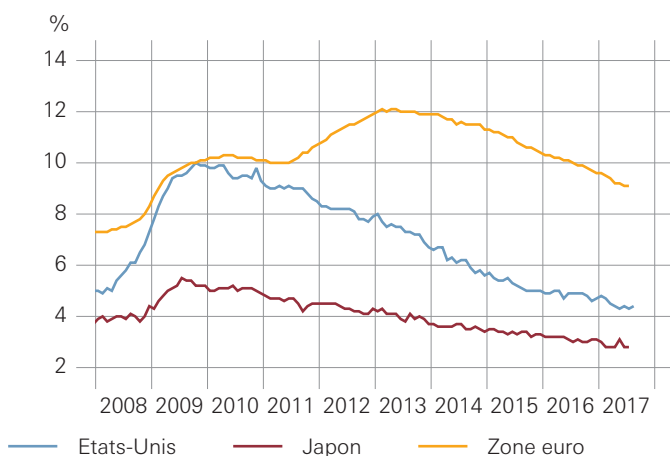


1 Estimation BNS.

Source: Thomson Reuters Datastream.

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

La conjoncture s'affermi de plus en plus dans la zone euro. La croissance du PIB s'est établie à 2,6% au deuxième trimestre, dépassant de nouveau sensiblement son potentiel (voir graphique 2.7). La demande intérieure a progressé vigoureusement. Dans l'industrie, l'utilisation des capacités a continué d'augmenter. Le redressement du marché du travail s'est également poursuivi (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles sont favorables. Soutenue par des conditions de financement avantageuses, la demande intérieure devrait rester robuste. Les ménages et les entreprises demeurent optimistes. D'après plusieurs enquêtes, les consommateurs ont nettement moins peur de perdre leur emploi qu'il y a un an et ils sont toujours plus disposés à effectuer des acquisitions importantes. En outre, des enquêtes sur le crédit révèlent un nouveau regain des investissements des entreprises. Le moral s'est donc encore amélioré dans l'industrie des biens d'équipement. Les perspectives conjoncturelles continuent cependant de s'accompagner de risques, dont des incertitudes politiques telles que les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni ou les élections en Italie qui se tiendront d'ici à mai 2018, ainsi qu'une éventuelle nouvelle appréciation de l'euro. Compte tenu de la dynamique conjoncturelle favorable, la BNS a, dans l'ensemble, légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro et s'attend désormais à une progression du PIB de 2,1% en 2017 et de 1,8% en 2018.

Entraînée par l'augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, la hausse des prix à la consommation dans la zone euro a atteint en février son plus haut niveau des dernières années, soit 2%. Depuis, l'inflation a de nouveau fléchi et s'est inscrite à 1,5% en août (voir graphique 2.11). En revanche, l'inflation sous-jacente a légèrement progressé pour s'établir à 1,2% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers sont restées quasiment identiques, c'est-à-dire en deçà de l'objectif d'inflation fixé par la BCE à un peu moins de 2%. Malgré le redressement du marché du travail, la croissance des salaires est restée modérée dans la zone euro.

La BCE n'a modifié ni ses taux directeurs ni son programme d'achat de titres. Elle souhaite donner en automne de plus amples informations sur la poursuite de ce programme l'année prochaine.

JAPON

L'économie japonaise a connu une nouvelle accélération au deuxième trimestre. Atteignant 2,5%, la croissance du PIB a nettement dépassé le potentiel (voir graphique 2.7). Soutenue par le train de mesures conjoncturelles adopté en 2016, la demande intérieure s'est affermie, tandis que les exportations de biens ont un peu fléchi après avoir fortement progressé au cours des trimestres précédents. L'utilisation des capacités de production est désormais adéquate, et le taux de chômage n'a jamais été aussi faible depuis le milieu des années 1990.

La conjoncture globalement favorable dans l'industrie et les conditions avantageuses sur le marché du travail continueront de soutenir l'économie durant l'année en cours. Après les investissements élevés dans les infrastructures au deuxième trimestre, les impulsions découlant du train de mesures conjoncturelles devraient progressivement s'estomper. Le PIB devrait croître de 1,5% en 2017 et dépasser légèrement son potentiel en 2018 également (voir tableau 2.1).

L'évolution du renchérissement est demeurée faible malgré la dynamique conjoncturelle favorable. L'inflation sous-jacente est restée légèrement négative en juillet (voir graphique 2.12), notamment à cause des effets modérateurs du cours de change et des fortes baisses de prix dans la téléphonie mobile. Elle devrait progressivement repartir à la hausse sous l'influence du yen plus faible par rapport à 2016 et en raison de l'utilisation croissante des capacités de production dans toute l'économie. Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été relativement stables ces derniers mois et sont restées sensiblement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon. La hausse des salaires est elle aussi demeurée modérée. Dans ce contexte, la banque centrale du Japon maintient sa politique monétaire expansionniste.

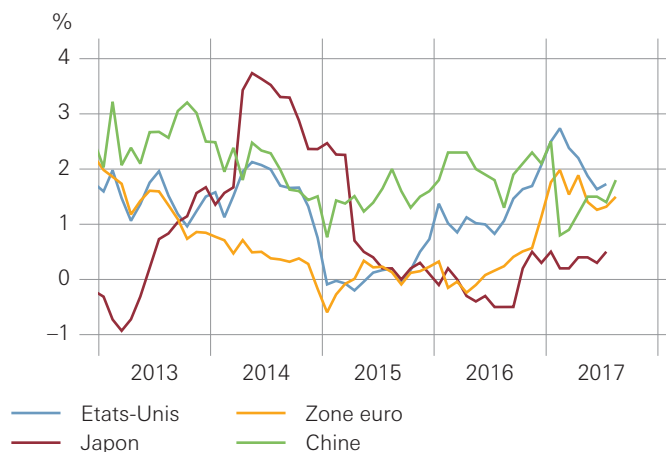
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Les économies émergentes ont affiché une évolution conjoncturelle contrastée au deuxième trimestre. En Chine, le PIB a de nouveau enregistré une solide progression (7,1%), qui bénéficie d'une large assise (voir graphique 2.8). La création de valeur a ainsi augmenté à un rythme accru tant dans le secteur tertiaire que dans l'industrie. En revanche, l'économie indienne a fléchi au deuxième trimestre. La demande intérieure a certes gagné un peu en vigueur, mais les exportations ont sensiblement reculé. La croissance du PIB (5,6%) est donc retombée en dessous de son potentiel. Le redressement conjoncturel s'est poursuivi en Russie et au Brésil.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

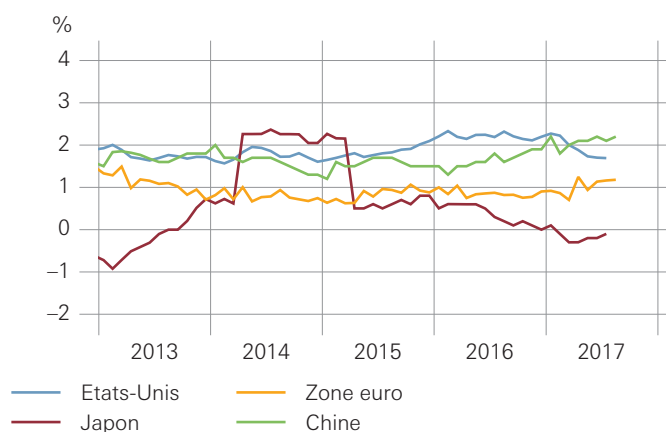


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

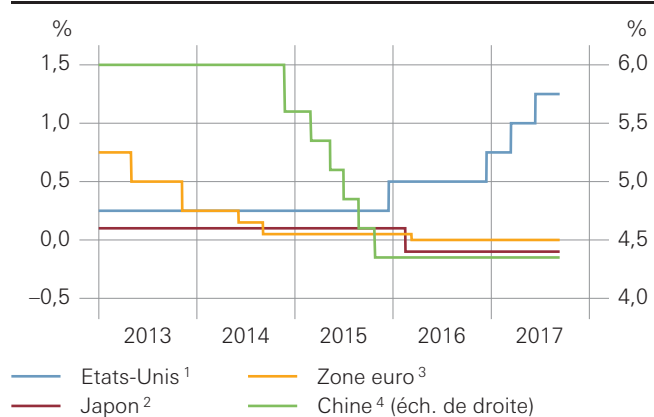


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



¹ Taux des fonds fédéraux.

² Taux cible au jour le jour.

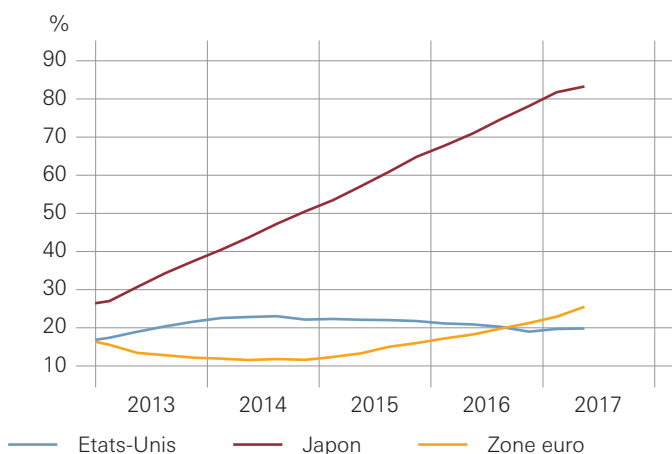
³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

Dans les trimestres à venir, la dynamique conjoncturelle devrait progressivement marquer une légère baisse en Chine. Au premier semestre, les réglementations plus strictes sur le marché financier et les coûts de refinancement plus élevés des banques se sont traduits par une hausse des taux d'intérêt des crédits et des obligations. Les investissements des entreprises et ceux dans l'immobilier résidentiel devraient donc croître plus modérément. En revanche, la consommation devrait encore stimuler l'économie de manière significative en raison de la hausse des revenus et du bon moral des ménages. En Inde, un nouveau système d'impôt à la consommation, qui uniformise à l'échelle nationale les régimes fiscaux régionaux, est entré en vigueur au mois de juillet. Cette réforme devrait freiner la conjoncture à court terme. Des gains d'efficacité favorisant la croissance sont cependant attendus à moyen terme. Stimulée principalement par la consommation, l'économie russe devrait poursuivre son redressement. Au Brésil, la croissance devrait peu à peu s'affermir grâce aux conditions monétaires favorables, à la hausse du revenu réel et au recul progressif du chômage. Le contexte reste cependant difficile pour les investissements à cause de l'absence de réformes structurelles et d'une grande incertitude politique.

En Chine, l'inflation a augmenté au mois d'août, passant à 1,8%. Elle a de nouveau progressé sensiblement en Inde à la suite d'une hausse des prix des denrées alimentaires, alors qu'elle avait atteint dans l'intervalle son niveau le plus bas des dernières années. L'inflation sous-jacente n'a marqué qu'une faible hausse, s'inscrivant à 4,3% en août, ce qui correspond à l'objectif à moyen terme de la banque centrale. En Russie et au Brésil, les prix des denrées alimentaires ont par contre atténué l'inflation, qui s'est établie à respectivement 3,3% et 2,5%.

Les banques centrales de Chine et de Russie n'ont pas modifié leurs taux directeurs. En août, la banque centrale d'Inde a abaissé son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 6%. Elle a justifié cette décision par des risques d'inflation sensiblement plus bas et par le faible octroi de crédits. La banque centrale du Brésil a elle aussi assoupli sa politique monétaire en juillet et en septembre au regard de la faible utilisation des capacités de production et du recul de l'inflation.

3 Evolution économique en Suisse

Tous les indicateurs conjoncturels disponibles montrent que l'économie suisse poursuit sa reprise à un rythme modéré. Celle-ci profite du raffermissement de la conjoncture mondiale. Les exportations de biens gagnent peu à peu en vigueur, soutenant ainsi l'activité industrielle. De plus, l'amélioration de l'utilisation des capacités de production se traduit par une hausse de la propension des entreprises à investir. Sur le marché du travail, la situation se redresse progressivement.

En outre, les nouvelles données des comptes nationaux (CN) brossent un tableau un peu plus positif de l'évolution de la conjoncture au cours des dernières années. D'après les chiffres annuels révisés, la croissance de l'économie suisse entre 2013 et 2016 a été bien supérieure aux prévisions faites jusqu'ici.

En revanche, la reprise est moins visible dans les estimations trimestrielles du PIB. Après avoir été très faible pendant deux trimestres, la croissance du PIB s'est quelque peu raffermie au deuxième trimestre 2017, même si elle est restée modeste, s'inscrivant à 1,1%.

Compte tenu de la faiblesse de la croissance du PIB au cours des derniers trimestres, le rythme annuel pour 2017 devrait tout juste atteindre 1%. Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin, la BNS tablait encore sur une croissance d'environ 1,5% pour l'année en cours. Cette adaptation s'explique par la révision des données des trimestres précédents. Pour le second semestre, la BNS s'attend à une croissance supérieure à la moyenne. L'utilisation des capacités de production, encore insuffisante, devrait donc s'améliorer.

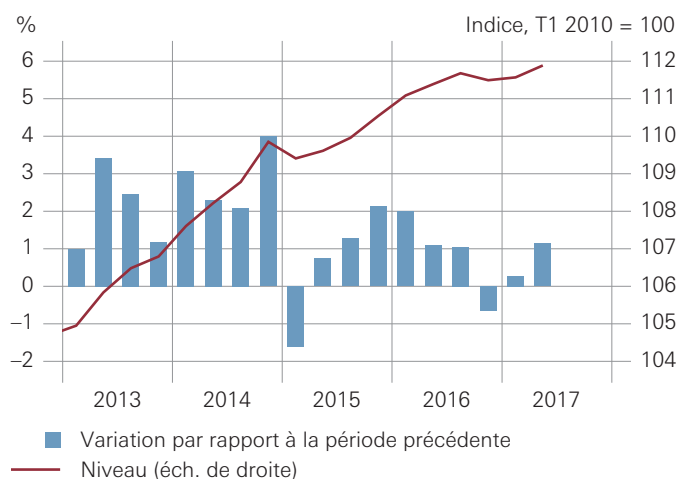
DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

Croissance enregistrée ces dernières années supérieure aux prévisions passées

Au mois d'août, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a révisé les chiffres annuels des CN en remontant jusqu'à l'année 1995. En raison de modifications apportées aux données de base, la révision a été plus large que d'ordinaire.

Graphique 3.1

PIB RÉEL

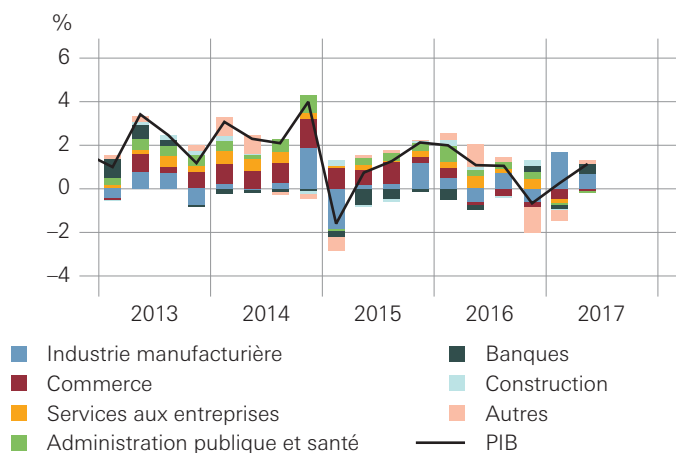


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

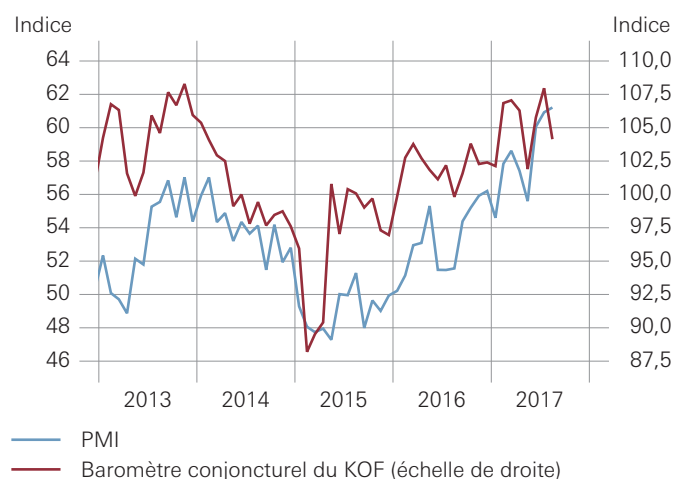
Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Graphique 3.3

INDICATEURS CONJONCTURELS



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et Credit Suisse.

Les nouvelles estimations font apparaître une croissance du PIB suisse plus robuste au cours des dernières années: celle-ci s'est ainsi établie à 2,4% en 2014 et à 1,2% en 2015, soit près d'un demi-point de plus que les valeurs indiquées jusqu'ici. En 2016, le PIB a progressé de 1,4%, dépassant ainsi légèrement les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) de mars (1,3%).

Croissance modérée du PIB au deuxième trimestre 2017

En revanche, la croissance du PIB au cours des derniers trimestres a été décevante. Les estimations provisoires du SECO font apparaître une progression de 1,1% au deuxième trimestre 2017, contre 0,3% au trimestre précédent. En un an, le PIB n'a progressé que de 0,3%. Durant le premier semestre, la croissance est donc restée très modérée (voir graphique 3.1).

La création de valeur a connu une évolution inégale d'une branche à l'autre. Elle s'est fortement accrue dans les services financiers ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration. Elle a également enregistré une progression supérieure à la moyenne dans l'industrie, mais a reculé dans d'autres branches des services, ce qui a pesé sur le résultat global (voir graphique 3.2).

Du côté de la demande, la croissance a reposé sur une large assise. La demande intérieure et les exportations ont connu une hausse au deuxième trimestre. Toutefois, étant donné

que la progression des importations a été nettement plus forte que celle des exportations, la contribution du commerce extérieur a été négative.

Indicateurs conjoncturels positifs

Si l'on prend en compte un éventail d'indicateurs large, le tableau de la conjoncture depuis mi-2016 demeure meilleur que ce qui ressort de l'estimation trimestrielle provisoire du PIB.

Les résultats de différentes enquêtes font notamment apparaître une évolution conjoncturelle positive. L'indice des directeurs d'achats (PMI) et le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) demeurent depuis longtemps à des niveaux nettement supérieurs à leur moyenne de long terme. Ces deux indicateurs laissent présager une croissance solide (voir graphique 3.3).

Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale au cours des derniers trimestres font également apparaître une amélioration continue de la situation depuis la mi-2016 (voir la partie «Signaux conjoncturels» à la page 28). La marche des affaires a enregistré une évolution nettement plus favorable que l'année précédente.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2013	2014	2015	2016	2015		2016				2017	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	2,6	1,3	1,8	1,5	2,0	0,5	2,1	0,9	1,2	3,0	0,5	0,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,3	2,2	1,2	1,6	-0,1	1,3	2,5	1,8	1,6	2,7	0,8	1,1
Investissements	0,6	3,0	2,2	3,1	1,2	-1,4	8,0	1,2	5,4	-2,0	3,9	2,1
Construction	3,1	3,2	1,6	0,9	-3,2	2,4	1,7	-2,3	4,7	0,8	1,0	3,2
Biens d'équipement	-1,0	2,9	2,6	4,5	4,0	-3,7	12,1	3,4	5,8	-3,8	5,8	1,4
Demande intérieure finale	2,0	1,9	1,8	1,9	1,5	0,1	3,7	1,1	2,4	1,6	1,4	1,3
Variation des stocks ¹	0,6	-0,5	-0,3	-1,9	-1,1	5,2	-7,7	-4,2	5,4	-8,1	-2,4	6,7
Exportations totales ²	-0,1	5,2	2,3	6,8	4,2	6,4	17,2	6,6	-9,7	12,5	0,5	1,0
Biens ²	-2,3	5,8	2,6	6,2	2,3	1,7	30,6	2,9	-14,8	-3,9	24,9	2,1
Biens sans commerce de transit ²	-1,0	4,0	0,7	6,6	5,9	16,3	8,3	4,2	4,3	-7,6	16,8	6,4
Services	4,5	4,0	1,7	7,9	8,1	16,4	-5,1	14,4	1,2	48,7	-32,2	-1,3
Importations totales ²	1,4	3,3	3,2	4,7	2,9	16,5	6,2	-2,1	3,2	1,0	-2,6	17,3
Biens ²	0,7	1,7	0,0	4,4	6,1	20,1	4,7	-0,7	0,5	-0,9	-3,0	23,7
Services	3,0	6,8	9,6	5,4	-2,6	10,3	9,0	-4,6	8,3	4,6	-2,1	6,8
Commerce extérieur ³	-0,6	1,3	-0,1	1,6	1,0	-3,2	6,3	4,3	-6,4	6,0	1,4	-6,7
PIB	1,9	2,4	1,2	1,4	1,3	2,1	2,0	1,1	1,1	-0,7	0,3	1,1

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.

Toutefois, la situation reste contrastée selon les branches, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le redressement de la demande n'a pas progressé de la même façon dans toutes les branches. Ensuite, les branches produisant des biens de consommation et certains secteurs de l'industrie continuent de souffrir du franc fort. Enfin, certaines branches se trouvent engagées dans un processus d'adaptation structurelle, en raison de facteurs réglementaires ou technologiques.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le redressement progressif du marché du travail se poursuit. Le chômage s'est de nouveau réduit au cours des derniers mois et l'activité a connu un regain de vigueur. L'emploi mesuré en équivalents plein temps n'a toutefois progressé que légèrement.

Nouveau recul du chômage

Fin août, en données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a poursuivi son repli, s'inscrivant à 142 500 personnes, et le taux de chômage calculé par le SECO s'établissait à 3,2% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'OFS calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA), laquelle est réalisée chaque trimestre auprès des ménages et englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui calculé par le SECO. Au deuxième trimestre 2017, il s'élevait à 4,7% en données corrigées des variations saisonnières, soit un niveau légèrement inférieur à son point culminant, atteint il y a quelques trimestres. Son évolution est donc comparable à celle du taux de chômage déterminé par le SECO.

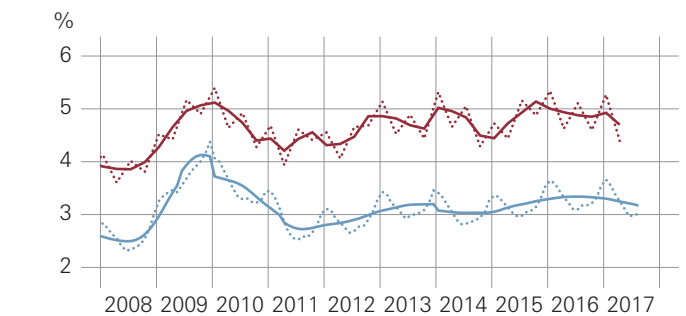
Progression de l'emploi modérée

La statistique de la population active occupée (SPAO), qui repose elle aussi sur l'ESPA, mesure l'activité sous l'angle des ménages. Au deuxième trimestre, le nombre de personnes recensées dans cette statistique a recommencé à augmenter fortement et a dépassé pour la première fois la barre des 5 millions de personnes (voir graphique 3.5).

La statistique de l'emploi (STATEM), qui est quant à elle basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, évalue l'emploi sous l'angle de ces dernières. Elle complète la SPAO notamment sur le plan de l'évolution des différentes branches. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps n'a que légèrement augmenté dans l'ensemble au deuxième trimestre (voir graphique 3.6). Il a stagné dans les services, qui regroupent environ les trois quarts des personnes occupées, mais, pour la première fois en près de trois ans, a fortement progressé dans l'industrie, qui totalise à peu près 15% des postes. Dans la construction, les réductions d'effectifs observées depuis près de trois ans se sont poursuivies.

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



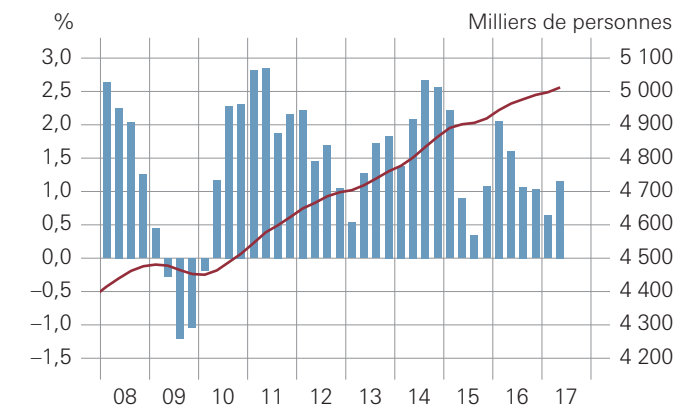
— SECO, série désaisonnalisée ····· SECO
— OIT, série désaisonnalisée ····· OIT

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: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.5

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



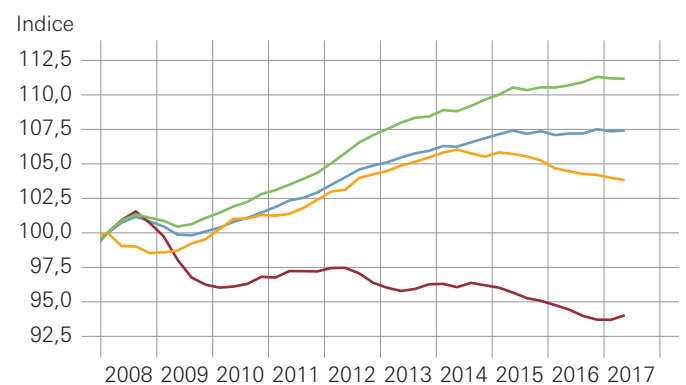
■ Variation par rapport à la période précédente
— Niveau (éch. de droite)

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

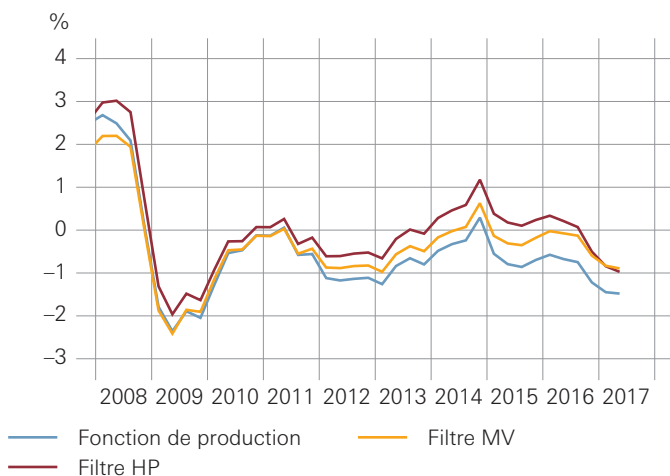
EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

Début de la période = 100

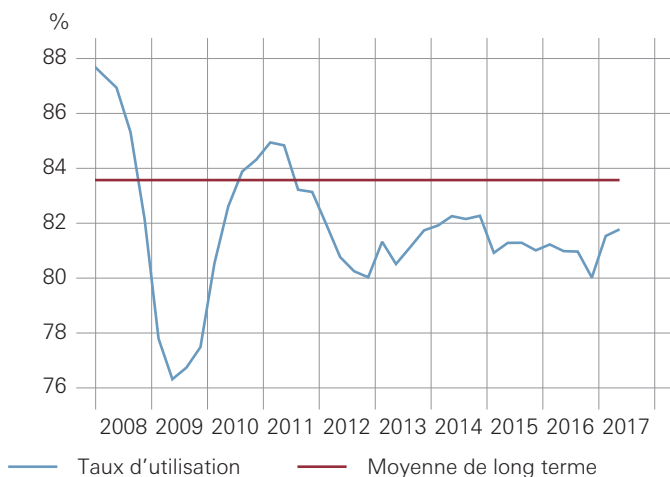


— Total — Construction
— Industrie — Services

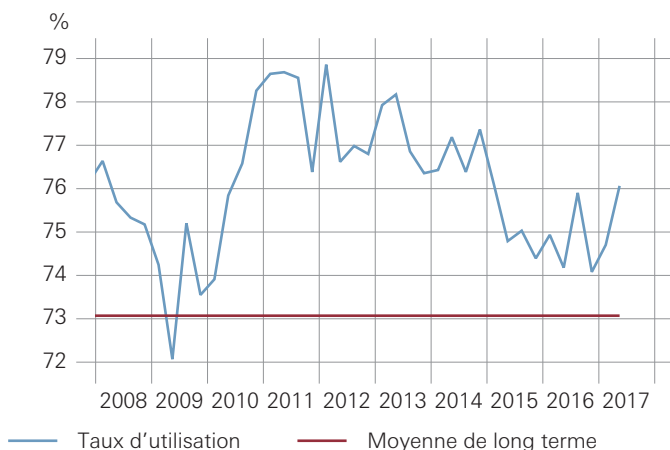
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

ÉCART DE PRODUCTION

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**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. Au deuxième trimestre, cet écart de production est demeuré négatif. Cependant, il est particulièrement difficile d'en estimer l'ampleur.

Compte tenu de l'accroissement notable du stock de capital de l'économie et de l'offre de main-d'œuvre, le potentiel de production s'est plus fortement accru au cours des derniers trimestres que le PIB. L'écart de production estimé s'est donc encore creusé entre début 2016 et mi-2017, comme le montrent toutes les méthodes s'appuyant sur les estimations trimestrielles du PIB (voir graphique 3.7).

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

Selon d'autres indicateurs, l'écart de production est également négatif dans l'ensemble, mais l'évolution est plus favorable que lorsque le calcul se base sur le PIB.

Le chômage est ainsi en baisse depuis le milieu de l'année passée et l'utilisation des capacités dans l'industrie s'est nettement accrue au semestre précédent (voir graphique 3.8). Dans le tourisme et la construction, l'utilisation des capacités montre aussi une tendance marquée à la hausse (voir graphique 3.9). Ces indicateurs confirment la thèse selon laquelle la faible croissance du PIB enregistrée au cours des derniers trimestres ne reflète pas totalement la dynamique conjoncturelle.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

D'après les indicateurs avancés, la reprise devrait se poursuivre au deuxième semestre. Depuis le début de l'année, l'indice PMI des pays étrangers, en données pondérées par les exportations, se trouve à son plus haut niveau depuis 2011 et s'est encore amélioré récemment (voir graphique 3.10). Les branches exportatrices devraient bénéficier de cette tendance. Les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises industrielles indiquent une nouvelle amélioration des perspectives conjoncturelles (voir graphique 3.11). Les branches des services devraient également connaître un regain de vigueur. Sur le marché du travail, les indicateurs avancés annoncent aussi une nouvelle détente (voir graphique 3.12).

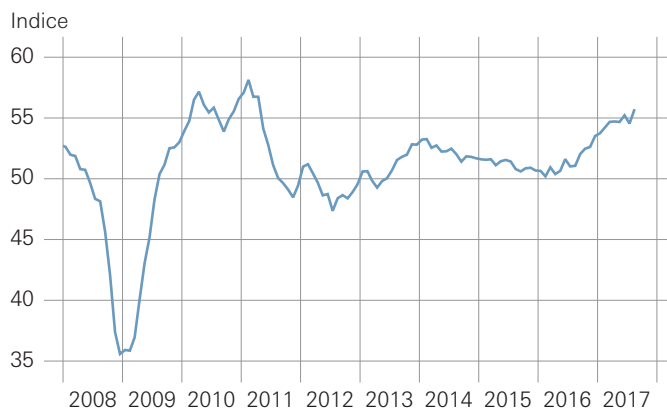
A moyen terme également, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise. Ces perspectives reposent sur plusieurs facteurs. D'abord, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait favoriser la demande extérieure. Ensuite, la dépréciation du franc suisse au cours des dernières semaines s'est traduite par une amélioration de la compétitivité des entreprises. Enfin, l'activité devrait de nouveau être soutenue par une probable poursuite de la forte croissance démographique et par le niveau durablement bas des taux d'intérêt.

Étant donné la faiblesse des chiffres du PIB enregistrés récemment, la croissance annuelle devrait tout juste atteindre 1% en 2017. Cette prévision demeure entachée de grandes incertitudes, qui tiennent surtout à l'évolution à l'international (voir chapitre 2).

Graphique 3.10

INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 3.11

PERSPECTIVES CONJONCTURELLES

6 prochains mois (KOF) et 12 prochains mois (Deloitte)

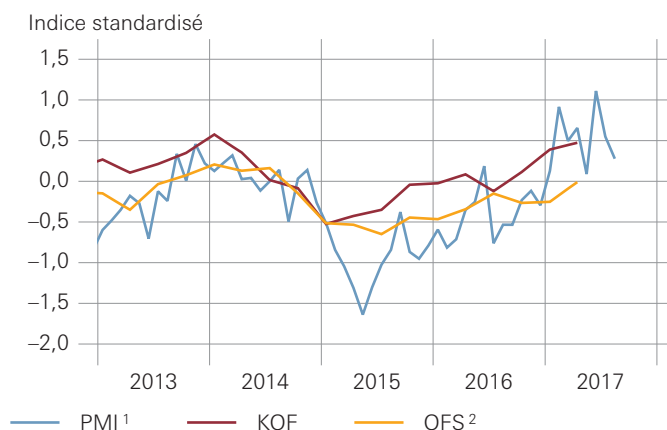


— Deloitte CFO survey (échelle de gauche)
— KOF, indicateur de la situation des affaires (éch. de droite)

Sources: Deloitte et KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



¹ Valeurs mensuelles.

² Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

4

Prix et anticipations d'inflation

Le renchérissement est demeuré généralement stable ces derniers mois. Les prix à la consommation étaient légèrement supérieurs à leur niveau de l'année précédente, tout comme les prix des produits situés en amont dans la chaîne de création de valeur (indice des prix de l'offre totale). Les écarts avec les taux d'inflation sous-jacente étaient peu marqués.

Les anticipations d'inflation, qui sont également restées basses, se situent pour tous les horizons temporels dans une zone conforme à la définition de la stabilité des prix de la BNS.

PRIX À LA CONSOMMATION

Léger recul du taux de renchérissement annuel

En 2017, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a toujours évolué dans une zone légèrement positive (voir graphique 4.1). En août 2017, il s'établissait à 0,5%, après avoir atteint en moyenne 0,4% sur les sept premiers mois de l'année (voir tableau 4.1).

Contribution volatile des produits pétroliers au renchérissement

Les fluctuations du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC reflètent principalement l'évolution des prix des produits pétroliers. Le renchérissement de ces derniers, qui avait sensiblement faibli au premier semestre 2017, s'est de nouveau accentué en juillet et en août.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2016		2016		2017		2017		
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août	
IPC, indice total	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,2	0,3	0,5	
Biens et services suisses	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
Biens	-0,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,3	-0,6	
Services	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
Services privés (hors loyers des logements)	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	
Loyers des logements	0,3	0,2	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	
Services publics	-0,5	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,3	
Biens et services importés	-1,4	-0,6	-0,9	1,3	0,6	0,0	0,3	0,7	
Hors produits pétroliers	-0,7	0,2	-1,2	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	
Produits pétroliers	-6,1	-5,7	1,4	17,3	6,1	1,4	2,3	7,3	

Sources: BNS et OFS.

Faible contribution des principales composantes de l'IPC au renchérissement

Ces derniers mois, les principales composantes de l'IPC ont presque toutes contribué très faiblement au renchérissement, tant pour les biens que pour la plupart des services. Hormis les produits pétroliers en août, les loyers constituent la seule exception notable (voir graphique 4.2).

Légère hausse du taux de renchérissement des loyers

L'OFS recense les loyers sur une base trimestrielle afin d'actualiser l'indice des loyers en février, en mai, en août et en novembre. En août 2017, le renchérissement mesuré par cet indice s'inscrivait à 1,4%, contre 1,1% en mai. Cette hausse est intervenue malgré la réduction du taux d'intérêt de référence du mois de juin (voir graphique 4.3). Comme les loyers réagissent généralement avec un certain décalage à ce taux, le recul de ce dernier devrait se refléter dans l'indice des loyers à partir de novembre.

Taux d'inflation sous-jacente proches du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC

Ces derniers mois, les deux taux d'inflation sous-jacente présentés au graphique 4.4 se situaient pratiquement au même niveau que le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC. En août 2017, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) et le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) s'établissaient à 0,4%.

Ces deux taux d'inflation sous-jacente reposent sur un panier réduit de l'IPC: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté les mêmes biens (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), alors que la TM15 exclut du panier ceux dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois. Actuellement, le renchérissement des biens de l'IPC qui sont exclus du calcul des taux d'inflation sous-jacente ne diffère donc que légèrement de l'inflation mesurée par l'IPC.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

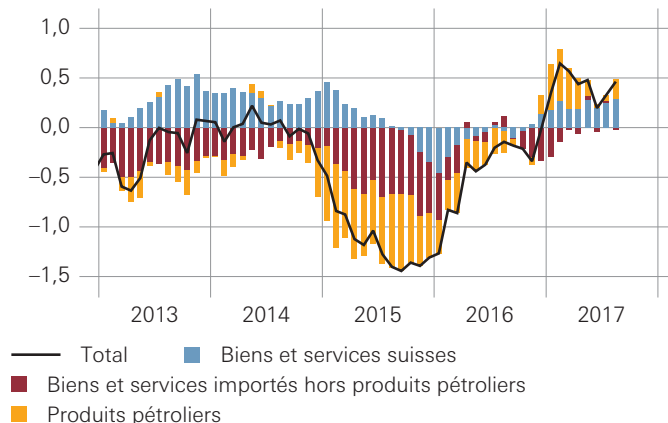
Taux de renchérissement des prix de l'offre totale proche de zéro

Ces derniers mois, le renchérissement des prix de l'offre totale était proche de zéro (voir graphique 4.5). Les prix à l'importation étaient supérieurs à leur niveau de l'année précédente, alors que ceux à la production ont un peu reculé par rapport à 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

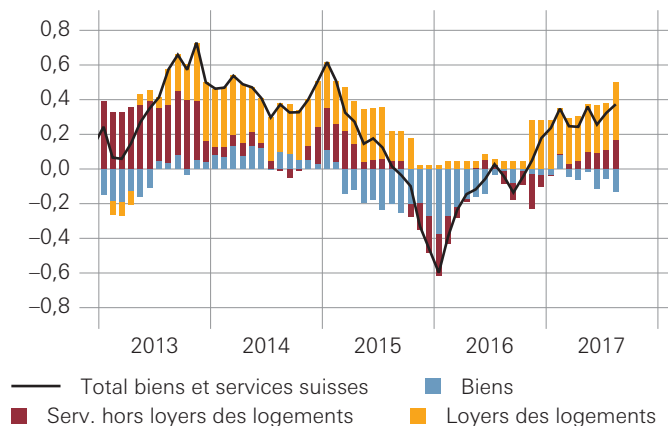


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

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

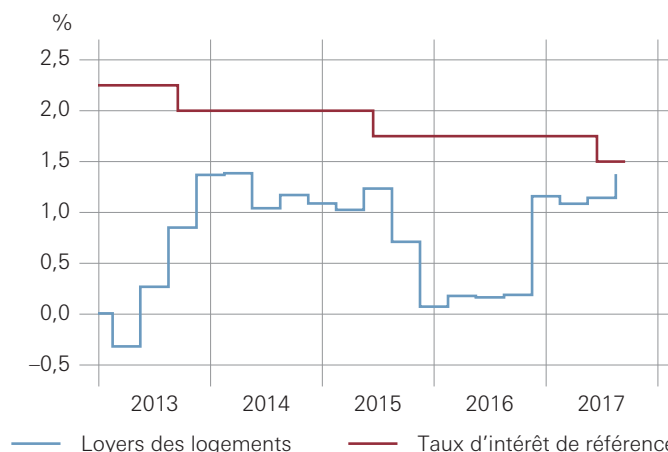


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

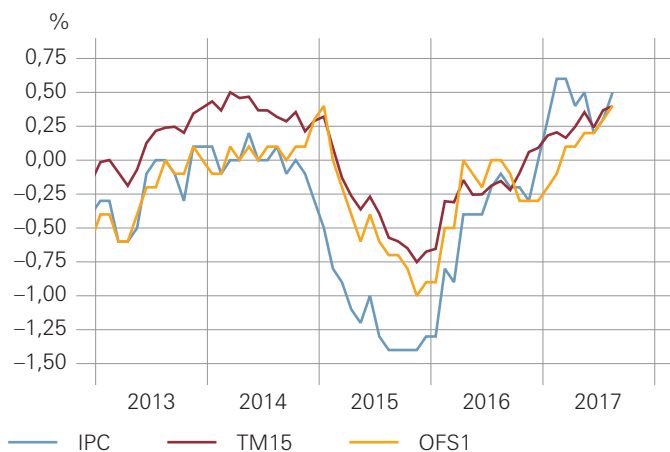
Variation par rapport à l'année précédente



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

INFLATION SOUS-JACENTE

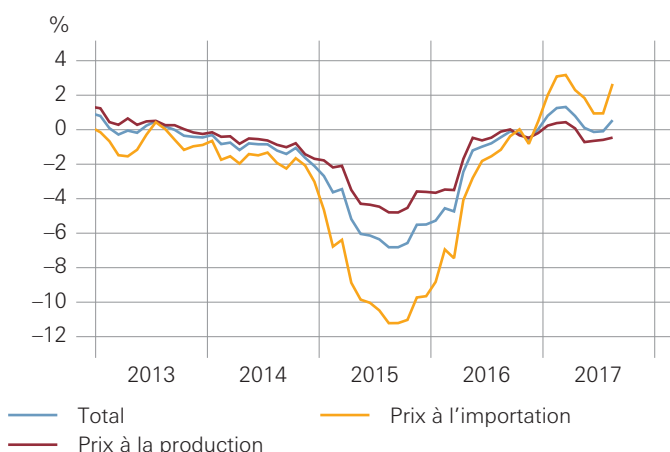
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

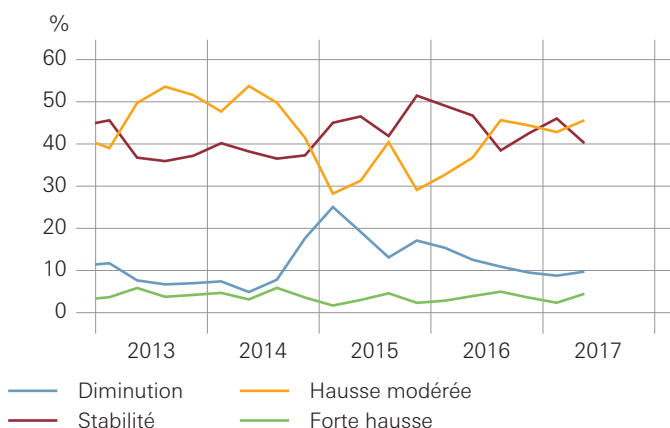
Variation par rapport à l'année précédente



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**Anticipations d'inflation conformes à la stabilité des prix**

Les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes sont demeurées quasiment inchangées durant l'année en cours. Elles restent donc conformes à la stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Anticipations à court terme stables

D'après l'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages, les anticipations d'évolution des prix n'ont guère changé entre avril et juillet 2017. Les parts des personnes interrogées tablant sur une augmentation ou sur une baisse des prix dans les douze prochains mois ont légèrement augmenté. Le nombre de ménages qui prévoient des prix inchangés a donc un peu diminué (voir graphique 4.6).

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, la moitié des analystes interrogés en août s'attendaient à des taux d'inflation stables dans les six mois, et 46% tablaient sur une hausse. La part des personnes interrogées misant sur une baisse des taux d'inflation reste donc faible.

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 indiquent également des anticipations d'inflation majoritairement stables et légèrement positives à court terme. Au troisième trimestre, les interlocuteurs prévoient en moyenne un renchérissement annuel de 0,5% pour les six à douze prochains mois, contre 0,3% au trimestre précédent.

Anticipations à plus long terme légèrement supérieures aux anticipations à court terme

Largement inchangées elles aussi, les anticipations d'inflation à plus long terme restent légèrement supérieures aux anticipations d'inflation à court terme. Selon les directeurs financiers qui ont participé à l'enquête effectuée par Deloitte au deuxième trimestre, le taux d'inflation devrait se situer à 1,1% dans deux ans (même valeur qu'au trimestre précédent). Les chefs d'entreprise interrogés au troisième trimestre 2017 par les délégués de la BNS estimaient, comme au trimestre précédent, que le renchérissement annuel serait de 1,0% dans les trois à cinq ans.

5

Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mi-juin 2017, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Ces trois derniers mois, la politique monétaire de la BNS a ainsi continué à reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont maintenus au même niveau que le taux d'intérêt négatif de la BNS. Les taux d'intérêt à long terme ont certes fluctué un peu plus fortement, mais s'inscrivaient, mi-septembre, à peu près au même niveau que trois mois auparavant.

Fin juillet et début août, le franc a faibli face à l'euro. Entre mi-juin et mi-septembre, la valeur extérieure du franc en données pondérées par le commerce extérieur a elle aussi fléchi, bien que le franc se soit raffermi quelque peu vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Les conditions monétaires se sont ainsi quelque peu assouplies dans l'ensemble; par ailleurs, les taux d'intérêt à court terme sont restés pratiquement inchangés.

Comme au trimestre précédent, les taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 et des crédits bancaires ont évolué dans la zone positive, mais à un bas niveau.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-JUIN

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 15 juin 2017, la BNS a confirmé 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 chez elle et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé son intention de continuer à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse 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

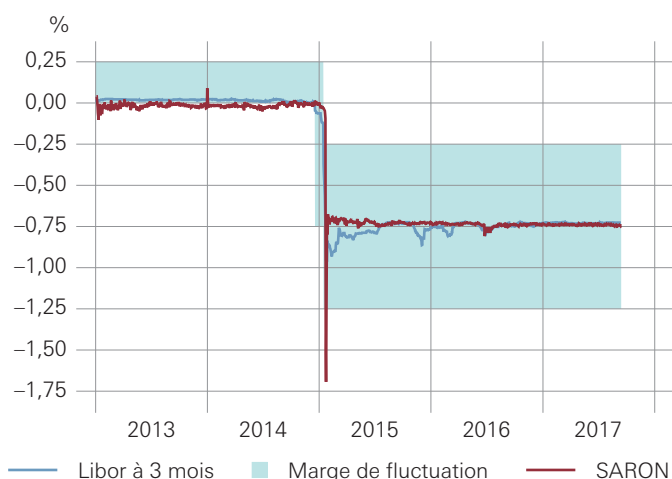
Depuis mi-juin 2017, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté. Dans la semaine du 4 au 8 septembre (la dernière semaine avant l'examen de mi-septembre), ils portaient sur 579 milliards de francs et dépassaient ainsi de 2,6 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin (576,4 milliards). Entre mi-juin et mi-septembre 2017, ils s'établissaient en moyenne à 578,9 milliards de francs (478,4 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 100,5 milliards pour les autres avoirs à vue).

Niveau élevé des réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 16,1 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 mai au 19 août 2017. Les banques dépassaient en moyenne d'environ 471,2 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 466,7 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc continué à augmenter.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

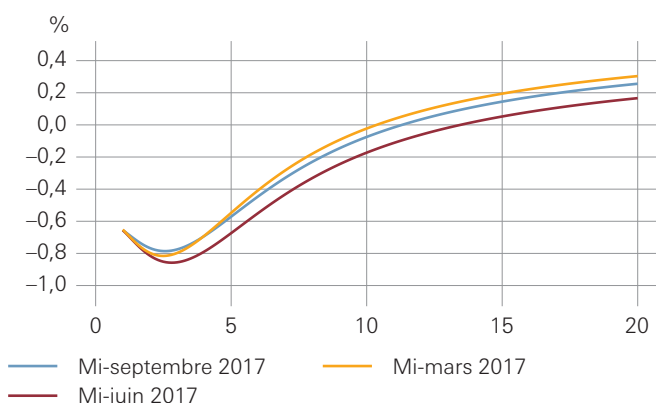


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

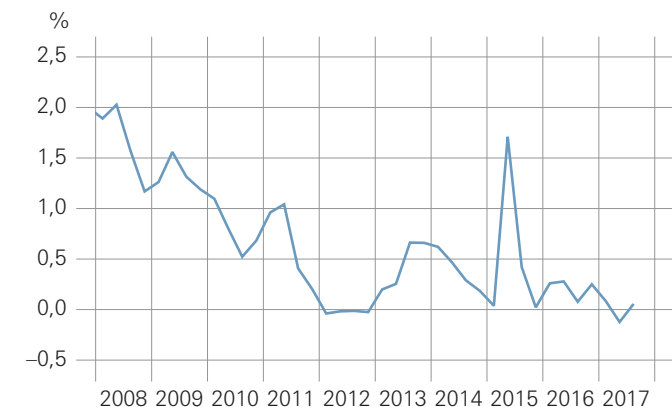


Source: BNS.

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

Depuis l'examen de mi-juin 2017, la situation sur le marché monétaire en francs n'a guère évolué. Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont restés à un niveau proche de $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

Fluctuations des taux d'intérêt à long terme

Ces trois derniers mois, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a oscillé entre un peu moins de $-0,2\%$ et presque $0,1\%$, ce qui correspond à l'évolution des taux d'intérêt à long terme à l'étranger.

Mi-septembre, le rendement des obligations fédérales à dix ans s'inscrivait à $-0,1\%$, soit à un niveau proche de celui de mi-juin.

Léger relèvement de la courbe des rendements

La courbe des rendements des obligations fédérales s'est quelque peu déplacée vers le haut par rapport à mi-juin (voir graphique 5.2). Malgré ce relèvement, les rendements des obligations fédérales d'une durée allant jusqu'à onze ans s'inscrivaient, mi-septembre, dans la zone négative.

Taux d'intérêt réels à long terme relativement stables

Mi-septembre 2017, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'établissait à $0,1\%$, soit à un niveau proche de zéro, comme au cours des trimestres précédents (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

Affaiblissement du franc face à l'euro

Depuis l'examen de mi-juin 2017, le franc a faibli face à l'euro. Cet affaiblissement est intervenu en majeure partie fin juillet, lorsque le cours de l'euro en franc a augmenté de plusieurs centimes en quelques jours. Mi-septembre, l'euro valait 1,15 franc (voir graphique 5.4).

Par rapport au dollar des Etats-Unis, le franc a progressé quelque peu depuis l'examen de juin de la situation économique et monétaire. Le fléchissement du dollar des Etats-Unis face au franc et à d'autres monnaies s'explique par des incertitudes politiques aux Etats-Unis. Mi-septembre, le dollar s'échangeait à 96 centimes.

Baisse de l'indice du cours de change en données nominales pondérées par le commerce extérieur

Du fait de l'affaiblissement du franc face à l'euro, la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par le commerce extérieur, a fléchi d'environ 2% depuis l'examen de juin (voir graphique 5.5). La légère hausse du franc face au dollar des Etats-Unis et à d'autres monnaies a partiellement compensé sa dépréciation vis-à-vis de l'euro.

Indice du cours de change réel à un niveau toujours élevé

En données réelles pondérées par le commerce extérieur, la valeur extérieure du franc a elle aussi légèrement fléchi depuis juin. Etant donné que le renchérissement est un peu moins marqué en Suisse qu'à l'étranger, la valeur extérieure du franc a même reculé un peu plus fortement en données réelles qu'en données nominales.

Malgré ce récent repli, le franc reste surévalué. Pondérés par le commerce extérieur, tous les indices réels du cours du franc tels qu'ils sont calculés par la BNS, la Banque des Règlements internationaux (BRI) et le Fonds monétaire international (FMI) s'établissent nettement au-dessus de leurs niveaux moyens de long terme (voir graphique 5.6).

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC

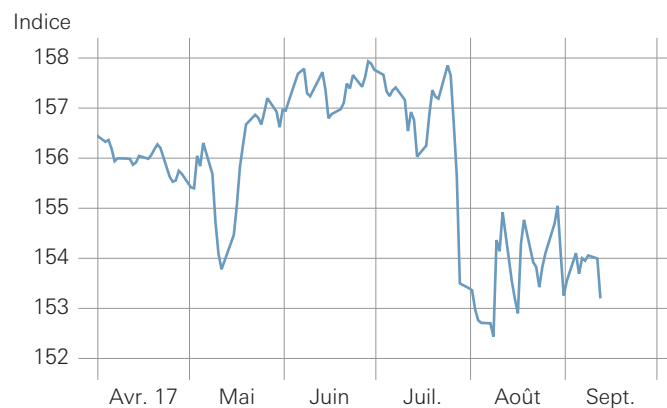


Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

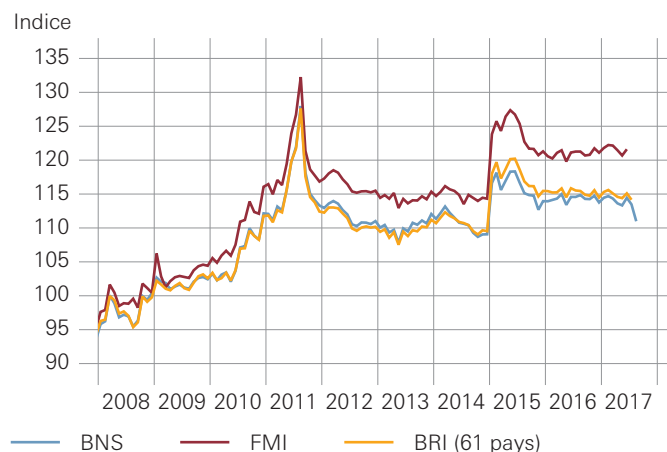


Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

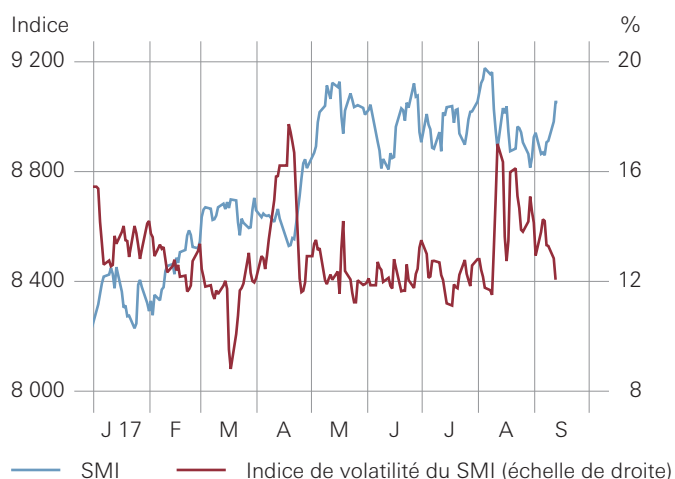
Décembre 2000 = 100



Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI), BNS et FMI.

Graphique 5.7

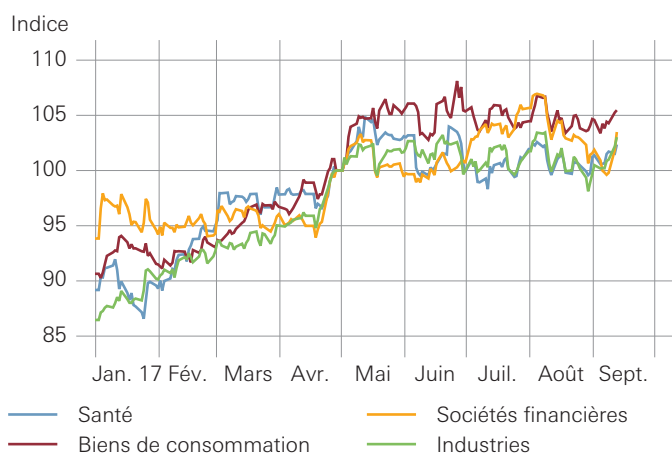
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

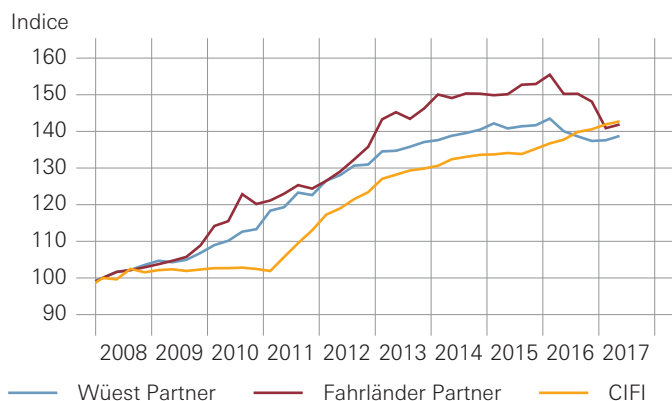
1^{er} mai 2017 = 100

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

Légère hausse des actions

Le Swiss Market Index (SMI) a progressé de plus de 7% au premier trimestre 2017, mais d'environ 2% seulement depuis lors (voir graphique 5.7). Les variations du SMI au deuxième trimestre ont en grande partie reflété l'évolution sur les marchés des actions d'Europe et d'Amérique du Nord.

Lorsque le franc a faibli sensiblement face à l'euro, fin juillet et début août, le SMI a atteint un nouveau record. Il a toutefois rapidement reculé d'autant lorsque les tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord ont perturbé les marchés et que le franc a recommencé à s'apprécier quelque peu vis-à-vis d'autres monnaies.

Incertitudes plus marquées sur les marchés en août

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions. Cet indice a fluctué à un bas niveau entre mai et juillet, puis marqué une brève et forte hausse en août, alors que les cours des actions reculaient (voir graphique 5.7).

Fluctuations modérées des sous-indices du SPI

Depuis début mai, les sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) ont dans l'ensemble suivi une évolution parallèle, tout en fluctuant modérément. Le sous-indice relatif aux biens de consommation a certes progressé un peu plus fortement que les sous-indices concernant la santé, les sociétés financières et l'industrie; les différences sont toutefois restées modestes.

Hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Les indices de prix disponibles pour les appartements en propriété par étage (PPE) ont augmenté légèrement au deuxième trimestre après une phase de stabilisation (voir graphique 5.9). Reposant sur une large base, la hausse s'est étendue à presque toutes les régions et a concerné presque tous les segments de prix. Les prix des maisons individuelles ont suivi une évolution similaire.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Léger recul de la monnaie centrale

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, a légèrement diminué ces derniers mois pour s'établir, en août 2017, à 548,8 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Ce recul reflète principalement l'évolution des avoirs en comptes de virement des banques résidentes, qui ont diminué de 12,7 milliards de francs entre mai et août 2017. Quant au volume des billets en circulation, il est resté presque inchangé au cours de cette période.

Le léger repli des avoirs en comptes de virement des banques résidentes s'est accompagné d'une hausse des autres avoirs en comptes de virement. Le volume des dépôts à vue à la BNS n'a guère varié entre mai et août.

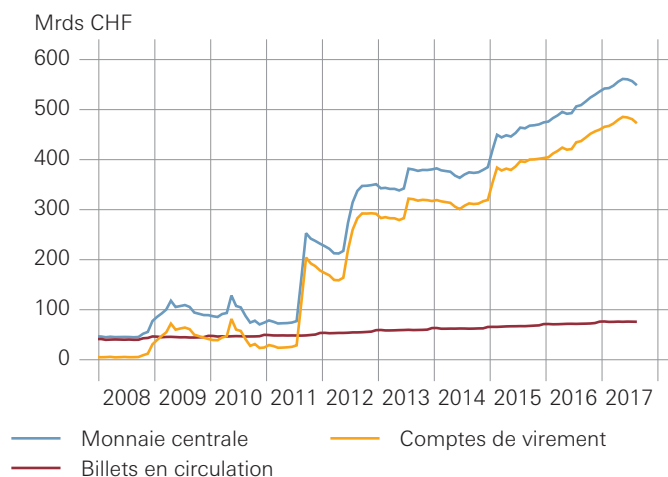
Nouvelle expansion des agrégats au sens large

Malgré la stabilisation de la monnaie centrale, les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, ont continué à croître (voir graphique 5.11). Ces agrégats au sens large peuvent actuellement augmenter indépendamment des fluctuations de la monnaie centrale, étant donné que les banques disposent d'un très grand volume de liquidités, et donc que les avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS sont nettement supérieurs aux réserves minimales prescrites.

Après avoir marqué le pas entre 2013 et 2015, la croissance de la monnaie centrale s'est de nouveau accélérée en 2016 et au début de 2017. Fin août, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 6,4% son niveau du mois correspondant de l'année précédente, tandis que M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 4,4% et 4% au cours de la même période (voir tableau 5.1).

Graphique 5.10

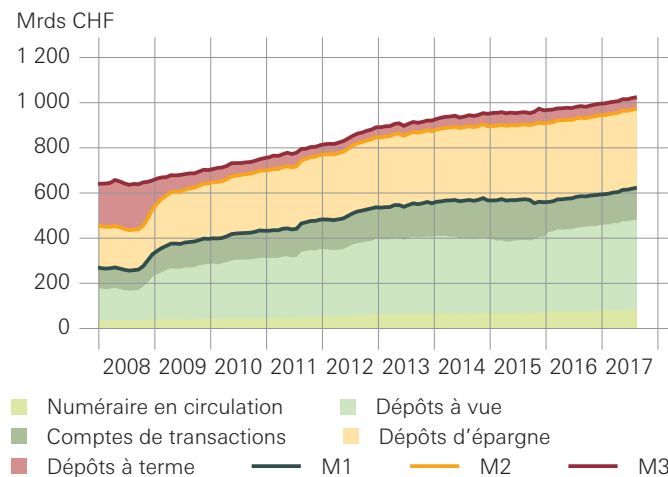
MONNAIE CENTRALE



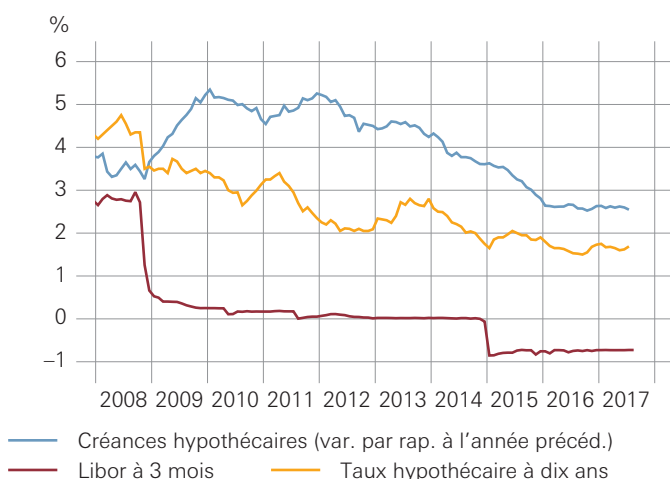
Source: BNS.

Graphique 5.11

AGRÉGATS MONÉTAIRES



Source: BNS.

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS

Sources: Bloomberg et BNS.

Croissance modérée des crédits hypothécaires...

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des résidents, ont progressé de 2,6% entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017 (voir tableau 5.1). Leur taux de croissance avait diminué de moitié entre 2012 et 2015 et s'était largement stabilisé depuis lors.

Au cours des derniers trimestres, les taux hypothécaires ont continué à fluctuer à un niveau historiquement très bas; en juillet 2017, le taux hypothécaire à dix ans s'inscrivait à 1,6% (voir graphique 5.12).

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2016		2016		2017		2017		
			T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	
M1	2,1	2,4	5,8	5,8	6,3	6,7	6,2	6,4	
M2	2,8	3,3	3,5	3,7	4,1	4,3	4,2	4,4	
M3	2,3	2,8	2,6	3,1	3,7	4,0	4,0	4,0	
Crédits bancaires, total ^{1, 3}	2,0	2,1	2,6	2,7	2,5	2,5	2,6		
Créances hypothécaires ^{1, 3}	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5		
Ménages ^{2, 3}	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6		
Entreprises du secteur privé ^{2, 3}	2,6	2,7	2,7	3,2	3,2	3,4	3,1		
Autres crédits ^{1, 3}	-1,1	-0,9	2,5	2,9	2,2	2,1	3,0		
gagés ^{1, 3}	0,0	-2,4	7,2	8,0	4,9	5,0	5,2		
non gagés ^{1, 3}	-2,0	0,2	-0,7	-0,7	0,2	-0,1	1,5		

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.

... et des autres crédits

En comparaison annuelle, les autres crédits ont augmenté de 2,2% au deuxième trimestre. Abstraction faite des fluctuations à court terme, le volume des autres crédits évolue pratiquement au même niveau qu'en 2008. Les autres crédits non gagés ont légèrement reculé, tout en subissant de fortes fluctuations, mais ce repli a été largement compensé par la hausse des autres crédits gagés (voir graphique 5.13)

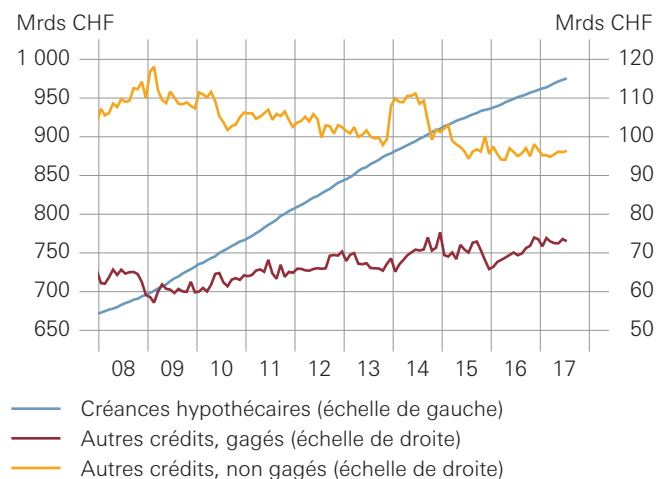
Croissance des crédits par secteurs

Tant les ménages que les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement avantageuses depuis le début de la crise financière et économique, ce qui s'est traduit par une progression constante des crédits bancaires accordés à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.14).

Fin juin 2017, les crédits aux ménages dépassaient de 2,6% le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 2,2% durant la même période. Quant aux crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins important et se distinguent par leur relative volatilité, ils ont marqué une hausse de 8,5%.

Graphique 5.13

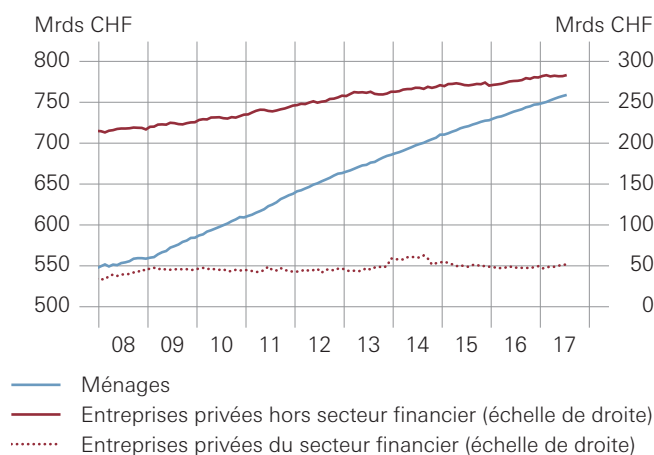
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS
avec les entreprises

Troisième trimestre 2017

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les
informations recueillies auprès de décideurs économiques de
toute la Suisse. Au total, 213 entretiens ont eu lieu avec
des représentants d'entreprises entre mi-juillet et fin août.

Régions

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

Délégués

Jean-Marc Falter
Roland Scheurer
Walter Näf
Daniel Hanimann
Fabio Bossi
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Rita Kobel

L'essentiel en bref

- La situation de l'économie suisse s'améliore de plus en plus. De même, les perspectives pour les six prochains mois restent favorables. C'est ce qu'indiquent les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprises au troisième trimestre.
- Les chiffres d'affaires en termes réels se sont de nouveau accrus par rapport au trimestre précédent, et même de façon marquée par rapport au troisième trimestre de l'année précédente.
- L'utilisation des capacités techniques de production des entreprises n'est plus très éloignée de la normale, même si certaines branches se trouvent toujours dans une situation difficile.
- La tendance continue de s'améliorer pour ce qui concerne les marges, même si celles-ci restent, dans l'ensemble, encore inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs.
- Pour les six prochains mois, les interlocuteurs escomptent une poursuite de la hausse des chiffres d'affaires réels, grâce essentiellement à l'évolution plus favorable de la conjoncture internationale.
- La propension des entreprises à investir ainsi que leurs besoins en personnel augmentent sensiblement.
- Par rapport au trimestre précédent, les entreprises estiment que l'environnement international est désormais moins incertain. Elles se montrent toutefois prudentes concernant l'évolution récente des cours de change.

SITUATION ACTUELLE

Hausse plus marquée des chiffres d'affaires

Les résultats des entretiens menés au cours du troisième trimestre avec les chefs d'entreprise indiquent que la croissance économique suisse a continué de s'accroître, la tendance étant la plus marquée dans l'industrie.

Les chiffres d'affaires réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises ont affiché une croissance robuste par rapport au trimestre précédent (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Ils sont même nettement au-dessus de leur niveau du troisième trimestre 2016. Cette évolution repose sur une large assise: elle s'observe dans les trois domaines d'activité, soit les services, l'industrie et la construction.

Les exportations ont apporté une contribution déterminante à la hausse des chiffres d'affaires. La plupart des branches exportatrices continuent d'afficher une dynamique favorable dans leur marché des affaires. Les ventes sont réjouissantes dans différents pays d'Europe. L'Asie, et particulièrement la Chine, sont également citées par les interlocuteurs comme jouant un rôle moteur dans cette évolution. Les signaux venant des États-Unis sont quelque peu hétérogènes, mais majoritairement positifs. Les activités commerciales des fournisseurs de l'industrie automobile et ferroviaire ainsi que des domaines de la santé et de l'aéronautique sont particulièrement florissantes.

Au succès des exportations s'ajoute une dynamique un peu plus forte des ventes en Suisse.

Utilisation des capacités de production quasi normale

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production avait diminué entre début 2014 et mi-2016

Graphique 1

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



Évolution des chiffres d'affaires, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution. Source: BNS.

(voir graphique 2). Il s'est ensuite stabilisé à partir du second semestre 2016. Depuis, la sous-utilisation des capacités de production ne cesse de reculer.

La moitié des entreprises décrivent l'utilisation de leurs capacités techniques comme normale. Les 50% restants se répartissent à peu près à égalité entre les entreprises indiquant une surutilisation et celles annonçant une sous-utilisation. Quelques entreprises ont augmenté le nombre de leurs équipes afin de couvrir la demande accrue.

Effectifs adéquats

Comme aux deux trimestres précédents, les effectifs sont actuellement jugés conformes aux besoins dans chacun des trois domaines d'activité. En 2016, les interlocuteurs estimaient encore être plutôt en surnombre.

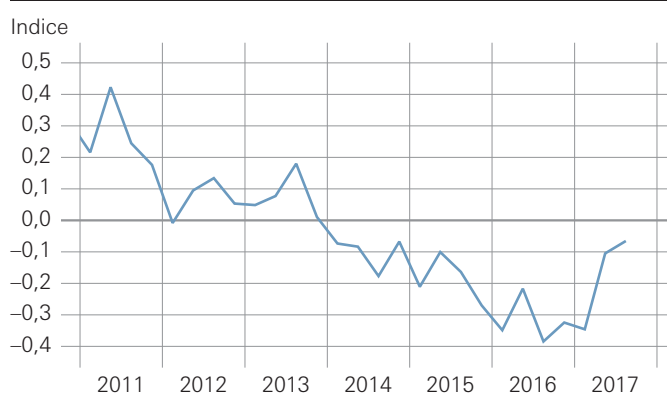
Si, au trimestre précédent, le recrutement a été considéré comme aussi difficile qu'à l'accoutumée, il a été jugé plus ardu que d'ordinaire au troisième trimestre, ce qui s'explique notamment par la raréfaction de la main-d'œuvre venue d'Allemagne. Les interlocuteurs ont également indiqué que les entreprises essaient de plus en plus de se débarrasser mutuellement leurs collaborateurs.

Pressions moins fortes sur les marges

En ce qui concerne les marges, la tendance à la normalisation qui a commencé début 2016 se poursuit. La hausse du volume des chiffres d'affaires y contribue grandement. Dans l'ensemble, les marges sur les bénéfices sont toujours inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs, mais l'appréciation globale a entre-temps rejoint le niveau qui avait précédé la suppression du cours plancher par rapport à l'euro. Néanmoins, la situation continue de varier fortement selon les domaines d'activité et les entreprises.

Graphique 2

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



Utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure par rapport au potentiel de production. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure au potentiel. Source: BNS.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, la situation s'est certes quelque peu améliorée, mais des mutations structurelles telles que le glissement vers le commerce en ligne sont toujours perceptibles. Les branches et segments qui ne proposaient pas jusqu'ici de produits en ligne se mettent également à suivre cette tendance. Le commerce de détail traditionnel continue de faire face à un environnement difficile. Différents emplacements présentent une surdensité commerciale. Quelques signes isolés indiquent toutefois un ralentissement voire un arrêt de l'érosion des prix. Le commerce de gros a tendance à présenter une légère augmentation des chiffres d'affaires réels et une amélioration de l'utilisation des capacités de production.

Dans le secteur financier, la marche des affaires est à nouveau positive. La pression sur les marges se fait certes toujours sentir, mais elle diminue grâce aux réductions de coûts réalisées. Les infrastructures (surfaces de bureaux et de vente et capacités informatiques) demeurent cependant sous-utilisées ou surdimensionnées. Les réseaux de filiales ont tendance à être réduits. En ce qui concerne les activités liées aux opérations de commissions, les établissements financiers peuvent profiter du climat boursier toujours favorable; le bas niveau des taux d'intérêt reste en revanche problématique.

Dans l'hôtellerie, la marche des affaires a été réjouissante lors du trimestre d'été. De nombreuses régions ont enregistré une hausse de leur fréquentation touristique. La demande est en partie stimulée par le fait que la Suisse est considérée comme une destination sûre. L'utilisation des infrastructures a pratiquement retrouvé son état normal, et les marges se sont sensiblement améliorées grâce aux réductions de coûts et au fait que les prix ont en partie pu être augmentés.

La branche des technologies de l'information et de la communication s'est distinguée, au cours des trimestres précédents déjà, par une marche des affaires extrêmement soutenue accompagnée d'une forte croissance des chiffres d'affaires. Elle affiche ce trimestre des chiffres d'affaires nettement supérieurs à ceux enregistrés un an auparavant.

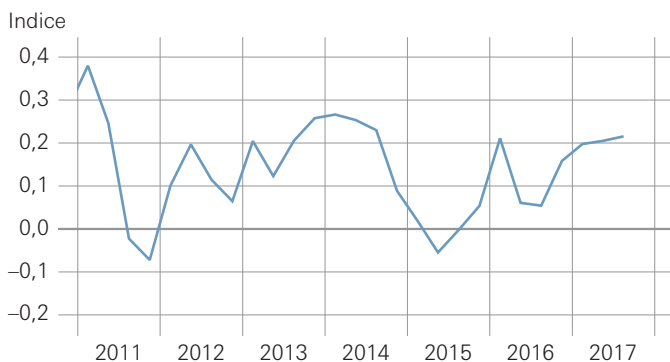
Dans l'industrie, la situation continue de s'améliorer. La plupart des branches y affichent des chiffres d'affaires supérieurs à ceux du trimestre précédent. Dans l'horlogerie également, les signaux indiquant que le creux de la vague a été dépassé se confirment; toutefois, les capacités de production sont toujours sous-utilisées, et les marges restent soumises à de vives pressions. Dans l'industrie alimentaire, les entreprises de transformation du plastique et des métaux, la construction de machines ainsi que l'approvisionnement énergétique, les marges sont également inférieures au niveau considéré comme habituel.

Dans la construction, la marche des affaires demeure positive, tant dans le secteur principal que dans le second œuvre. Dans certaines régions, il est toujours question d'une intensification de la concurrence d'éviction.

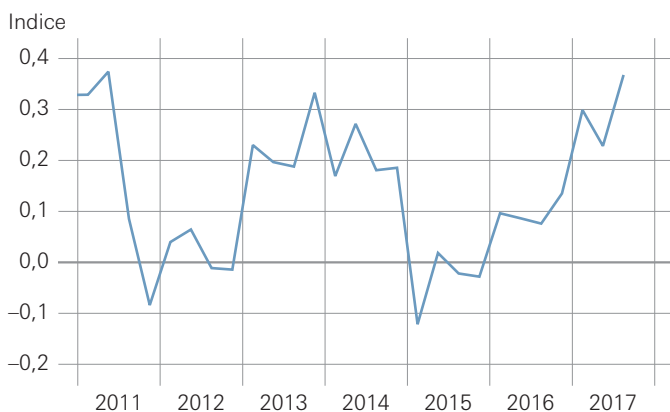
La numérisation et la cybersécurité restent des sujets évoqués dans de très nombreuses branches; rares sont les entreprises qui échappent à la nécessité de mener une réflexion ou de lancer des projets sur ce thème.

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.
Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE

Evolution attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.
Source: BNS.

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

Evolution attendue des effectifs pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.
Source: BNS.

PERSPECTIVES**Optimisme persistant**

Les interlocuteurs demeurent optimistes quant aux perspectives commerciales pour les six prochains mois. Ils s'attendent dans les trois domaines d'activité à une augmentation des chiffres d'affaires réels (voir graphique 3). Cette appréciation s'explique surtout par les perspectives conjoncturelles propices au niveau international. Les conditions de change légèrement plus favorables – notamment la revalorisation de l'euro – et les effets notables des mesures visant à accroître l'efficacité jouent toutefois aussi un rôle important à cet égard.

Cet optimisme se reflète également dans la légère hausse attendue de l'utilisation des capacités de production et de l'infrastructure au cours des six prochains mois (voir graphique 4). De plus, la propension à investir, aussi bien dans les biens d'équipements que pour les investissements en constructions, est désormais nettement plus forte que lors des trimestres précédents. Plus d'un quart des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production.

Dans les six mois qui viennent, les interlocuteurs tablent pour la première fois depuis début 2014 sur des prix d'achat et de vente tendant légèrement à la hausse, notamment en raison de l'augmentation du prix des matières premières.

Accroissement modéré des effectifs prévu

La perspective d'une hausse de l'utilisation des capacités se reflète également dans les plans d'embauche, les interlocuteurs envisageant d'accroître modérément les effectifs (voir graphique 5). Cela concernerait chacun des trois domaines d'activité, mais surtout les services. Dans l'industrie, les entreprises se montrent plus réservées.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Par rapport au trimestre précédent, les entreprises estiment que l'environnement est moins incertain. En ce qui concerne l'Europe, les interlocuteurs se sont montrés plus détendus dans leur appréciation des risques, même s'il est toujours difficile d'évaluer les conséquences du Brexit. Les risques géopolitiques et – dans une moindre mesure – les tendances protectionnistes comptent parmi les dangers potentiels majeurs évoqués. En Suisse, la densité de la réglementation est ressentie comme un poids. La cybercriminalité est ponctuellement citée comme étant une source de danger. En ce qui concerne la réforme de l'imposition des entreprises, les interlocuteurs comptent sur une solution pragmatique.

Un certain nombre d'interlocuteurs considèrent le bas niveau des taux d'intérêt comme étant problématique eu égard à la situation future des institutions de prévoyance. Par ailleurs, les répercussions sur le marché immobilier suscitent également l'inquiétude. La propension marquée des investisseurs institutionnels à y placer des fonds est perceptible. La hausse du nombre de logements vacants a également été mentionnée.

L'affaiblissement du franc face à l'euro au cours du trimestre est certes accueilli favorablement par la plupart des entreprises. Toutefois, les interlocuteurs se montrent très prudents, car cette tendance ne sera suivie d'effets que si elle perdure. Jusqu'à présent, la grande majorité des entrepreneurs affirment n'avoir encore ressenti aucun effet de l'affaiblissement du franc dans la marche de leurs affaires.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Lors des échanges, les délégués interrogent régulièrement leurs interlocuteurs sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme – mesurée par l'indice des prix à la consommation – en tant que consommateurs.

Après la forte appréciation du franc intervenue au début de l'année 2015, les anticipations à court et à moyen terme avaient nettement reculé, avant de repartir progressivement à la hausse. Cette tendance haussière s'est également poursuivie au troisième trimestre: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à présent à 0,5% en moyenne, contre 0,3% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Quant à l'inflation attendue pour le moyen terme – soit les trois à cinq prochaines années –, elle s'inscrit toujours à 1% (ligne rouge du graphique). Les anticipations d'inflation sont donc de nouveau comparables à celles de fin 2014.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

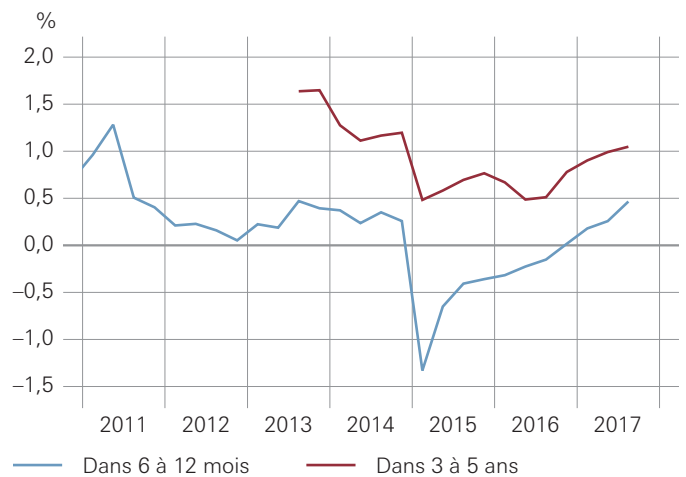
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

Chaque trimestre, quelque 240 entreprises reçoivent ainsi la visite des délégués. Elles sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du produit intérieur brut (PIB) et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, le secteur public et l'agriculture ne sont pas pris en compte. La sélection des entreprises visitées change chaque trimestre.

Lors des entretiens, les délégués de la BNS recueillent principalement des informations qualitatives. Les entretiens sont toutefois structurés de telle sorte qu'ils permettent aux délégués de répartir une partie des informations qualitatives obtenues sur une échelle quantitative. Il est dès lors possible d'agréger les données collectées et de les présenter sous forme de graphiques.

Graphique 6

INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

Les cinq niveaux de l'échelle utilisés à cet effet correspondent en substance aux appréciations suivantes: beaucoup plus élevé/beaucoup trop élevé (valeur +2); un peu plus élevé/un peu trop élevé (valeur +1); inchangé/normal (valeur 0); un peu plus bas/un peu trop bas (valeur -1); beaucoup plus bas/beaucoup trop bas (valeur -2).

Interprétation des graphiques

Les graphiques présentent sous forme de courbes des informations qualitatives recueillies auprès des entreprises. Les valeurs indiquées correspondent à une moyenne des résultats de l'ensemble des entreprises visitées. Lors de l'interprétation des résultats, l'attention doit avant tout porter sur l'évolution de la courbe; les niveaux et leur variation exacte sont secondaires.

Informations complémentaires

Des données plus détaillées sur les *Signaux conjoncturels* se trouvent sur le site Internet www.snb.ch, rubrique La BNS\Relations avec l'économie régionale.

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 14 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 se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. 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 2017

Lors de l'examen du 15 juin 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.

Mars 2017

Lors de l'examen du 16 mars 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.

Décembre 2016

Le 19 décembre, la BNS annonce qu'elle relève le montant de l'attribution à la provision pour réserves monétaires. A l'avenir, le double du taux de croissance moyen du PIB nominal des cinq dernières années continuera à servir de base pour le calcul du montant attribué. Mais désormais, ce dernier devra s'élever au moins à 8% de la provision pour réserves monétaires. Cette règle garantit une alimentation suffisante de la provision et un renforcement du bilan, même dans des périodes de faible croissance du PIB nominal. La croissance du PIB nominal s'étant inscrite, en moyenne, à seulement $1,9\%$ au cours des cinq dernières années, le taux minimal de 8% doit être pris en compte pour l'exercice 2016.

Décembre 2016

Lors de l'examen du 15 décembre 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.

Novembre 2016

Le 10 novembre, le Département fédéral des finances (DFF) et la BNS annoncent qu'ils ont signé une nouvelle convention concernant la distribution du bénéfice de la BNS au titre des exercices 2016 à 2020. A condition que sa réserve pour distributions futures soit positive, la BNS continuera de verser à la Confédération et aux cantons le montant annuel de 1 milliard de francs. Les distributions n'ayant pas eu lieu seront désormais compensées les années suivantes, pour autant que la réserve pour distributions futures le permette.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön Group 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 11 50
Fax: +41 (0)58 631 50 48
E-mail: library@snb.ch

La version imprimée du bulletin trimestriel paraît en langues française (ISSN 1423-3797), allemande (ISSN 1423-3789) et italienne (ISSN 2504-3544).



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français: www.snb.ch, Publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand: www.snb.ch, Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais: www.snb.ch, Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
italien: www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

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.

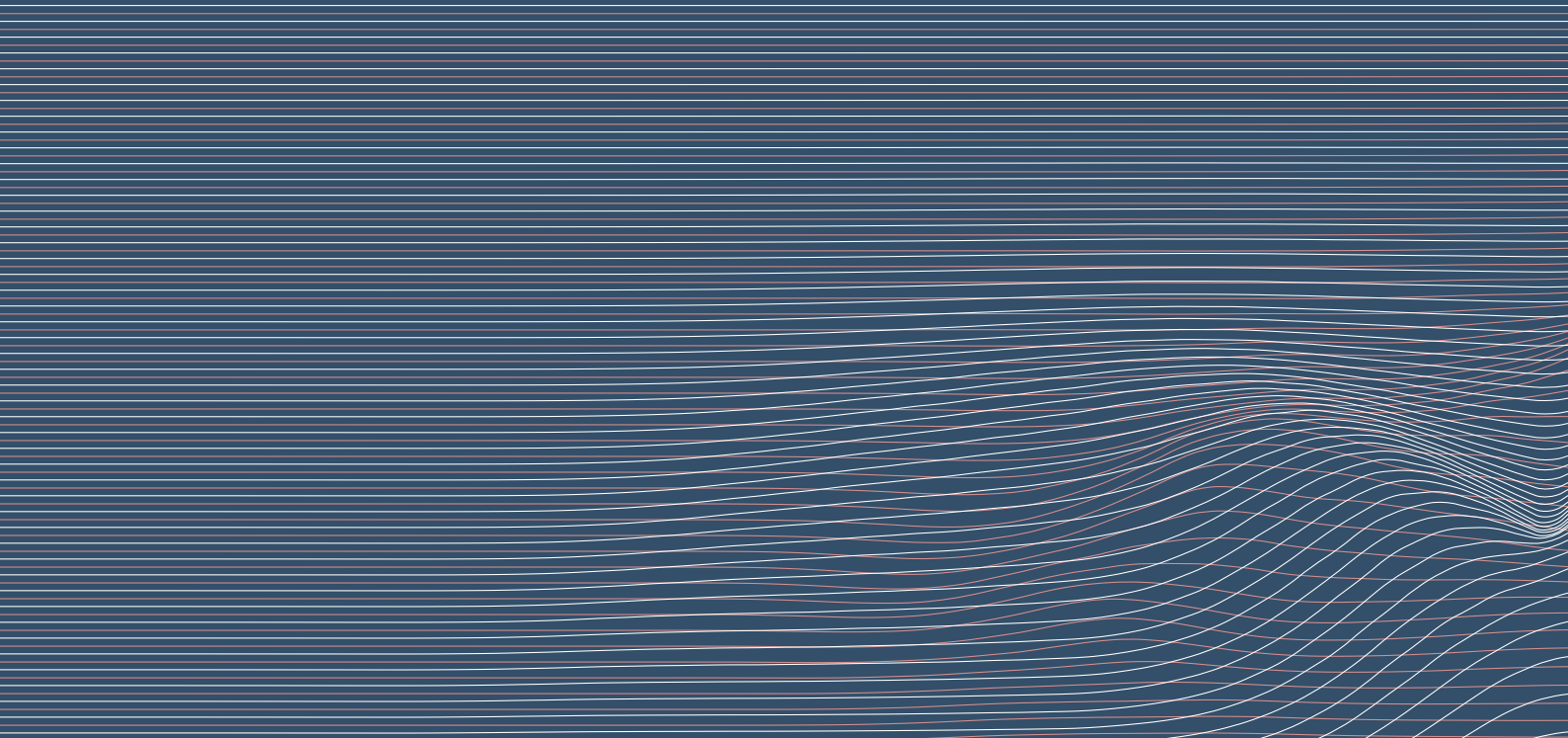
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2017



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

