

Bulletin trimestriel
1/2018 Mars

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



Bulletin trimestriel 1/2018 Mars

36^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 15 mars 2018	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	19
5 Evolution monétaire	22
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 mars 2018 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 15 mars 2018) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 15 mars 2018. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 15 mars 2018

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cap expansionniste de sa politique monétaire. 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 reste fixé à $-0,75\%$. La BNS laisse également inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, qui demeure comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Elle continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis l'examen de décembre, le franc s'est légèrement apprécié dans l'ensemble, du fait de l'affaiblissement du dollar des Etats-Unis. Il se situe toujours à un niveau élevé. La situation demeure fragile sur le marché des changes, et les conditions monétaires sont susceptibles d'évoluer rapidement. C'est pourquoi le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes restent nécessaires. Ils permettent de maintenir à bas niveau l'attrait des placements en francs et de réduire les pressions sur la monnaie suisse.

Par rapport à décembre, la prévision d'inflation conditionnelle s'est quelque peu déplacée vers le bas en raison du léger raffermissement du franc (voir graphique 1.1). Pour l'année en cours, elle est un peu plus faible et s'établit à $0,6\%$, contre $0,7\%$ au trimestre précédent. Pour 2019, la BNS table désormais sur un taux d'inflation de $0,9\%$, contre $1,1\%$ dans la prévision du dernier trimestre. Pour 2020, elle s'attend à une inflation de $1,9\%$. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

La conjoncture internationale est actuellement favorable. L'économie mondiale a connu, également au quatrième trimestre 2017, une croissance vigoureuse qui repose sur une large assise. Le commerce international est demeuré dynamique, et l'emploi a continué de progresser dans les pays industrialisés, ce qui soutient en outre la demande intérieure.

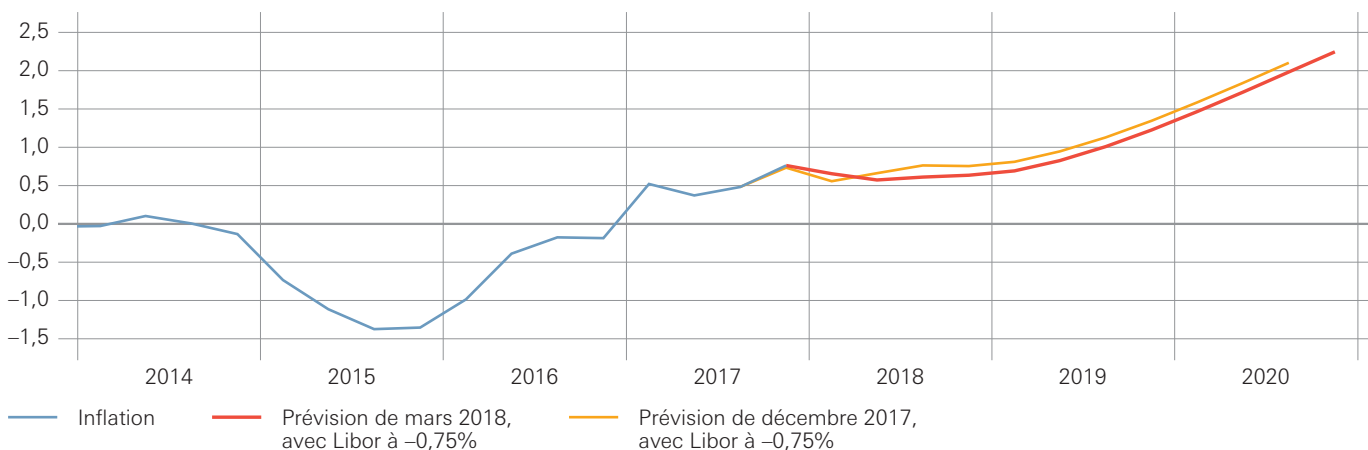
La BNS estime que la croissance de l'économie mondiale sera également supérieure à son potentiel durant les prochains trimestres. Dans ce contexte économique solide, la Réserve fédérale des Etats-Unis prévoit de poursuivre progressivement la normalisation de sa politique monétaire. Par contre, il faut s'attendre à ce que les politiques monétaires demeurent très expansionnistes dans la zone euro et au Japon.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de $2,4\%$ au quatrième trimestre 2017, en termes annualisés. Cette croissance a de nouveau été portée principalement par l'industrie manufacturière, mais la plupart des autres branches y ont également contribué. Compte tenu de cette évolution, l'utilisation des capacités de production s'est encore améliorée dans l'ensemble de l'économie, et le taux de chômage a de nouveau légèrement reculé jusqu'en

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2018

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



Sources: BNS et OFS.

février. Pour l'année en cours, la BNS prévoit que la croissance du PIB s'inscrira à environ 2% et que le repli progressif du chômage se poursuivra.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Alors que la croissance des prêts hypothécaires est restée relativement faible en 2017, les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage se sont de nouveau accrus plus fortement. De même, dans le segment des objets résidentiels de rendement, les prix ont encore augmenté, mais à un rythme légèrement plus lent. Du fait de leur hausse marquée ces dernières années, les prix risquent de subir

une correction à moyen terme, en particulier dans ce segment. La BNS continue d'observer attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier, et examine régulièrement s'il est nécessaire d'adapter le niveau du volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, MARS 2018

	2014				2015				2016				2017				2015	2016	2017
	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	0,5	0,8	-1,1	-0,4	0,5

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2018

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au quatrième trimestre, l'économie mondiale a connu une croissance vigoureuse qui repose sur une large assise. Le commerce international est lui aussi demeuré dynamique (voir graphique 2.1). L'emploi a continué de progresser dans les pays industrialisés, contribuant ainsi au bon climat de consommation des ménages.

Aux Etats-Unis, l'utilisation des capacités de production affiche désormais un niveau appréciable et le renchérissement s'est rapproché de l'objectif fixé par la Réserve fédérale. Dans ce contexte, celle-ci prévoit de poursuivre progressivement la normalisation de sa politique monétaire. La Banque centrale européenne (BCE) entend en revanche prolonger ses achats de titres au moins jusqu'en septembre 2018 et laisser ses taux directeurs inchangés au-delà de cette échéance. Il est probable que le Japon maintienne lui aussi sa politique monétaire très expansionniste.

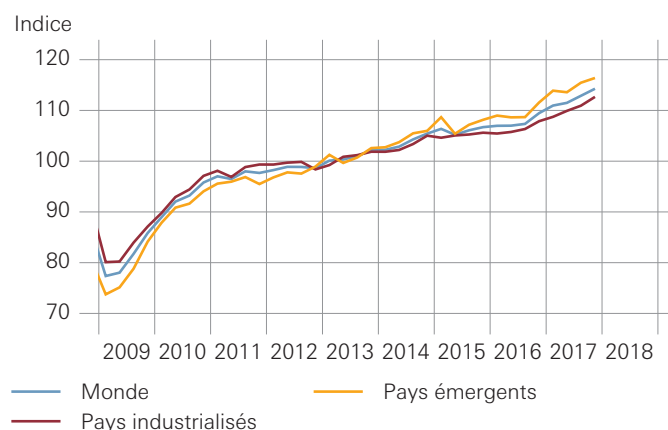
Les indicateurs conjoncturels sont favorables pour les mois à venir. La BNS estime que la croissance de l'économie mondiale restera supérieure à son potentiel durant les prochains trimestres. Elle a légèrement revu à la hausse ses prévisions pour la plupart des pays.

Des risques pèsent sur ce scénario de base encourageant pour l'économie mondiale. Compte tenu du bon climat observé auprès des ménages et des entreprises, la croissance pourrait, à court terme, se révéler plus forte

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

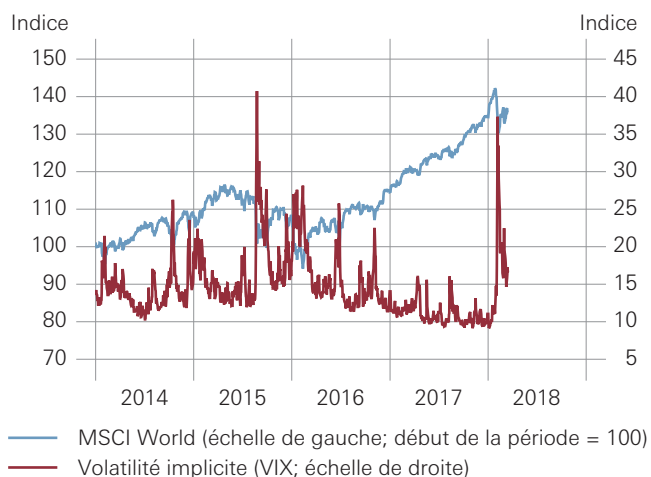
SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2014	2015	2016	2017	Scénario	
					2018	2019
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,6	3,5	3,3	3,9	4,0	3,8
Etats-Unis	2,6	2,9	1,5	2,3	2,7	2,3
Zone euro	1,4	2,0	1,8	2,5	2,3	1,5
Japon	0,3	1,4	0,9	1,7	1,2	0,7
Prix du baril de pétrole en USD	99,0	52,5	43,8	54,3	69,0	69,0

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

Sources: BNS 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

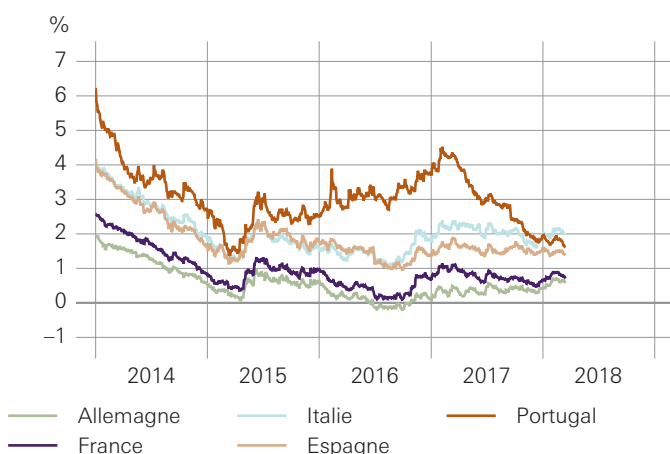


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

que ne le présume le scénario de base. A moyen terme cependant, les risques pour l'économie mondiale, qui concernent l'évolution politique dans certains pays aussi bien que d'éventuelles tensions sur le plan international et des revendications protectionnistes, restent plutôt orientés à la baisse. Par ailleurs, les pays industrialisés sont confrontés à des défis liés au durcissement progressif des politiques monétaires. En particulier, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux et les primes de risque pourraient de nouveau croître brusquement, comme ils l'ont fait début février.

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 69 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 8 dollars de plus que dans le scénario de base du mois de décembre (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,23 dollar pour 1 euro, contre 1,17 dollar en décembre. 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

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre 2017, les marchés financiers internationaux ont évolué de manière volatile. Les anticipations du marché concernant un durcissement des politiques monétaires plus rapide qu'escompté jusqu'à présent, en particulier aux Etats-Unis, ont entraîné une correction des cours sur les marchés des actions. Après avoir atteint une valeur record fin janvier, l'indice mondial MSCI a reculé d'environ 8% en quelques jours. A mi-mars, il se situait pratiquement au même niveau qu'à mi-décembre. Alors qu'elle était tombée à des niveaux historiquement bas, la volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a enregistré un pic momentané (voir graphique 2.2).

Les anticipations relatives à une normalisation plus rapide des politiques monétaires ont également influé sur l'évolution des marchés des obligations. Les rendements des obligations d'Etat à long terme ont augmenté de manière significative dans presque tous les grands pays industrialisés, la hausse la plus forte ayant été enregistrée aux Etats-Unis. Au Japon, les rendements des obligations d'Etat à dix ans sont en revanche demeurés proches de la valeur cible de 0% fixée par la banque centrale (voir graphiques 2.3 et 2.4).

A la suite de la correction sur les marchés des actions, le dollar des Etats-Unis a dans un premier temps perdu de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur avant de se redresser partiellement jusqu'à mi-mars. Il a temporairement atteint son plus bas niveau face à l'euro depuis fin 2014. En valeur pondérée par le commerce extérieur, l'euro, la livre sterling et le yen ont eu tendance à se renforcer légèrement (voir graphique 2.5).

La perception accrue des risques sur les marchés financiers a aussi pesé provisoirement sur les prix des matières premières. Tirés par ceux des métaux industriels, qui sont sensibles à la conjoncture, les prix des matières premières ont cependant poursuivi dans l'ensemble leur progression amorcée à mi-2017. En janvier, le prix du baril de pétrole a tout d'abord continué de croître pour s'établir à près de 70 dollars des Etats-Unis, soit son plus haut niveau des trois dernières années. Le baril a ensuite à nouveau perdu de sa valeur en raison de la nette augmentation de la production aux Etats-Unis et affichait un prix de 65 dollars à mi-mars (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

La progression du PIB américain est demeurée robuste au dernier trimestre 2017, atteignant 2,5% (voir graphique 2.7). Elle reflète notamment l'activité en rapport avec la reconstruction consécutive aux cyclones du trimestre précédent. En moyenne annuelle, elle s'est établie à 2,3%, contre 1,5% l'année précédente. Cette hausse de la croissance tenait principalement au développement dynamique des investissements en biens d'équipement et des exportations. L'emploi a continué de progresser ces derniers mois, et le chômage s'est inscrit à 4,1% en février, soit en deçà du taux de chômage naturel estimé à 4,7% par le Congressional Budget Office (CBO, Bureau du budget du Congrès américain; voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis se sont de nouveau légèrement améliorées depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre. Les conditions d'une solide activité intérieure restent réunies. Comme il l'avait annoncé, le gouvernement américain a décidé en décembre de procéder à de vastes allègements fiscaux pour les ménages et les entreprises, ce qui devrait stimuler les investissements de ces dernières et la consommation privée dans les années à venir. De plus, le Congrès s'est prononcé en février en faveur d'une augmentation sensible des dépenses publiques en 2018 et en 2019. Compte tenu du renforcement du dynamisme de l'économie nationale et des stimulations inhérentes à la politique budgétaire, la BNS a légèrement revu à la hausse ses prévisions concernant le PIB américain, les portant à 2,7% pour 2018 et à 2,3% pour 2019 (voir tableau 2.1).

Aux Etats-Unis, le renchérissement se rapproche peu à peu de l'objectif de la Réserve fédérale. La hausse des prix à la consommation s'est inscrite à 2,2% en février, soit au même niveau qu'en novembre (voir graphique 2.11).

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

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

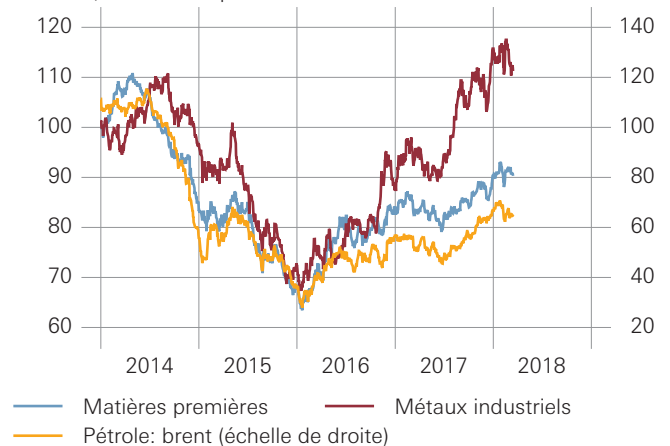


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100 USD/baril

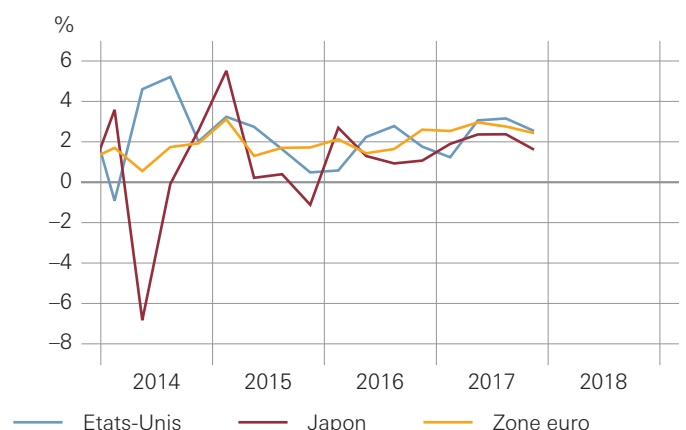


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

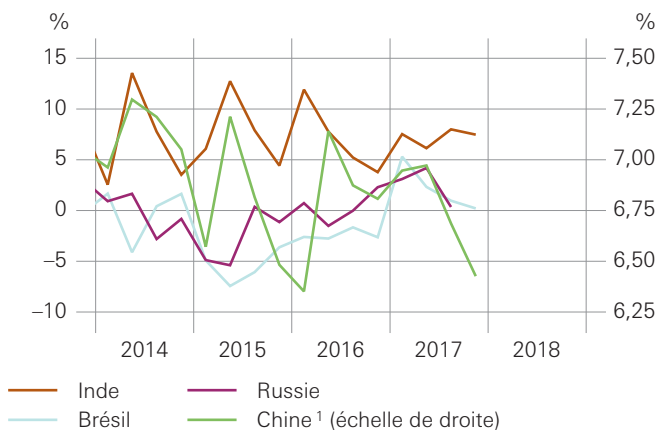


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

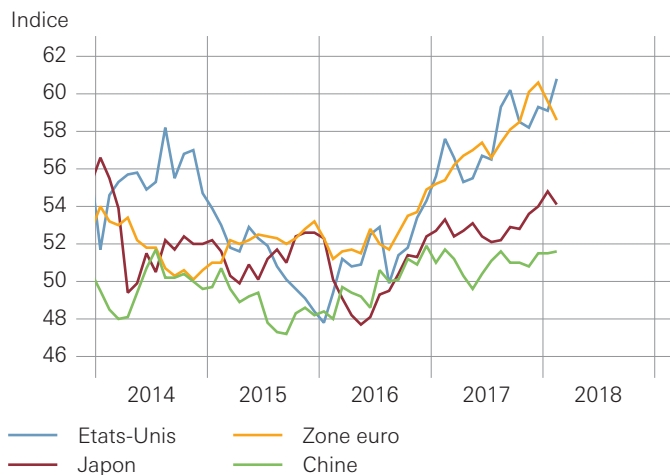
Variation par rapport à la période précédente



1 Estimation BNS.

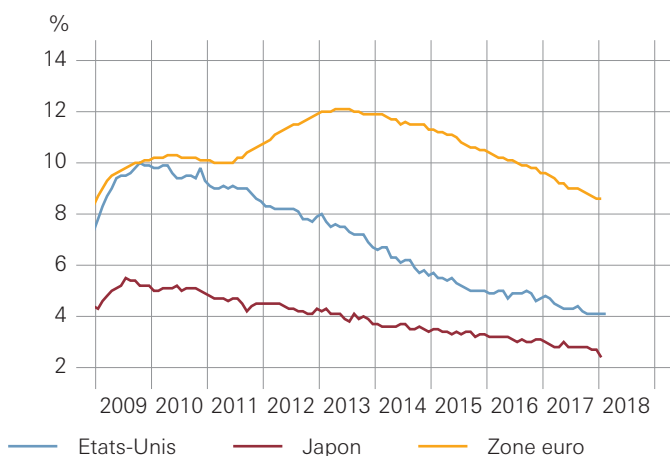
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

L'inflation sous-jacente a un peu progressé pour s'établir à 1,8% (voir graphique 2.12). Dans ce contexte, la Réserve fédérale continue de prévoir une normalisation progressive de sa politique monétaire. Sur le marché, les anticipations relatives à un nouveau relèvement des taux d'intérêt en mars se sont renforcées au cours des derniers mois.

ZONE EURO

La conjoncture a évolué favorablement dans la zone euro. Stimulé par une forte hausse des exportations et des investissements, le PIB a augmenté de 2,4% au quatrième trimestre, contre 2,8% au trimestre précédent. Sa croissance a continué de bénéficier d'une large assise dans tous les Etats membres. Elle s'est établie à 2,5% sur l'ensemble de l'année 2017, ce qui correspond à son plus haut niveau de la dernière décennie.

La production industrielle a continué d'afficher une tendance à la hausse ces derniers mois, et les signaux envoyés par l'industrie sont demeurés positifs d'après l'indice des directeurs d'achat (*purchasing managers' index*, PMI) de février (voir graphique 2.9). L'emploi a encore progressé, contribuant ainsi au très bon moral des ménages. Soutenue par des conditions de financement avantageuses, la demande intérieure devrait conserver son dynamisme. Les perspectives conjoncturelles encourageantes continuent cependant de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent des incertitudes politiques telles que les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni ou la formation d'un gouvernement en Italie. Dans l'ensemble, la BNS a légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro et table désormais sur une progression du PIB de 2,3% en 2018 et de 1,5% en 2019.

Ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation a eu tendance à fléchir quelque peu dans la zone euro et s'est établie à 1,2% en février (voir graphique 2.11). Quant à l'inflation sous-jacente, elle a continué d'osciller autour de 1% (voir graphique 2.12). Selon plusieurs enquêtes menées auprès des consommateurs, les anticipations d'inflation à court terme ont progressé au cours des derniers mois. Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers ont elles aussi encore augmenté, tout en demeurant en deçà de l'objectif d'inflation d'un peu moins de 2% fixé par la BCE. Malgré le redressement du marché du travail, la croissance des salaires est restée modérée dans la zone euro.

La BCE n'a pas modifié ses taux directeurs. Comme elle l'avait annoncé en octobre, elle a réduit de moitié ses achats mensuels de titres pour les porter à 30 milliards d'euros en janvier. La BCE envisage de les poursuivre au moins jusqu'à fin septembre 2018 et considère que les taux directeurs resteront inchangés bien au-delà de cette date.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 1,7% en 2017, ce qui correspond à sa plus forte croissance depuis 2013. L'essor de la demande extérieure et les conditions de financement avantageuses ont contribué à la solide évolution des investissements des entreprises. Le train de mesures conjoncturelles décidé à l'été 2016 a également stimulé l'économie. La croissance a toutefois fortement fluctué d'un trimestre à l'autre. Celle du PIB s'est établie à 1,6% au quatrième trimestre (voir graphique 2.7). Les capacités de production sont bien utilisées, et le taux de chômage s'est inscrit à 2,4% en janvier, soit à un niveau sensiblement inférieur au taux de chômage naturel estimé (3,6%).

La conjoncture solide dans l'industrie au niveau mondial ainsi que les investissements dans les infrastructures et le tourisme en prévision des Jeux olympiques de Tokyo en 2020 devraient permettre à l'économie japonaise de conserver sa vigueur au cours des trimestres à venir. Par ailleurs, de nouvelles incitations fiscales devraient pousser les entreprises à augmenter notablement les salaires, ce qui devrait soutenir la consommation privée. En revanche, les impulsions fournies jusqu'ici par la politique budgétaire devraient progressivement s'estomper. La BNS table sur une hausse du PIB de 1,2% en 2018 et de 0,7% en 2019, c'est-à-dire sur une croissance légèrement supérieure à son potentiel (voir tableau 2.1).

La dynamique inflationniste se renforce peu à peu. L'indice des prix à la consommation, hors prix des denrées alimentaires et de l'énergie, a augmenté ces derniers mois et dépassait légèrement en janvier son niveau d'il y a un an (voir graphique 2.12). La moyenne tronquée calculée par la Banque du Japon, qui exclut les produits dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse, a crû de 0,8%. Les prix des denrées alimentaires ont eux aussi sensiblement progressé. Le renchérissement total s'est ainsi accru en janvier pour s'établir à 1,4% (voir graphique 2.11). L'inflation devrait poursuivre sa hausse dans les prochains mois en raison de l'utilisation croissante des capacités de production dans toute l'économie et du prix du pétrole plus élevé. Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont cependant été relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Dans ce contexte, cette dernière a maintenu sa politique monétaire expansionniste.

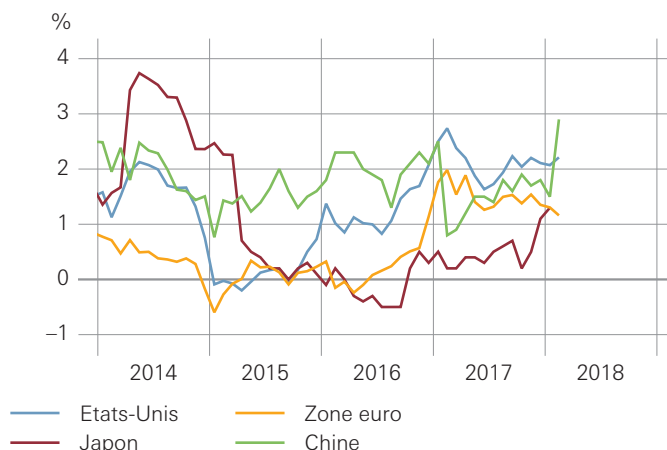
CHINE

En Chine, le PIB a progressé moins fortement au quatrième trimestre que durant la période précédente. En moyenne annuelle, la croissance s'est établie à 6,9%, soit à un niveau similaire à celui de l'année précédente (voir graphique 2.8). La consommation en a été l'un des moteurs en 2017. De plus, le commerce extérieur a apporté une contribution positive à la hausse du PIB, pour la

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

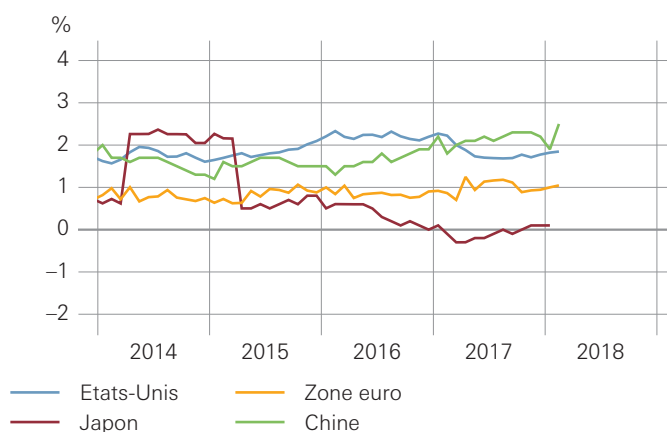


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

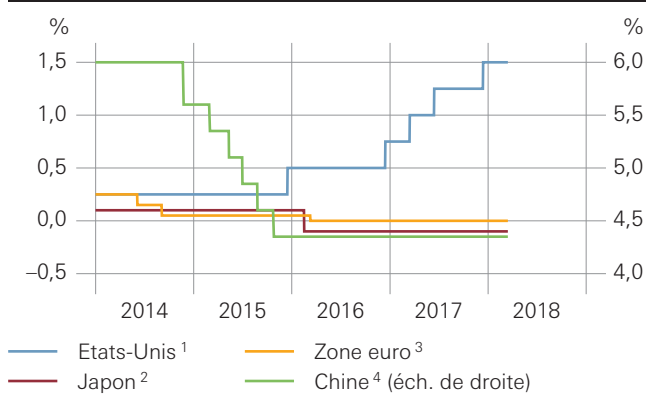
Variation par rapport à l'année précédente



¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

1 Taux des fonds fédéraux (limite supérieure de la marge de fluctuation).

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

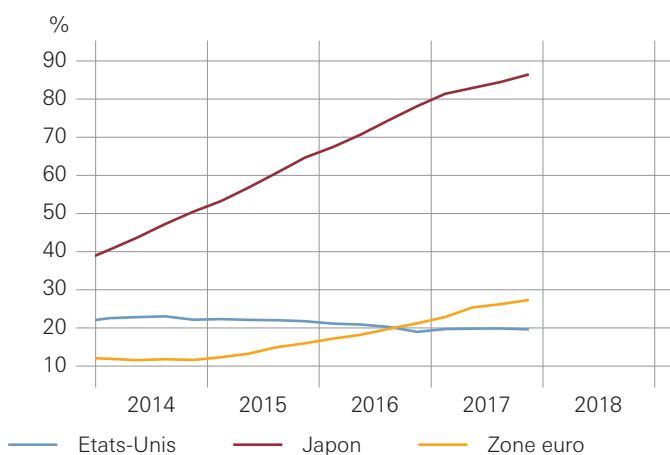
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

première fois depuis 2014. Les investissements ont en revanche perdu de leur vigueur.

Les perspectives conjoncturelles de la Chine demeurent pour l'essentiel inchangées par rapport à l'estimation de décembre. Le PMI reflète une croissance durablement robuste tant dans l'industrie que dans le secteur tertiaire. Les exportations devraient également continuer de bénéficier de la conjoncture internationale favorable. Compte tenu du resserrement graduel de la réglementation des marchés financiers depuis fin 2016 et de la hausse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux courant 2017, la progression du crédit a cependant encore ralenti. Cette évolution devrait principalement peser sur l'activité dans l'immobilier et dans la construction. La BNS table sur une croissance du PIB de 6,5% en 2018. Le gouvernement chinois entend doubler le PIB d'ici à 2020 par rapport à 2010, ce qui implique un objectif de croissance moyen de 6,3% par an sur les trois prochaines années.

La dynamique inflationniste sous-jacente n'a guère changé. Compte tenu d'un effet de calendrier en relation avec le Nouvel An chinois, le renchérissement annuel et l'inflation sous-jacente ont par contre augmenté en février, passant à respectivement 2,9% et 2,5% (voir graphiques 2.11 et 2.12). La banque centrale de Chine n'a pas modifié son taux directeur depuis qu'elle l'a abaissé fin 2015. De plus, elle accorde depuis janvier une réduction du taux des réserves minimales allant jusqu'à 150 points de base aux banques commerciales qui privilégient les petites entreprises ou les exploitations agricoles dans l'octroi de crédits. Cette mesure vise à soutenir de manière ciblée les entreprises qui avaient jusqu'à présent un accès insuffisant au crédit.

BRÉSIL, INDE ET RUSSIE

En Inde, le PIB a fortement progressé au quatrième trimestre (+7,5%). Les effets modérateurs de la réforme de la taxe sur la valeur ajoutée mise en œuvre en juillet 2017 semblent avoir été surmontés. En Russie et au Brésil, les signaux d'une sortie de la grave récession ont continué de s'affermir, bien que le Brésil ait affiché au quatrième trimestre une croissance plus faible que prévu (voir graphique 2.8).

L'évolution positive devrait se poursuivre en 2018. En Inde, la politique économique plus expansionniste stimulera la conjoncture. Elle permettra en particulier de recapitaliser des établissements de crédit proches de l'Etat, qui sont affaiblis, et de développer les infrastructures. En Russie, la consommation privée devrait bénéficier du chômage faible et de la hausse du revenu réel. En outre, le renchérissement du pétrole devrait encourager les investissements dans le secteur de l'énergie. Au Brésil, l'assouplissement de la politique monétaire au cours des derniers trimestres stimule l'économie.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, le redressement de l'économie s'est poursuivi, conformément aux attentes. Au quatrième trimestre, le PIB a de nouveau enregistré une hausse nettement supérieure à son potentiel estimé. La croissance a été principalement portée par l'industrie manufacturière, qui a profité de la conjoncture étrangère favorable.

Compte tenu de cette évolution marquée, l'utilisation des capacités de production s'est encore améliorée dans l'ensemble de l'économie, et le taux de chômage a de nouveau légèrement reculé jusqu'en février.

Les indicateurs avancés laissent présager une poursuite de la reprise conjoncturelle. Pour l'année en cours, la BNS prévoit que la croissance du PIB s'inscrira à environ 2% et que le repli progressif du chômage se poursuivra.

PRODUCTION ET DEMANDE

La BNS se fonde sur un large éventail d'informations pour évaluer la situation économique. Celles-ci indiquent que la dynamique conjoncturelle positive s'est poursuivie au quatrième trimestre.

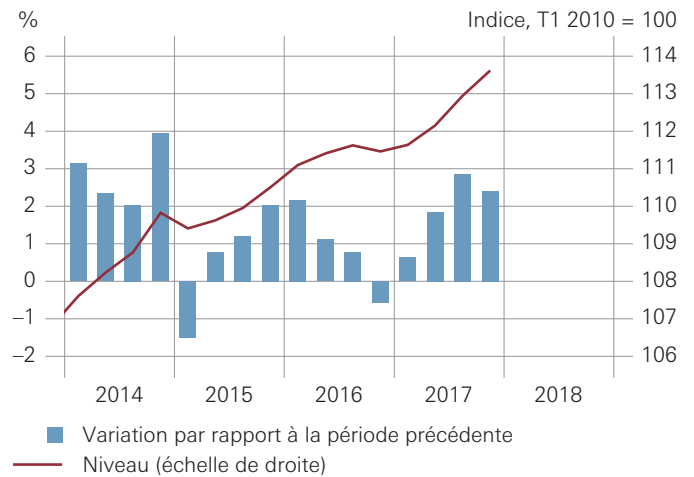
Croissance robuste du PIB au 4^e trimestre 2017

Selon les estimations provisoires du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), la croissance du PIB est restée robuste au quatrième trimestre, s'établissant à 2,4% (voir graphique 3.1).

Les premiers chiffres annuels provisoires pour 2017 sont désormais connus: le PIB a progressé de 1% en moyenne annuelle, soit un peu moins que l'année précédente (1,4%). Cette évolution s'explique par le repli enregistré au second semestre 2016 et au premier trimestre 2017.

Graphique 3.1

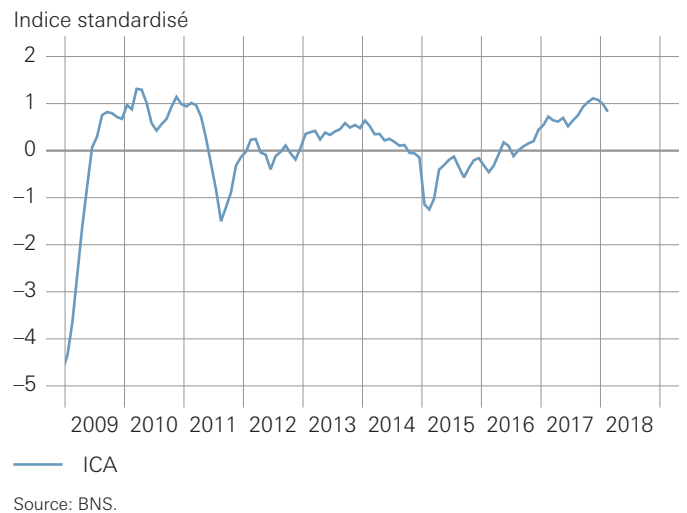
PIB RÉEL



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

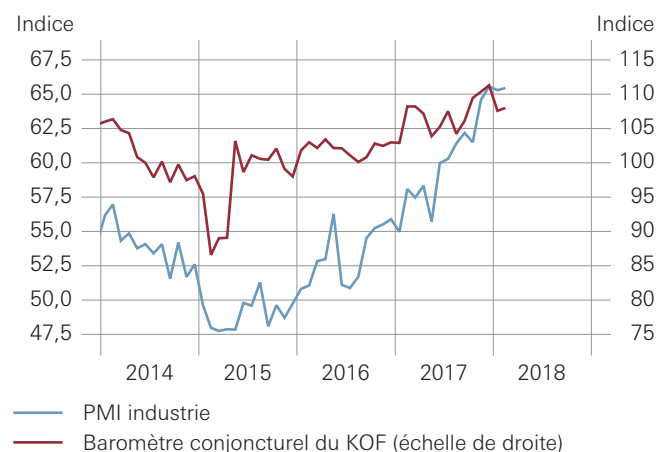
Graphique 3.2

INDICE BNS DU CYCLE DES AFFAIRES



Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

Du côté de la production, la croissance durant l'année 2017 a surtout été portée par l'industrie manufacturière, dans laquelle la création de valeur s'est accrue de 4%, soit la plus forte hausse depuis 2011. L'hôtellerie et la restauration ont également affiché une progression supérieure à la moyenne, de même que les services financiers. Dans les autres branches des services, l'évolution a été modérée dans l'ensemble.

Du côté de la demande, la croissance a reposé sur une large assise en 2017. Grâce à la bonne conjoncture étrangère, les exportations de biens, notamment, ont enregistré une forte augmentation. A la faveur de l'amélioration de l'utilisation des capacités de production, les investissements en biens d'équipement ont eux aussi continué de croître.

Indicateurs conjoncturels positifs

Outre le PIB, d'autres indicateurs conjoncturels affichent une évolution positive. L'indice du cycle des affaires (ICA) établi par la BNS, qui offre une vue globale de la dynamique conjoncturelle (voir graphique 3.2 et encadré en page 15), a atteint au quatrième trimestre 2017 son plus haut niveau depuis 2010. Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et le PMI ont également affiché des valeurs très élevées au cours des derniers mois (voir graphique 3.3).

Les résultats des entretiens menés avec les entreprises par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale depuis le début de l'année confirment cette image positive de la conjoncture (voir la partie *Signaux conjoncturels* à la page 28). Les derniers entretiens indiquent que la dynamique économique favorable s'est poursuivie au premier trimestre 2018.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2014	2015	2016	2017	2016				2017			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	1,3	1,8	1,5	1,2	2,0	0,9	1,2	3,3	0,1	0,6	1,5	0,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,2	1,2	1,6	0,9	2,9	1,8	1,0	1,7	-0,1	0,5	1,6	2,1
Investissements	3,0	2,2	3,1	3,0	6,5	1,3	3,9	0,4	6,0	3,4	3,6	-1,4
Construction	3,2	1,6	0,9	1,9	1,7	-2,2	5,5	-1,6	2,3	4,1	1,0	4,5
Biens d'équipement	2,9	2,6	4,5	3,8	9,7	3,5	3,0	1,6	8,4	2,9	5,3	-4,9
Demande intérieure finale	1,9	1,8	1,9	1,6	3,3	1,1	1,9	2,3	1,7	1,3	2,1	0,4
Variation des stocks ¹	-0,5	-0,3	-1,9	-0,9	-7,9	-4,3	5,6	-6,2	-5,0	7,3	-7,9	7,9
Exportations totales ²	5,2	2,3	6,8	2,7	16,0	6,9	-10,0	14,1	1,2	-0,7	14,1	-7,3
Biens ²	5,8	2,6	6,2	4,4	30,0	3,1	-14,6	-3,8	22,9	1,5	18,0	-5,6
Biens sans commerce de transit ²	4,0	0,7	6,6	5,1	7,8	4,4	4,7	-7,5	15,4	7,1	5,8	6,0
Services	4,0	1,7	7,9	-0,5	-7,1	15,0	-0,4	54,5	-28,5	-4,7	6,9	-10,3
Importations totales ²	3,3	3,2	4,7	2,2	2,8	-2,1	3,0	9,1	-8,2	15,1	-3,2	4,2
Biens ²	1,7	0,0	4,4	3,6	4,1	0,7	1,6	-3,0	-2,0	22,3	-3,6	18,7
Services	6,8	9,6	5,4	-0,2	0,4	-7,1	5,7	34,7	-18,2	3,0	-2,7	-19,0
Commerce extérieur ³	1,3	-0,1	1,6	0,5	7,1	4,5	-6,5	3,5	4,1	-6,6	8,9	-5,8
PIB	2,4	1,2	1,4	1,0	2,2	1,1	0,8	-0,6	0,6	1,9	2,9	2,4

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.

L'indice BNS du cycle des affaires

Le produit intérieur brut (PIB) publié chaque trimestre constitue l'indicateur le plus important pour apprécier l'évolution conjoncturelle de l'économie. Cependant, il intègre des composantes qui ne dépendent pas directement de l'évolution de la conjoncture. C'est le cas par exemple des dépenses du secteur public ou de la création de valeur dans le secteur de la santé. En outre, il est influencé par des effets spéciaux momentanés – tels que des phénomènes météorologiques exceptionnels – qui ne sont pas non plus liés à la conjoncture.

Afin de porter un jugement d'ensemble sur la situation, la BNS tient compte d'autres mesures de l'évolution conjoncturelle, en plus du PIB. Pour estimer ces mesures, elle recourt généralement à des modèles factoriels, c'est-à-dire à des méthodes économétriques mesurant la convergence d'une multitude d'indicateurs.

L'indice BNS du cycle des affaires (ICA) présenté ici est établi selon cette approche. Il se base sur un modèle factoriel dynamique et part donc du principe que tous les indicateurs de l'économie évoluent selon une dynamique sous-jacente, qui peut être représentée par quelques facteurs.

L'ICA repose sur quelque 650 indicateurs tirés de statistiques officielles, d'enquêtes réalisées auprès des entreprises et des ménages, de variables du marché financier et de chiffres relatifs à l'étranger. Certains indicateurs sont mensuels, tandis que d'autres ne sont disponibles que sur une base trimestrielle. Le modèle doit donc être conçu de façon à pouvoir tenir compte de ces différentes fréquences d'observation. L'indice conjoncturel qui en résulte reproduit en général correctement le cycle de croissance du PIB, mais peut s'en écarter d'un trimestre à l'autre (voir graphique).

Pour une description plus détaillée de la méthode utilisée, voir Alain Galli (2017), «Which indicators matter? Analyzing the Swiss business cycle using a large-scale mixed-frequency dynamic factor model», SNB Working Paper 8/2017.

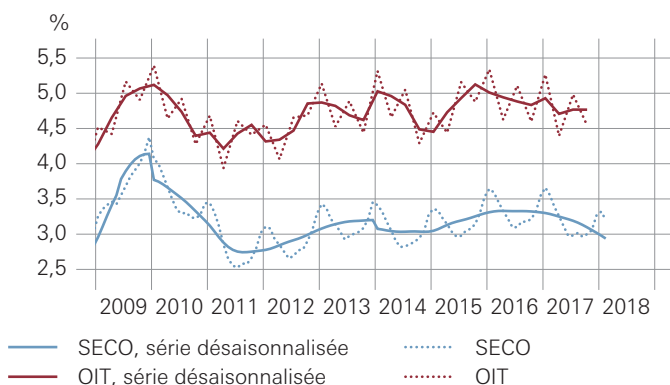
INDICE BNS DU CYCLE DES AFFAIRES



1 Normalisé en fonction de l'évolution du PIB depuis 2002.
Source: BNS.

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



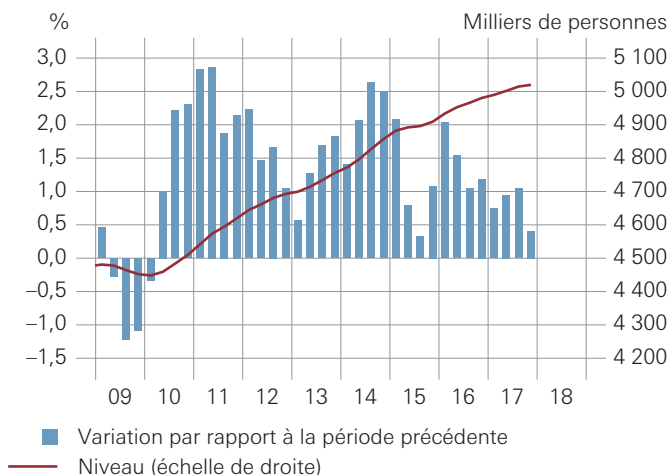
SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.

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

Graphique 3.5

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

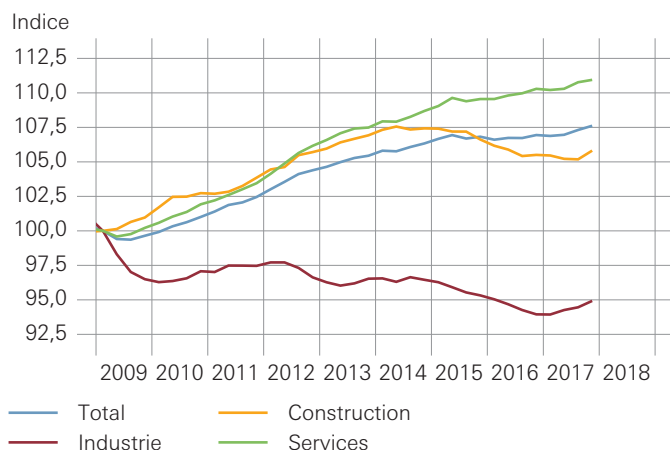


Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

Début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le redressement du marché du travail s'est poursuivi. Le chômage a continué de reculer au cours des derniers mois, et l'emploi a enregistré une légère progression.

Recul continu du chômage

Fin février, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement (ORP) a encore fléchi, s'établissant à 132 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage en données désaisonnalisées publié par le SECO s'élevait à 2,9% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (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). Cette enquête 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, mais qui recherchent un emploi. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui calculé par le SECO. Au quatrième trimestre 2017, il s'élevait à 4,8% en données corrigées des variations saisonnières, soit un niveau inférieur à son point culminant, atteint fin 2015. Il affiche ainsi une évolution comparable à celle du taux de chômage déterminé par le SECO.

Croissance modérée de l'emploi

La statistique de la population active occupée (SPAO), qui repose elle aussi sur l'ESPA, mesure l'activité sous l'angle des ménages. Au quatrième trimestre, le nombre de personnes recensées dans cette statistique n'a enregistré qu'une légère croissance, après avoir connu une progression correspondant à peu près à sa moyenne de long terme au cours des trimestres précédents (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 a continué de croître légèrement au quatrième trimestre (voir graphique 3.6). Dans les branches des services et dans l'industrie manufacturière, les réductions d'effectifs modérées se sont poursuivies. Dans la construction, l'emploi s'est clairement redressé, pour la première fois depuis trois ans.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Poursuite du resserrement de l'écart de production

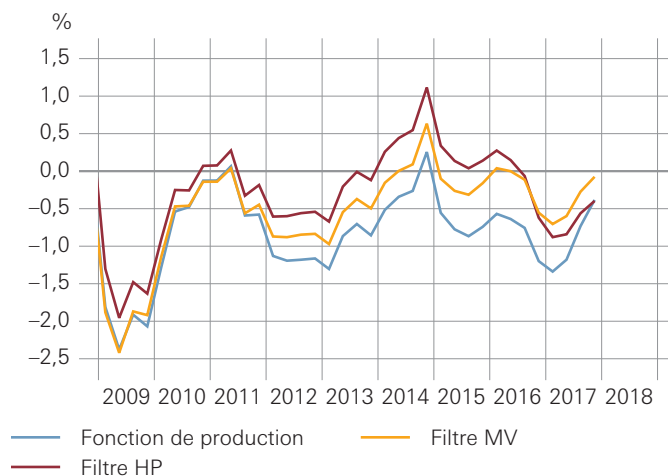
L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. L'écart de production négatif s'est encore réduit récemment. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de $-0,4\%$ au quatrième trimestre, contre $-0,7\%$ au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu s'est aussi considérablement resserré au cours des trimestres passés (voir graphique 3.7).

Utilisation normale des capacités d'après les enquêtes

Selon l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a augmenté au quatrième trimestre, s'inscrivant à 84% . Compte tenu de cette forte hausse, son niveau est légèrement supérieur à sa moyenne de long terme, pour la première fois depuis 2011 (voir graphique 3.8). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a enregistré une légère augmentation et reste donc supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les différentes branches des services, les réponses aux enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen. Dans l'ensemble, ces indicateurs offrent donc une image plus positive que les chiffres basés sur le PIB.

Graphique 3.7

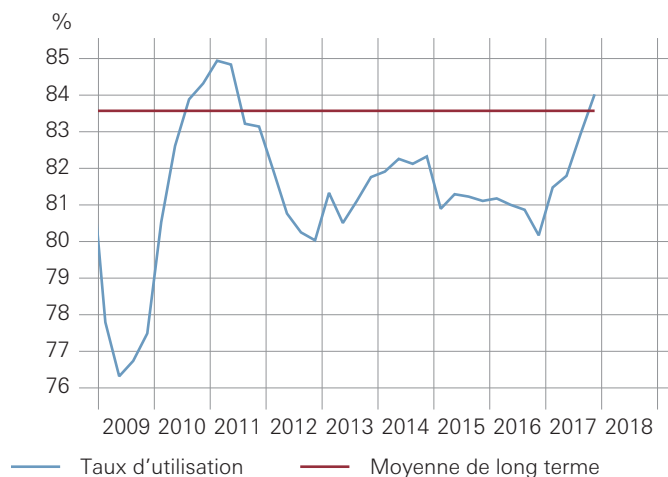
ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

Graphique 3.8

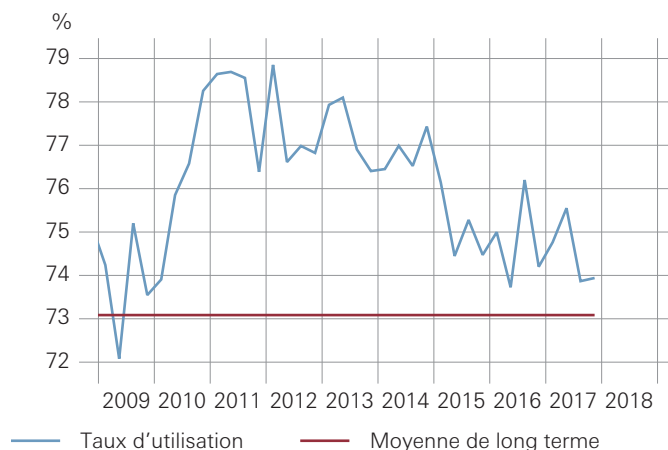
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

Graphique 3.9

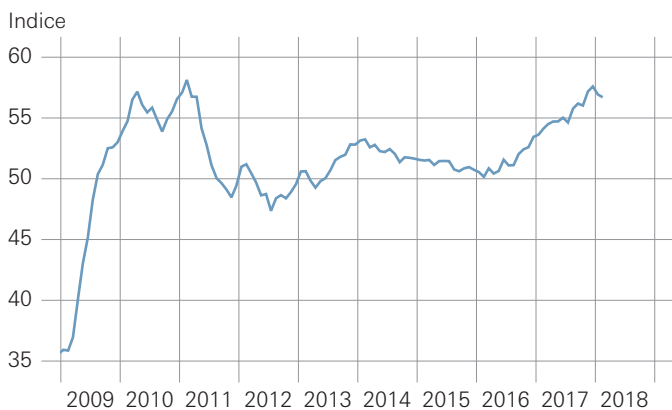
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

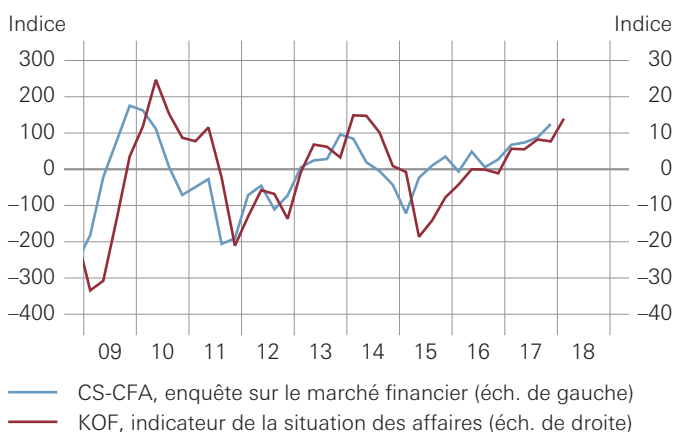


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 3.11

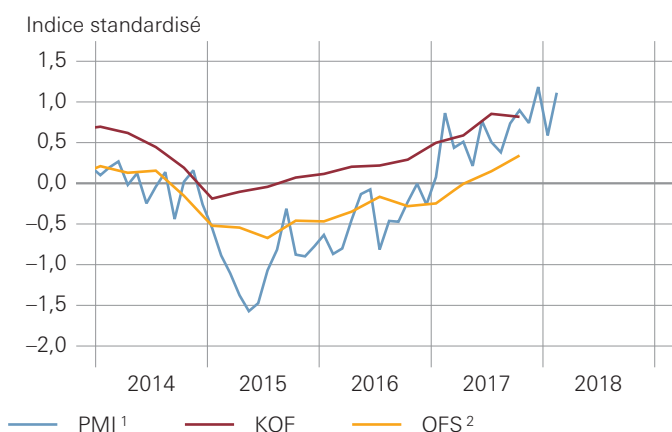
PERSPECTIVES CONJONCTURELLES

6 prochains mois



Sources: Chartered Financial Analyst Society Switzerland (CFA), Credit Suisse 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.

PERSPECTIVES

Compte tenu des conditions économiques mondiales favorables, les perspectives restent positives pour la Suisse. Aussi les indicateurs disponibles dressent-ils un tableau optimiste à court terme. Le PMI des pays étrangers, en données pondérées par les exportations, est proche des valeurs maximales atteintes en 2010 et en 2011 (voir graphique 3.10). Les impulsions venant de l'étranger bénéficient en particulier aux branches à vocation exportatrice. Les entreprises industrielles sont ainsi optimistes quant à l'évolution de la marche des affaires (voir graphique 3.11). A leur suite, les branches des services devraient de même connaître un regain de vigueur. Sur le marché du travail aussi, les indicateurs laissent présager une nouvelle amélioration (voir graphique 3.12).

A moyen terme, la BNS s'attend également à une évolution favorable, reposant sur une large assise, de la conjoncture en Suisse. Plusieurs facteurs sous-tendent ces perspectives. D'abord, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait continuer de favoriser la demande extérieure. Ensuite, la situation sur le marché des changes est nettement moins tendue qu'il y a un an, malgré la récente appréciation du franc. De plus, la croissance démographique robuste devrait se poursuivre dans un premier temps. Enfin, le bas niveau des intérêts devrait de nouveau soutenir l'activité économique.

Pour 2018, la BNS table toujours sur une progression du PIB d'environ 2%. Les exportations et les investissements en biens d'équipement devraient notamment rester dynamiques. Comme à l'accoutumée, cette prévision reste entachée de grandes incertitudes, qui tiennent surtout à l'évolution à l'étranger (voir chapitre 2).

Le renchérissement mesuré à l'aide des prix à la consommation a quelque peu faibli début 2018: il n'est plus que légèrement supérieur au renchérissement annuel de 2017. Les taux d'inflation sous-jacente demeurent faiblement inférieurs aux taux d'inflation non corrigés.

Les valeurs affichées par les anticipations d'inflation ont évolué dans la zone positive, mais à un niveau modeste. Elles restent donc conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%.

PRIX À LA CONSOMMATION

Ralentissement du renchérissement

Le renchérissement annuel mesuré par l'IPC a légèrement reculé au cours des deux premiers mois de l'année 2018. En février, il s'inscrivait à 0,6%, contre 0,8% en décembre 2017 (voir tableau 4.1). Même si les biens et services importés ne représentent que près d'un quart de l'IPC, ils ont une fois de plus contribué davantage au renchérissement que les biens et services suisses (voir graphique 4.1).

Recul du renchérissement des biens et services importés

En février, les prix des biens et services importés dépassaient de 1,8% leur niveau de la même période de l'année précédente. Leur taux de renchérissement a toutefois sensiblement reculé par rapport à décembre en raison des produits pétroliers ainsi que des autres biens et services importés.

Renchérissement stable des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses est demeuré inchangé, à 0,3%, en janvier et en février 2018. Les contributions des composantes (biens, loyers des logements et autres services) étaient en février pratiquement identiques à celles de décembre (voir graphique 4.2). Sous l'influence de la baisse des prix des prestations hospitalières, le renchérissement des services publics est resté négatif et a enregistré une nouvelle baisse (voir tableau 4.1).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

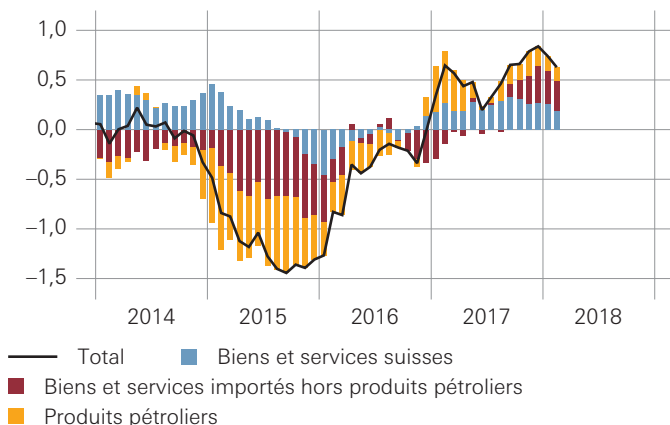
	2017					2018		
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice total	0,5	0,5	0,4	0,5	0,8	0,8	0,7	0,6
Biens et services suisses	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Biens	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,0
Services	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
Services privés (hors loyers des logements)	0,3	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Loyers des logements	1,1	1,1	1,1	1,3	0,9	0,7	0,7	0,6
Services publics	-0,1	-0,4	-0,4	0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,9
Biens et services importés	1,2	1,3	0,6	0,8	2,0	2,4	2,0	1,8
Hors produits pétroliers	0,2	-0,7	-0,1	0,2	1,3	1,8	1,6	1,4
Produits pétroliers	8,8	17,3	6,1	5,5	6,8	6,7	4,9	4,6

Sources: BNS et OFS.

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

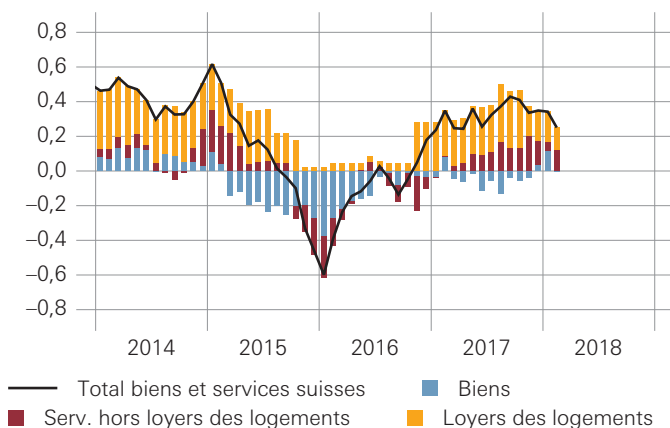


Sources: BNS et OFS.

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

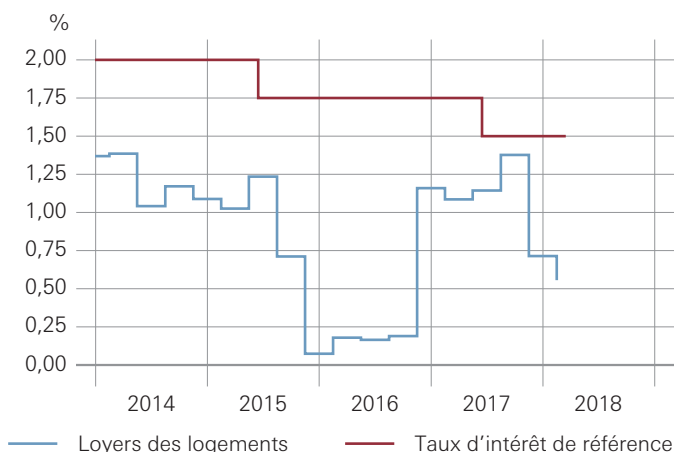


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

Variation par rapport à l'année précédente



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

Léger recul du renchérissement des loyers

Les loyers sont recensés trimestriellement, en février, en mai, en août et en novembre. En février 2018, ils se situaient certes au même niveau qu'en novembre 2017, mais leur variation par rapport à l'année précédente a légèrement fléchi en raison d'un effet de base.

L'évolution des loyers entre novembre et février est conforme à celle du taux d'intérêt de référence, à savoir la moyenne des taux d'intérêt hypothécaires. Stable depuis juin 2017, ce taux s'inscrit à 1,5% (voir graphique 4.3).

Taux d'inflation sous-jacente inférieurs au renchérissement mesuré par l'IPC

Comme le renchérissement annuel mesuré par l'IPC, les taux d'inflation sous-jacente sont en léger recul depuis le début de l'année (voir graphique 4.4). En février, le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFSI (OFSI) s'inscrivait à environ 0,5%, tandis que la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) était de 0,4%. Ils étaient donc tous deux légèrement inférieurs au renchérissement annuel mesuré par l'IPC (0,6%).

Ces taux d'inflation sous-jacente reposent sur un panier réduit: chaque mois, l'OFSI laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut du panier les biens 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.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Stabilisation du renchérissement des prix de l'offre totale**

En janvier 2018 tout comme en novembre et en décembre 2017, l'indice des prix de l'offre totale, qui comprend les prix à l'importation et les prix à la production, dépassait de 1,8% son niveau de la même période de l'année précédente. La hausse des prix à la production a continué de légèrement s'accroître dans le sillage de la reprise conjoncturelle, alors que le renchérissement à l'importation a quelque peu fléchi. Les effets de l'affaiblissement du franc suisse enregistré à l'été 2017 semblent lentement s'estomper pour les prix à l'importation. La progression de ces derniers reste toutefois plus marquée que celle des prix à la production.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Anticipations d'inflation s'inscrivant dans la plage de stabilité des prix

Les anticipations d'inflation demeurent positives et conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Anticipations à court terme légèrement plus élevées qu'au trimestre précédent

D'après l'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages, la moitié des personnes interrogées en janvier 2018 s'attend à des prix en hausse sur les douze prochains mois (voir graphique 4.6), 40% tablent sur des prix inchangés et 10% escomptent une baisse des prix. Les parts n'ont guère changé par rapport au trimestre précédent et reflètent dans l'ensemble des prix stables ou en légère augmentation.

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, un peu plus de la moitié des analystes interrogés en février misaient, comme durant les mois précédents, sur une progression des taux d'inflation dans les six prochains mois. Pratiquement personne n'anticipe une réduction de ces taux.

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 donnent un résultat similaire. Au premier trimestre, les interlocuteurs misaient en moyenne sur un renchérissement annuel de 0,7% pour les six à douze prochains mois, contre 0,6% au trimestre précédent.

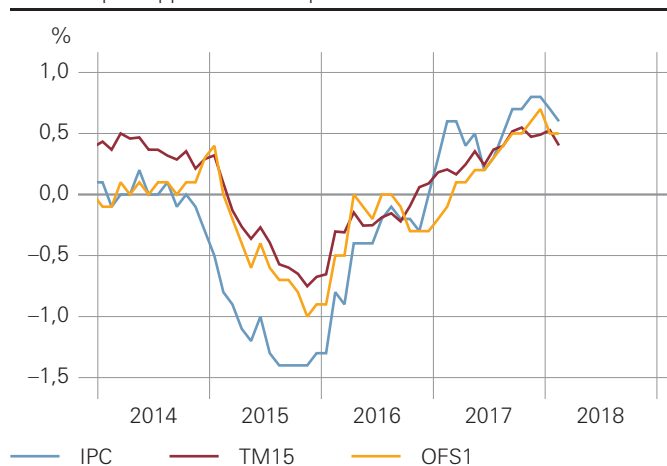
Anticipations à plus long terme légèrement supérieures à celles à court terme

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Les chefs d'entreprise interrogés au premier trimestre par les délégués de la BNS estiment que le taux d'inflation devrait être de 1,1% dans les trois à cinq ans (quatrième trimestre 2017: 1,2%).

Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

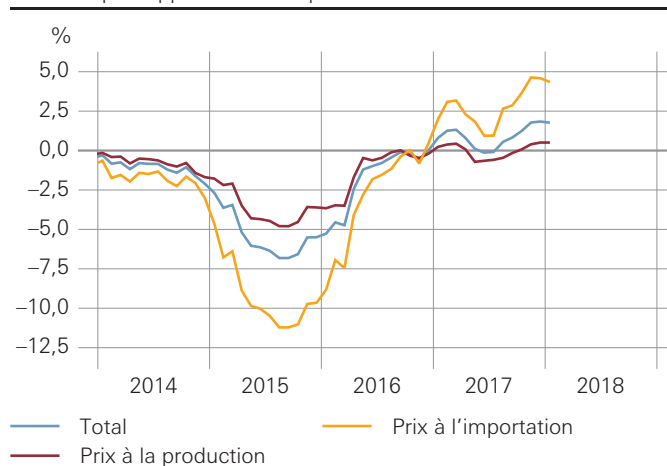


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

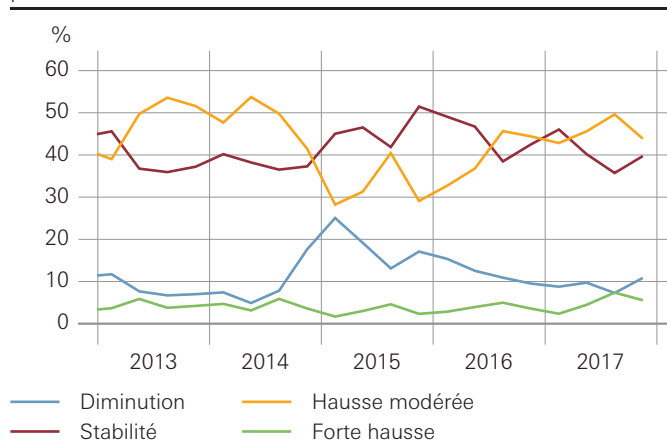


Source: OFS.

Graphique 4.6

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

5

Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre 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, tandis que les taux à long terme ont augmenté, conformément au mouvement observé sur les marchés financiers internationaux. Sur les marchés des actions, les cours ont sensiblement reculé.

Le franc s'est apprécié face au dollar des Etats-Unis. Comme les taux d'intérêt à court terme sont restés pratiquement inchangés, les conditions monétaires se sont quelque peu durcies.

Comme au trimestre précédent, l'agrégat monétaire M3 et les crédits bancaires ont affiché une croissance modérée.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-DÉCEMBRE

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 14 décembre 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 à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait d'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.

Avoirs à vue à la BNS pratiquement inchangés

Depuis mi-décembre 2017, les avoirs à vue détenus à la BNS sont restés pratiquement inchangés. Dans la semaine du 5 au 9 mars 2018 (dernière semaine avant l'examen de mi-mars), ils portaient sur 575,9 milliards de francs et se situaient donc pratiquement au même niveau que durant la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2017. Entre mi-décembre 2017 et mi-mars 2018, ils s'établissaient en moyenne à 574,8 milliards de francs (467,7 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 107 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 pour la période allant du 20 novembre 2017 au 19 février 2018. Les banques dépassaient en moyenne d'environ 458,4 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 459,3 milliards). Leurs réserves excédentaires n'ont donc guère varié.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt stables sur le marché monétaire

Comme aux trimestres précédents, les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont restés largement inchangés au cours des trois derniers mois (voir graphique 5.1). Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont demeurés à un niveau proche de $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS.

Hausse des taux d'intérêt à long terme

Depuis l'examen de la situation de mi-décembre, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont augmenté, ce qui correspond largement à l'évolution des taux d'intérêt à long terme à l'étranger. Depuis mi-janvier, le taux des emprunts à dix ans de la Confédération est à nouveau positif. Mi-mars, il se situait à $0,1\%$, contre $-0,1\%$ mi-décembre 2017.

Courbe des taux plus raide

Entre mi-décembre et mi-mars, la courbe des taux des emprunts de la Confédération est devenue plus raide (voir graphique 5.2). Cette évolution s'explique par la hausse des taux à long terme et la stabilité des taux à court terme. En revanche, les taux des emprunts de la Confédération d'une durée inférieure à neuf ans s'inscrivent toujours dans la zone négative.

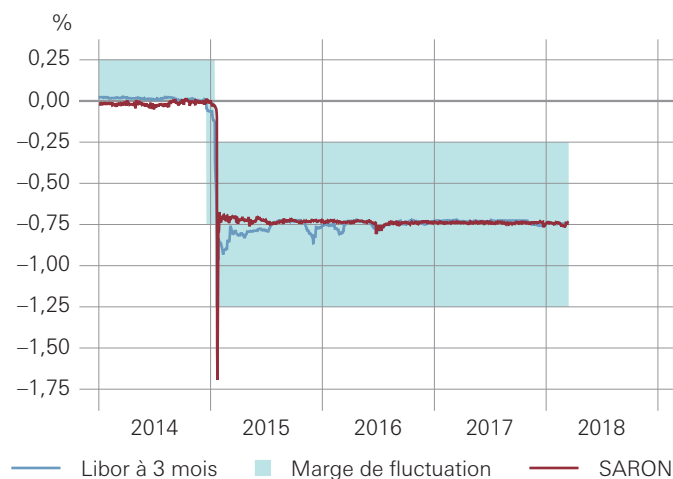
Bas niveaux des taux d'intérêt réels à long terme

Mi-mars 2018, le taux d'intérêt réel estimé à long terme demeurait positif mais proche de zéro (voir graphique 5.3). La légère progression par rapport à mi-décembre 2017 tient à la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, car les anticipations d'inflation n'ont guère changé pendant cette même période.

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

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

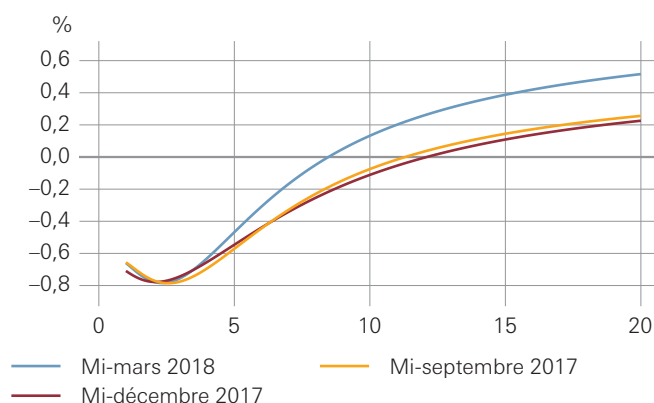


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS DE LA CONFÉDÉRATION

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

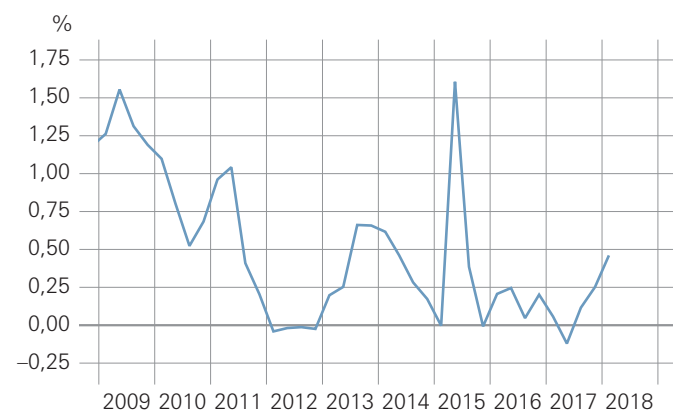


Source: BNS.

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.

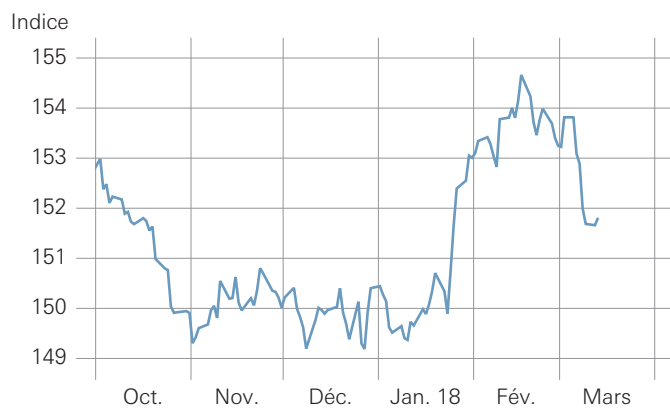
COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC

Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

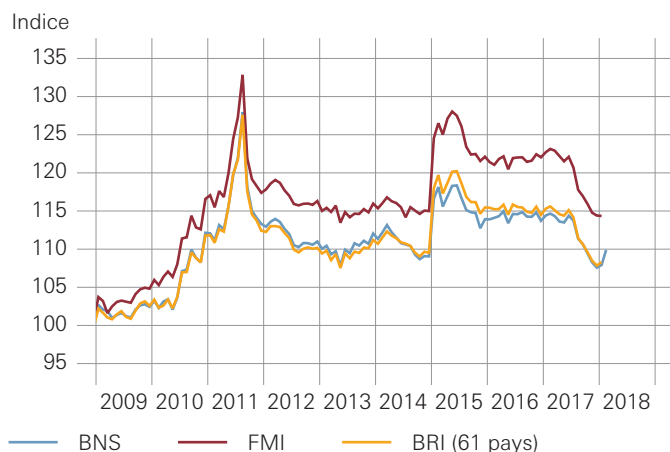


Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Décembre 2000 = 100



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

COURS DE CHANGE**Hausse du franc face au dollar des Etats-Unis**

Depuis l'examen de mi-décembre 2017, le franc s'est apprécié de 4% face au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4). Cette évolution a été favorisée par une faiblesse généralisée de la monnaie américaine, qui s'est accentuée à la suite des déclarations du ministre des Finances américain sur les avantages d'un dollar faible pour l'économie des Etats-Unis. Le cours de la monnaie américaine est temporairement tombé à son niveau le plus bas depuis mi-2015.

Fluctuations du cours de l'euro en franc

Dans un premier temps, le franc a encore fléchi légèrement vis-à-vis de l'euro. Mi-janvier, l'euro s'est inscrit à 1,18 franc, soit la valeur la plus élevée enregistrée depuis la suppression du cours plancher. Par la suite, le franc s'est toutefois à nouveau raffermi. Cette évolution est survenue dans un contexte d'incertitude croissante des marchés, laquelle s'est également répercuté sur le cours des actions. Mi-mars, un euro coûtait 1,17 franc, soit pratiquement autant qu'à la mi-décembre 2017.

Légère hausse de la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur

La valeur nominale du franc pondérée par le commerce extérieur a augmenté de plus de 1% depuis mi-décembre (voir graphique 5.5). Cette progression traduit essentiellement la forte appréciation de la monnaie helvétique vis-à-vis du dollar des Etats-Unis.

Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

Depuis l'automne 2017, l'indice réel du cours du franc pondéré par le commerce extérieur calculé par la BNS se situe plus ou moins au même niveau qu'avant la suppression du cours plancher. Il demeure ainsi au-dessus de sa moyenne de long terme. Les indices calculés respectivement par la Banque des Règlements internationaux (BRI) et par le Fonds monétaire international (FMI) affichent une évolution similaire (voir graphique 5.6).

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Baisse des actions

Après l'examen de mi-décembre, le Swiss Market Index (SMI) a d'abord continué à progresser. Le 9 janvier, il a même atteint un nouveau record historique. Cependant, entre fin janvier et début février, les cours des actions ont subi un net revers à l'échelle mondiale (voir graphique 5.7), déclenché notamment par les craintes des agents économiques de voir l'inflation américaine progresser plus fortement aux cours des prochains trimestres qu'ils ne l'avaient anticipé. Après un rebond partiel durant la seconde moitié de février, les cours des actions ont à nouveau fléchi suite à l'annonce de l'introduction par les Etats-Unis de taxes sur les importations d'acier et d'aluminium.

Forte accentuation de l'incertitude sur le marché

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. Il a doublé après que les cours des actions se sont effondrés fin janvier et début février. Durant la seconde moitié de février, il a pratiquement retrouvé son niveau antérieur, mais s'est de nouveau fortement accru ensuite.

Différences parfois marquées entre les sous-indices du SPI depuis début 2018

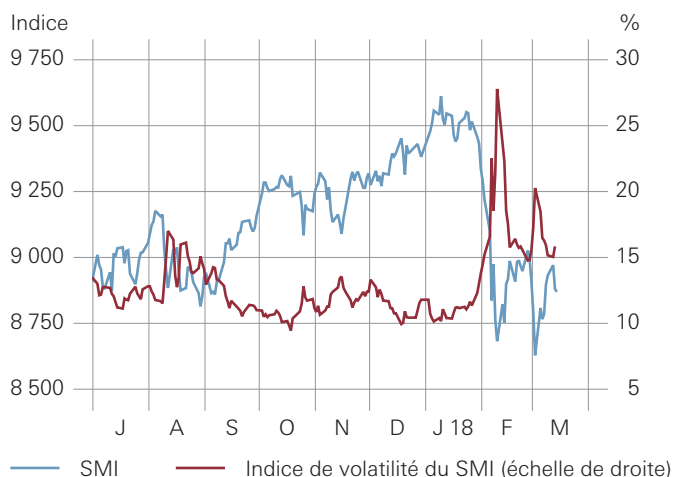
Les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) ont dans l'ensemble suivi une évolution parallèle au cours du second semestre 2017 (voir graphique 5.8). Depuis début 2018, toutefois, les différences se sont accentuées. Les sous-indices des industries et des sociétés financières ont affiché une progression supérieure à la moyenne au cours de la première moitié de janvier, mais ont également enregistré les plus forts reculs début février et début mars.

Légère hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Tous les indices de prix disponibles pour l'immobilier résidentiel ont légèrement augmenté au quatrième trimestre, les prix des appartements en propriété par étage affichant toutefois une hausse plus marquée que ceux des maisons individuelles. Les prix des immeubles locatifs résidentiels ont également enregistré une légère progression (voir graphique 5.9). Dans l'ensemble, les prix des transactions dans les trois segments s'inscrivent à un niveau historiquement élevé, qui n'a toutefois guère évolué depuis fin 2015.

Graphique 5.7

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

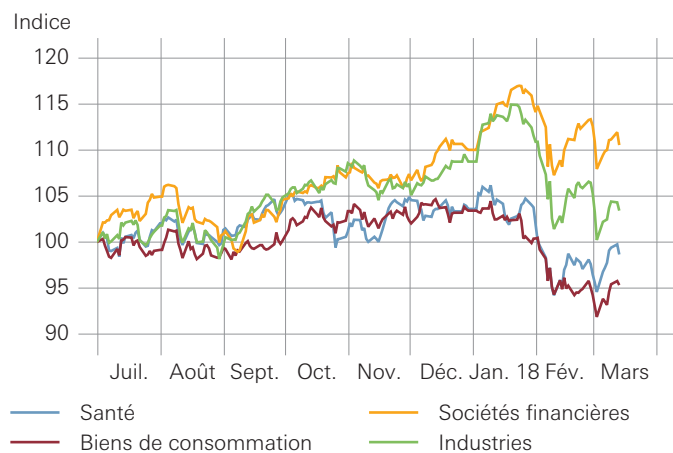


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

1^{er} juillet 2017 = 100

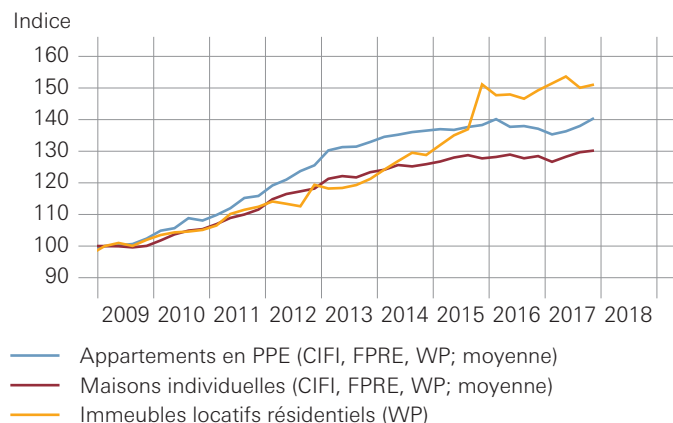


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

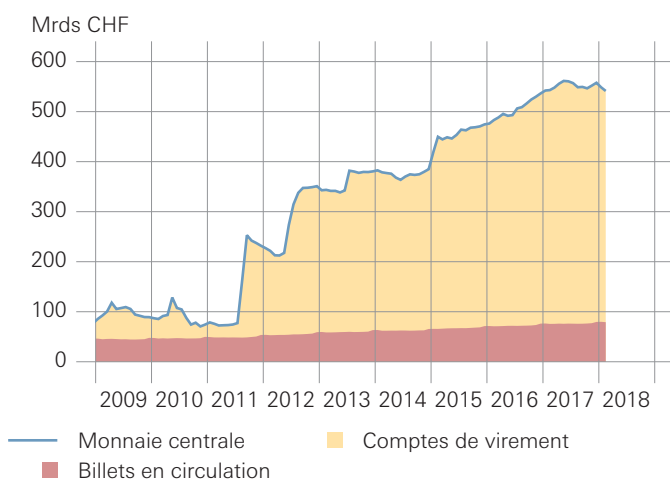
PRIX DE TRANSACTION POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

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



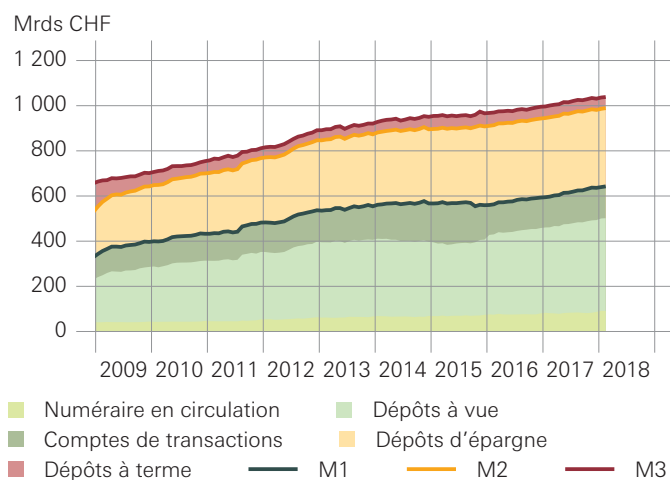
Sources: CIFI, Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE) et Wüest Partner (WP).

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE

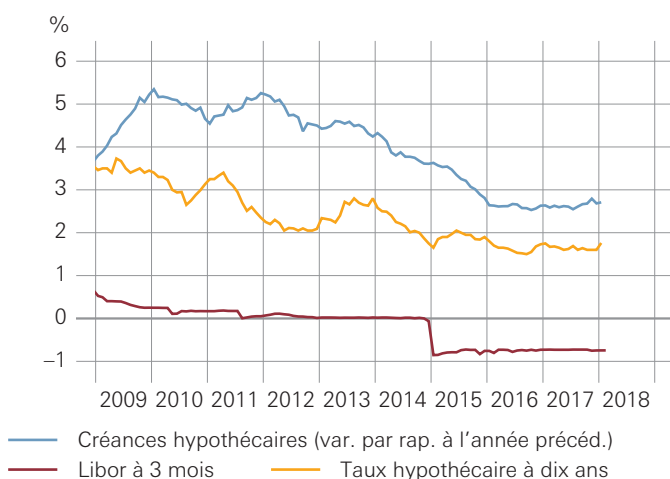
Source: BNS.

Graphique 5.11

AGRÉGATS MONÉTAIRES

Source: BNS.

Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT

Sources: Bloomberg et BNS.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES**Monnaie centrale largement stable**

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, est restée largement stable ces derniers trimestres. En février 2018, elle s'inscrivait à 541,3 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS ont présenté de légères fluctuations et ont diminué de 12,6 milliards de francs entre novembre 2017 et février 2018. Pendant cette même période, les autres avoirs à vue ont toutefois augmenté, si bien que le total des avoirs à vue à la BNS est demeuré pratiquement inchangé.

Croissance stable de l'agrégat M3

En février, l'agrégat M3, qui comprend non seulement le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les comptes de transactions, mais aussi les dépôts d'épargne et les dépôts à terme, a poursuivi sa croissance modérée et dépassait de 3,7% son niveau de février 2017. Cette hausse reflète surtout une progression des dépôts à vue, de sorte que l'agrégat M1 au sens strict a augmenté plus fortement en pourcentage que les agrégats M2 et M3 (voir tableau 5.1).

M1, M2 et M3 sont des agrégats qui permettent de mesurer la masse monétaire en mains du public (voir graphique 5.11). Actuellement, leur évolution est indépendante des fluctuations de la monnaie centrale, car les banques disposent d'un très grand volume de liquidités, et les avoirs en comptes de virement que celles-ci détiennent à la BNS sont donc nettement supérieurs aux réserves minimales prescrites.

Croissance stable des crédits

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 quatrième trimestre 2016 et le quatrième trimestre 2017 (voir tableau 5.1). Leur rythme de croissance avait diminué de moitié entre 2012 et 2015 et était largement stable depuis (voir graphique 5.12). Au cours des derniers trimestres, les taux hypothécaires ont certes légèrement progressé, mais ils ont évolué près de leur plancher historique.

Au quatrième trimestre 2017, le volume des autres crédits dépassait de 2% son niveau de l'année précédente. Abstraction faite de fluctuations à court terme, les autres crédits ont été relativement stables depuis le début de la crise économique et financière en 2008. Le recul enregistré pendant cette période par la part non gagée des autres crédits a largement été compensé par la progression de la part gagée (voir graphique 5.13).

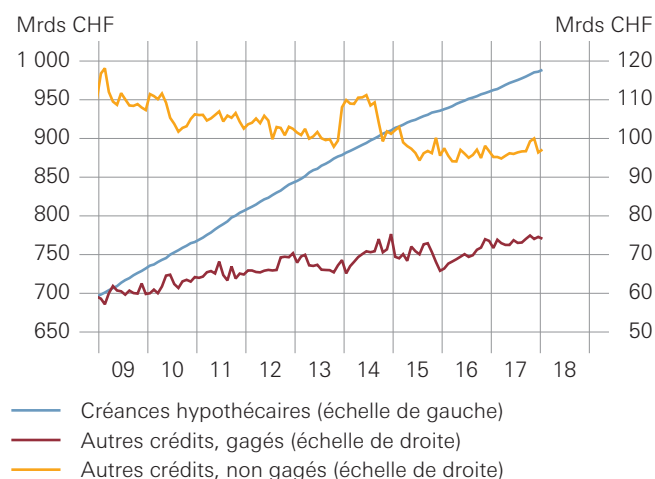
Croissance des crédits par secteurs

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

Fin janvier 2018, les crédits aux ménages dépassaient de 19,3 milliards de francs ou de 2,6% le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 4,3 milliards de francs ou de 1,5%. Quant aux crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins important et se distinguent par leur relative volatilité, ils ont progressé de 5,5 milliards de francs ou de 11,8% par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Graphique 5.13

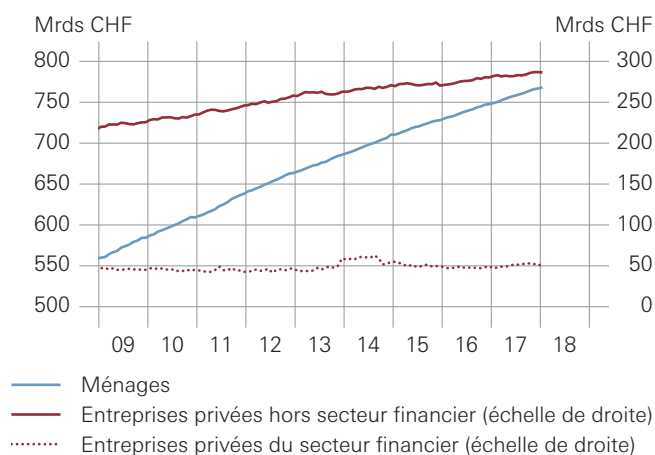
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2017	2017				2017	2018		
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février	
M1	6,6	5,8	6,4	6,6	7,4	7,3	7,6	7,6	
M2	4,2	3,7	4,1	4,4	4,4	4,0	4,3	4,3	
M3	3,7	3,1	3,7	4,1	4,0	3,6	4,0	3,7	
Crédits bancaires, total ^{1,3}	2,6	2,7	2,5	2,6	2,6	2,3	2,7		
Créances hypothécaires ^{1,3}	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7		
Ménages ^{2,3}	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5		
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	3,4	3,2	3,2	3,5	3,7	3,4	3,3		
Autres crédits ^{1,3}	2,4	2,9	2,2	2,3	2,0	0,4	2,6		
gagés ^{1,3}	4,8	8,0	5,0	4,6	1,9	1,2	3,3		
non gagés ^{1,3}	0,6	-0,7	0,2	0,7	2,1	-0,2	2,0		

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 fournies par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués dans le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS
avec les entreprises

1^{er} trimestre 2018

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, 240 entretiens ont eu lieu avec
des représentants d'entreprises entre mi-janvier et fin février.

Régions

Fribourg, Vaud et Valais
Genève, Jura et Neuchâtel
Mittelland
Suisse centrale
Suisse du Nord-Ouest
Suisse italienne
Suisse orientale
Zurich

Délégués

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

L'essentiel en bref

- Au premier trimestre, l'économie suisse affiche toujours une croissance robuste, reposant sur une large assise. Les perspectives sont jugées favorables. Les interlocuteurs se sont montrés plus détendus dans leur appréciation des risques, et évoquent en premier lieu les opportunités.
- Les chiffres d'affaires en termes réels ont de nouveau sensiblement augmenté tant par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. L'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est à présent normale dans de nombreuses branches.
- Dans l'industrie en particulier, les marges se sont considérablement améliorées grâce à l'accroissement du volume des ventes, aux gains de productivité, aux augmentations de prix et au raffermissement de l'euro observé depuis mi-2017. Dans l'ensemble, elles sont conformes au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs.
- Pour les six prochains mois, les représentants d'entreprises interrogés s'attendent à ce que les chiffres d'affaires réels continuent à afficher une évolution positive, essentiellement du fait de la conjoncture internationale favorable.
- Les interlocuteurs prévoient d'augmenter leurs effectifs et d'accroître légèrement leurs investissements. A cet égard, la pénurie de personnel qualifié est un thème évoqué plus souvent qu'à l'accoutumée.

SITUATION ACTUELLE

Poursuite de la forte hausse des chiffres d'affaires

Le regain de vigueur enregistré fin 2017 par de nombreuses entreprises s'est poursuivi, voire renforcé, en début d'année. D'après les entretiens menés avec les chefs d'entreprises, la marche des affaires est toujours aussi dynamique. Comme aux trimestres précédents, cette évolution est la plus manifeste dans l'industrie.

Les chiffres d'affaires en termes 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 et en comparaison annuelle (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Les trois domaines d'activité – soit les services, l'industrie et la construction – ont contribué à cette évolution positive.

Dans les branches exportatrices, la marche des affaires demeure très dynamique. Selon les interlocuteurs, les activités commerciales avec l'Europe – y compris les pays de l'Est –, l'Amérique du Nord et l'Asie jouent un rôle moteur dans cette évolution. La Russie donne des signes d'amélioration, et le marché indien apporte des impulsions positives. Les activités commerciales des fournisseurs de biens d'équipement, de l'industrie automobile et du secteur des technologies médicales sont particulièrement prospères.

Utilisation normale des capacités de production dans l'ensemble

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est globalement normal. La tendance à la normalisation s'était amorcée au second semestre 2016 (voir graphique 2).

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.

Environ la moitié des entreprises décrivent l'utilisation de leurs capacités techniques comme normale, tandis que 30% indiquent une légère, voire une forte surutilisation. Quelques entreprises ont augmenté le nombre de leurs équipes dans le cadre du travail posté afin de couvrir la demande accrue et d'éviter les ruptures de stock. Par ailleurs, les commandes doivent de plus en plus être livrées immédiatement et en une seule fois plutôt que par tranches.

Effectifs légèrement insuffisants

Les effectifs sont actuellement jugés un peu justes dans chacun des trois domaines d'activité. La situation s'est donc tendue par rapport au trimestre précédent. Un tiers des entreprises jugent leurs effectifs un peu, voire beaucoup trop bas.

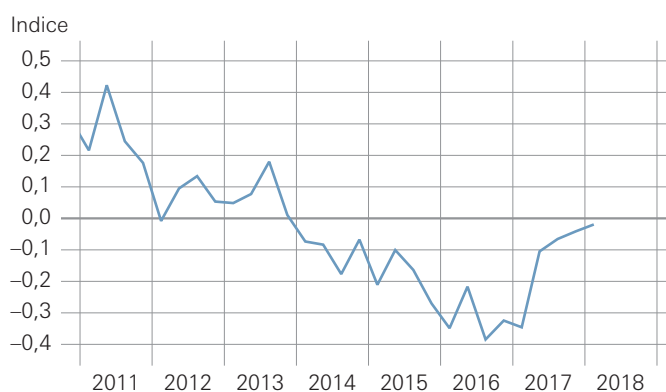
Au premier trimestre, les difficultés d'embauche se sont accrues dans l'industrie. Cela tient, d'une part, à l'amélioration de la situation sur le marché suisse du travail et, d'autre part, au fait qu'il est moins facile de trouver du personnel dans les pays limitrophes, en raison du redressement de la conjoncture dans ces pays. Le recrutement d'ingénieurs, d'experts et, toutes branches confondues, de spécialistes en technologies de l'information est particulièrement ardu. En outre, les entreprises peinent de plus en plus à trouver suffisamment d'apprentis.

Marges normales

Les interlocuteurs estiment que leurs marges bénéficiaires ont atteint un niveau normal. Dans l'industrie en particulier, la situation s'est considérablement améliorée depuis mi-2017. Cette évolution est due en grande partie à l'accroissement du volume des ventes et aux augmentations de prix auxquelles plusieurs entreprises ont pu procéder. Les marges se situent ainsi à un niveau comparable à celui enregistré avant la suppression du cours plancher.

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, les enjeux liés aux mutations structurelles – notamment le glissement croissant vers le commerce en ligne – restent un sujet central. Les chiffres d'affaires en termes réels étant légèrement supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et plus élevés que ceux réalisés un an auparavant, la marche des affaires actuelle est certes satisfaisante. A cet égard, le commerce de détail se porte même un peu mieux que le commerce de gros, mais il affiche toujours des marges inférieures au niveau considéré comme normal. Le recul des prix de vente, qui a été observé à grande échelle l'année passée, ne concerne plus que les branches non alimentaires. En outre, le tourisme d'achat à l'étranger donne çà et là des signes d'affaiblissement.

Dans le secteur financier, la marche des affaires est de nouveau positive; tous les domaines d'activité y ont contribué. L'augmentation des volumes traités sur les bourses de valeurs mobilières est un moteur important, qui explique en grande partie l'amélioration significative des marges des établissements particulièrement actifs dans ce secteur. Au premier trimestre, elles sont considérées dans l'ensemble comme correspondant au niveau habituel.

Dans l'hôtellerie et la restauration, la marche des affaires a connu une amélioration sensible. Les chiffres d'affaires en termes réels sont nettement supérieurs à ceux réalisés le trimestre précédent, et la hausse est encore plus marquée par rapport à ceux enregistrés un an auparavant. La plupart des régions ont connu un accroissement de la fréquentation touristique, dû notamment à la clientèle asiatique et américaine ainsi qu'au retour des hôtes allemands et néerlandais. Plusieurs raisons expliquent cette évolution favorable: le redressement général de la conjoncture, une météo et des conditions d'enneigement excellentes, un effet de base résultant d'une situation nettement moins bonne l'année précédente, les cours de change et le fait que la Suisse soit considérée comme une destination sûre. Dans les hôtels visités, les marges sont supérieures aux valeurs habituelles, tandis qu'elles sont encore légèrement en deçà dans les entreprises de la restauration.

Pour les entreprises des transports et de la logistique, les cabinets d'avocats, les fiduciaires, les bureaux de conseil et les sociétés fournissant des services relatifs aux bâtiments, la marche des affaires est favorable.

Dans les technologies de l'information et de la communication, l'activité jusqu'ici très dynamique semble s'être quelque peu ralentie, et les marges restent soumises à des pressions plutôt fortes. La numérisation et l'automatisation croissantes ainsi que la mise en œuvre de la réglementation comptent toujours parmi les moteurs de cette branche.

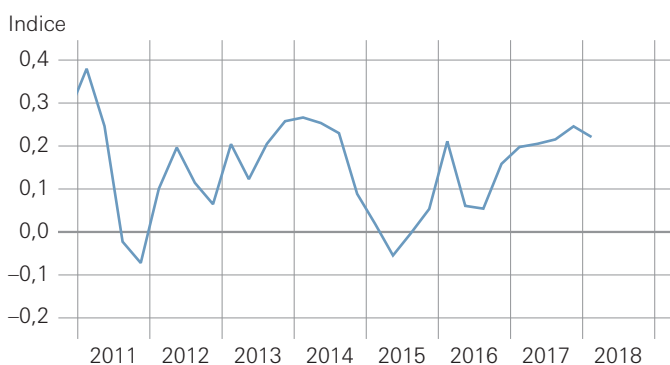
Dans l'industrie, toutes les branches ont réalisé de meilleurs chiffres d'affaires qu'au trimestre précédent. Pour la première fois depuis cinq ans, le taux d'utilisation des capacités est supérieur aux valeurs considérées comme normales par les entreprises. Il est particulièrement élevé dans les entreprises de production et de transformation des métaux. Dans l'horlogerie et les entreprises de sous-traitance de celle-ci, la tendance à une amélioration notable de la marche des affaires se poursuit. La situation s'est considérablement redressée dans la construction des machines, qui enregistre à présent une évolution très dynamique et des marges quelque peu supérieures au niveau habituel. Dans l'imprimerie et l'industrie de l'emballage, en revanche, les marges sont toujours inférieures à la normale.

Dans la construction, la marche des affaires demeure relativement favorable, tant dans le secteur principal que dans le second œuvre. Au premier trimestre, cette situation n'est néanmoins pas due en priorité à la construction de logements, mais au second œuvre, ainsi que – du fait des conditions météo – au génie civil. Les pressions sur les marges persistent, surtout dans le bâtiment. Il n'y a toutefois que peu de signes d'un ralentissement sensible dans ce domaine d'activité, qui est fortement soutenu par la construction d'infrastructures publiques.

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.

Large optimisme

Les interlocuteurs continuent à se montrer particulièrement confiants quant aux perspectives commerciales pour les six prochains mois. Ils s'attendent dans l'ensemble à une augmentation des chiffres d'affaires en termes réels (voir graphique 3), et ce dans les trois domaines d'activité. Cet optimisme s'explique par la conjoncture internationale favorable, par l'intensification des mesures de prospection, par l'amélioration des conditions de change et par des augmentations de prix devenues parfois possibles. De nombreuses entreprises affichent des carnets de commande particulièrement bien remplis pour 2018 et, pour certaines, même au-delà.

Ce climat de confiance se reflète également dans la hausse attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure au cours des six prochains mois (voir graphique 4). Par conséquent, une légère augmentation des investissements est prévue, tant dans les biens d'équipement que dans les constructions. Plus d'un quart des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production. Dans l'industrie, à l'exception de la branche pharmaceutique, les entreprises envisagent notamment d'accroître leurs investissements.

Légère hausse des prix

Comme au trimestre précédent, les interlocuteurs tablent sur une hausse des prix d'achat et de vente pour les six prochains mois. S'agissant des prix d'achat, cela tient le plus souvent à l'augmentation du prix des matières premières due à la demande ainsi qu'à l'affaiblissement du franc par rapport à l'année précédente. En règle générale, ces augmentations sont répercutées sur les consommateurs, et ce d'autant plus aisément que les hausses de prix sont, selon de nombreux interlocuteurs, à présent plus faciles à introduire dans l'ensemble. Une partie des augmentations a déjà eu lieu en début d'année.

Net accroissement des effectifs en perspective

La pénurie de personnel signalée et la hausse attendue de l'utilisation des capacités se reflètent dans les plans d'embauche: dans les trois domaines d'activité, les interlocuteurs envisagent d'accroître les effectifs durant l'année en cours (voir graphique 5). Les emplois temporaires sont transformés en emplois permanents un peu plus souvent qu'auparavant. Pour trouver de la main-d'œuvre et la conserver, de nombreuses entreprises accordent une grande importance à la formation interne et à l'apprentissage. Des réductions d'effectifs ne sont envisagées dans aucune branche.

Hausse des salaires

Selon les indications résultant des entretiens, la progression effective ou prévue de la masse salariale pour 2018 s'élève en moyenne à 1,1%. Pour bon nombre d'entreprises, il s'agit entre autres d'augmentations généralisées, ce qui avait rarement été le cas ces dernières

années. Dans les technologies de l'information, les hausses de salaires sont supérieures à la moyenne.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Les entreprises estiment que leur environnement ne présente que relativement peu d'incertitudes. Elles évoquent plutôt les chances offertes par la situation conjoncturelle globalement favorable. A cet égard toutefois, la pénurie croissante de main-d'œuvre qualifiée et les difficultés d'approvisionnement en matières premières figurent parmi les risques mentionnés.

Les risques géopolitiques et les tendances protectionnistes comptent parmi les dangers potentiels évoqués au niveau international. En ce qui concerne l'Europe, certains interlocuteurs soulignent la persistance de problèmes structurels.

En Suisse, de nombreux interlocuteurs ressentent toujours le grand nombre de réglementations comme un poids. Une nouvelle appréciation du franc est également perçue comme un risque latent. La numérisation fait l'objet de discussions et d'analyses approfondies dans de nombreuses branches. Malgré les risques avérés qui y sont liés, elle est majoritairement perçue comme une chance. Les répercussions du bas niveau des taux d'intérêt sur le marché immobilier suscitent de l'inquiétude compte tenu de l'augmentation du nombre de logements vacants.

L'affaiblissement du franc face à l'euro, observé depuis l'été dernier, est jugé salutaire par la majeure partie des entreprises.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

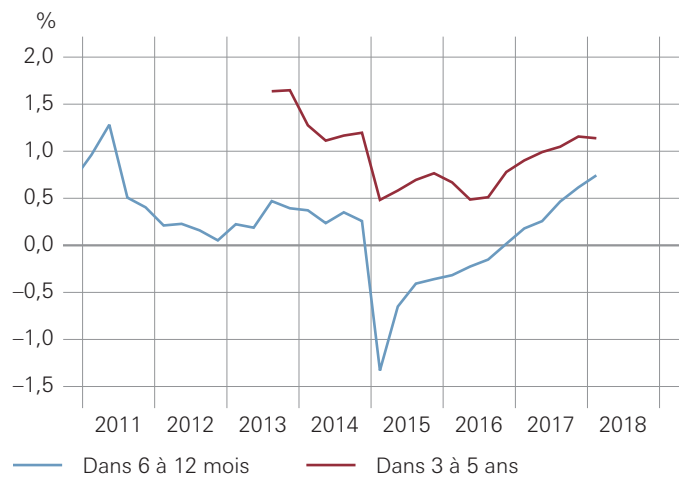
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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.

Durant les 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.

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.

La tendance haussière des anticipations d'inflation à court terme, amorcée pendant l'année 2015, s'est poursuivie au premier trimestre 2018. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève désormais à 0,7% en moyenne, contre 0,6% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). La tendance à la hausse observée depuis 2016 s'est affaiblie s'agissant de l'inflation attendue pour le moyen terme – soit les trois à cinq prochaines années –, celle-ci s'inscrivant à 1,1% en moyenne, contre 1,2% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique).

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 15 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 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.

Lors de l'examen du 14 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. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. La situation sur le marché des changes demeure toutefois fragile. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes restent nécessaires. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

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.

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.

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.

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.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:
Banque nationale suisse, Bibliothèque
Case postale, CH-8022 Zurich
Téléphone: +41 (0)58 631 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.

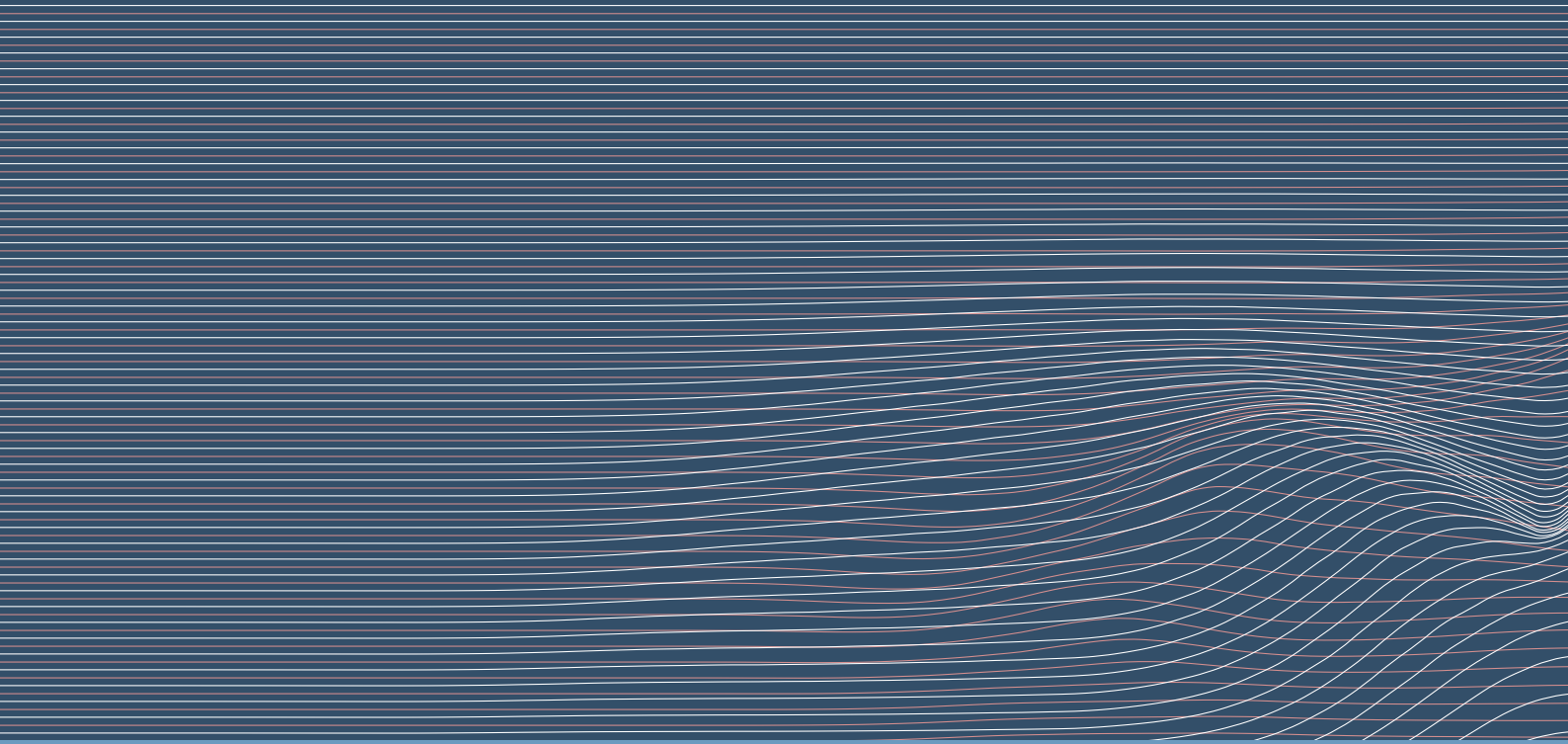
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2018



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

