

Bulletin trimestriel
3/2019 Septembre

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



Bulletin trimestriel
3/2019 Septembre

37^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 19 septembre 2019	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
Signaux conjoncturels	28
Chronique monétaire	34

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 2019 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 19 septembre 2019) 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 19 septembre 2019. 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 19 septembre 2019

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste et adapte la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS

La Banque nationale suisse (BNS) laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Elle reste disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes. Ce faisant, elle tient compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. En outre, la Banque nationale adapte la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS.

Il reste nécessaire de mener une politique monétaire expansionniste en raison des développements intervenus récemment sur le plan international et des perspectives d'inflation en Suisse. La situation sur le marché des changes demeure fragile, et le franc s'est apprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur. Il s'inscrit toujours à un niveau élevé.

Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sont importants pour contrer l'attrait des placements en francs et réduire ainsi les pressions à la hausse sur le franc. De cette manière, la BNS stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique.

La BNS adapte comme suit la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif. L'intérêt négatif continue à être prélevé sur la part des avoirs à vue des banques à la BNS qui dépasse un certain montant exonéré. Ce dernier est dorénavant actualisé chaque mois et reflète ainsi l'évolution dans le temps du bilan des banques.

L'adaptation de la base de calcul tient compte du fait que le contexte de taux d'intérêt bas à l'échelle mondiale s'est encore renforcé dernièrement et pourrait se poursuivre sur une plus longue période. L'adaptation conduit à une augmentation du montant exonéré pour le système bancaire et à une diminution des recettes de la BNS issues du prélèvement de l'intérêt négatif. La nouvelle base de calcul du montant exonéré entre en vigueur au 1^{er} novembre 2019.

La BNS réexamine régulièrement la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif et adapte celle-ci au besoin afin de garantir, à l'avenir également, la marge de manœuvre de la politique monétaire. Dans le même temps, la charge que représente le taux d'intérêt négatif doit être limitée au strict minimum.

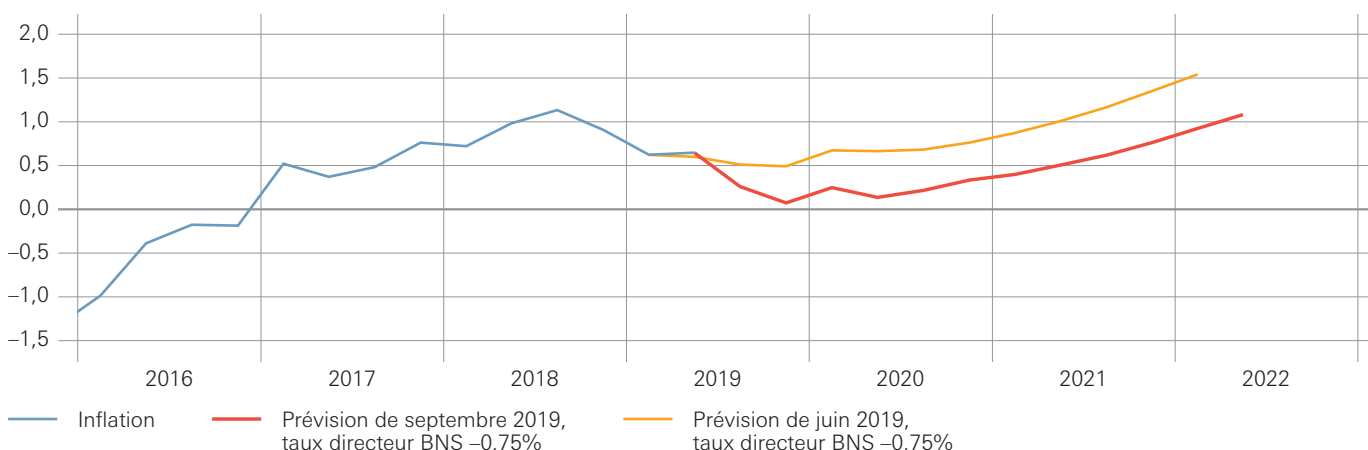
La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus basse que celle de juin (voir graphique 1.1). Cela s'explique avant tout par l'affaiblissement des perspectives de croissance et d'inflation à l'étranger et par l'affermissement du franc. Pour l'année en cours, la prévision d'inflation est légèrement plus faible et s'inscrit à $0,4\%$, contre $0,6\%$ au trimestre précédent. Pour 2020, la BNS s'attend désormais à un taux d'inflation de $0,2\%$, au lieu de $0,7\%$ dans la prévision de juin. Le taux d'inflation augmente ensuite pour passer à $0,6\%$ en 2021; en juin, le taux prévu était encore de $1,1\%$. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

Au cours des derniers mois, les indicateurs conjoncturels mondiaux se sont détériorés en raison de la recrudescence des tensions commerciales et des incertitudes politiques. La croissance de l'économie mondiale a ralenti au deuxième trimestre, et la production industrielle tend depuis lors à s'affaiblir. Le ralentissement conjoncturel s'accompagne d'un repli des dépenses d'investissement et d'un recul des échanges mondiaux de biens. La progression de l'emploi dans les pays industrialisés a également fléchi par rapport aux trimestres précédents. Etant donné l'accentuation des risques conjoncturels et la pression inflationniste modérée, plusieurs banques centrales ont adapté le cap de leur politique monétaire et abaissé leurs taux directeurs.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2019

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



Sources: BNS et OFS.

Dans son nouveau scénario de base concernant l'économie mondiale, la BNS revoit à la baisse ses prévisions de croissance relatives aux prochains trimestres. A court terme, la dynamique internationale devrait être modérée. A moyen terme, la BNS s'attend toutefois à une reprise de la conjoncture mondiale, notamment du fait des mesures d'assouplissement monétaire. L'inflation devrait alors de nouveau augmenter peu à peu.

Les risques pour l'économie mondiale demeurent plutôt orientés à la baisse. Ils continuent à découler essentiellement des incertitudes politiques et des tensions commerciales, qui pourraient engendrer de nouvelles turbulences sur les marchés financiers et entamer davantage le moral des agents économiques.

L'économie suisse a poursuivi sa croissance modérée au deuxième trimestre. Sur le marché du travail aussi, l'évolution est restée favorable. L'emploi a continué à progresser, et le taux de chômage est resté stable, à un bas niveau.

La détérioration de l'environnement international devrait conduire à un ralentissement passager de la croissance. Pour l'ensemble de l'année 2019, la BNS table sur une croissance comprise entre 0,5% et 1%, contre 1,5% environ dans sa prévision de juin. Cet ajustement s'explique en majeure partie par le fait que les chiffres relatifs aux taux de croissance du PIB enregistrés au second semestre 2018 et au premier trimestre 2019 ont été révisés à la baisse.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Tant les prêts hypothécaires que les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage ont continué d'afficher une hausse modérée au cours des derniers trimestres, alors que les prix des immeubles locatifs résidentiels ont légèrement diminué. Toutefois, les prix sont exposés à une correction, en particulier dans ce dernier segment, du fait de leur forte progression au cours des dernières années et du nombre croissant de logements vacants. Aussi la BNS approuve-t-elle la révision récente des directives d'autoréglementation des banques dans le segment des objets de rendement. La BNS observe toujours attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier, et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe pour la mise en œuvre de sa politique monétaire le taux directeur de la BNS. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, SEPTEMBRE 2019

	2016				2017				2018				2019				2016	2017	2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6				-0,4	0,5	0,9

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2019

	2019				2020				2021				2022				2019	2020	2021	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de juin 2019, taux directeur BNS -0,75%		0,6	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5					0,6	0,7	1,1
Prévision de septembre 2019, taux directeur BNS -0,75%			0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1				0,4	0,2	0,6

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au cours des derniers mois, les indicateurs conjoncturels mondiaux se sont détériorés sous l'influence de la recrudescence des tensions commerciales internationales et des incertitudes politiques. Après avoir affiché une forte dynamique au premier trimestre, la croissance de l'économie mondiale a clairement ralenti au deuxième trimestre. Pendant les mois d'été également, la production industrielle a eu tendance à s'affaiblir dans de nombreuses régions, évolution qui s'est accompagnée d'un repli des dépenses d'investissement et d'un recul des échanges mondiaux de biens (voir graphique 2.1). La progression de l'emploi s'est certes poursuivie dans les pays industrialisés, mais à un rythme plus lent que les trimestres précédents. Le chômage a continué de diminuer.

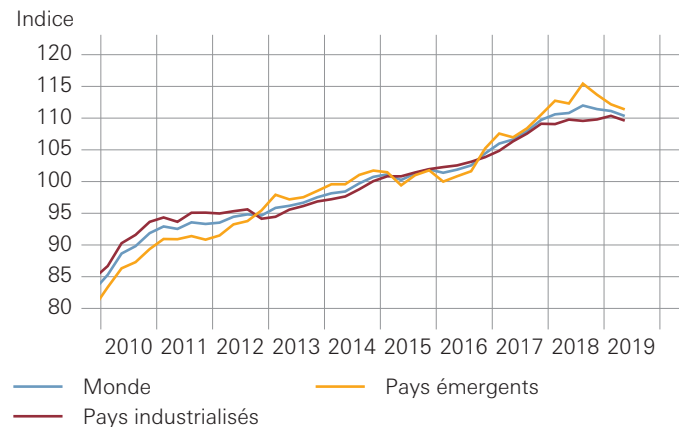
Etant donné l'accentuation des risques conjoncturels et la pression inflationniste modérée, plusieurs banques centrales ont adapté le cap de leur politique monétaire et abaissé leurs taux directeurs. Sur les marchés financiers, les anticipations relatives à ces taux ont sensiblement fléchi pour les pays industrialisés.

Dans son nouveau scénario de base concernant l'économie mondiale, la BNS a revu à la baisse, pour presque tous les pays, ses prévisions de croissance relatives aux prochains trimestres. A court terme, la dynamique de la conjoncture internationale devrait être modérée. A moyen terme, la BNS s'attend à une reprise de la conjoncture mondiale du fait des mesures d'assouplissement monétaire. L'inflation devrait alors de nouveau augmenter peu à peu.

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL 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

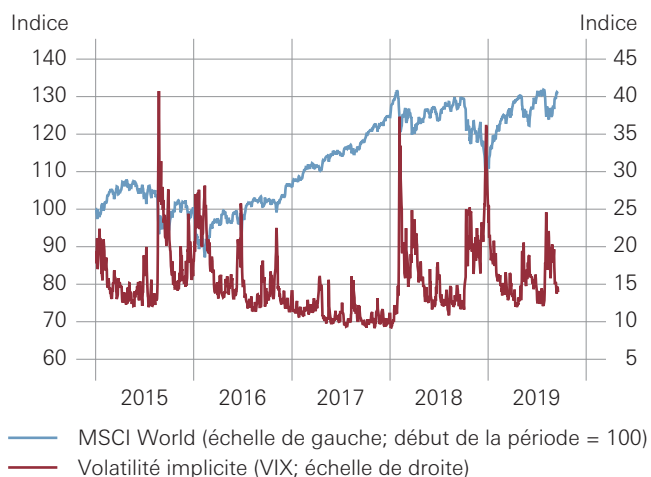
	2015	2016	2017	2018	Scénario	
					2019	2020
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,5	3,5	4,0	4,0	3,4	3,5
Etats-Unis	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	2,0
Zone euro	2,0	1,9	2,7	1,9	1,1	1,1
Japon	1,3	0,6	1,9	0,8	1,0	0,1
Prix du baril de pétrole en USD	52,5	43,8	54,3	71,0	63,7	61,0

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

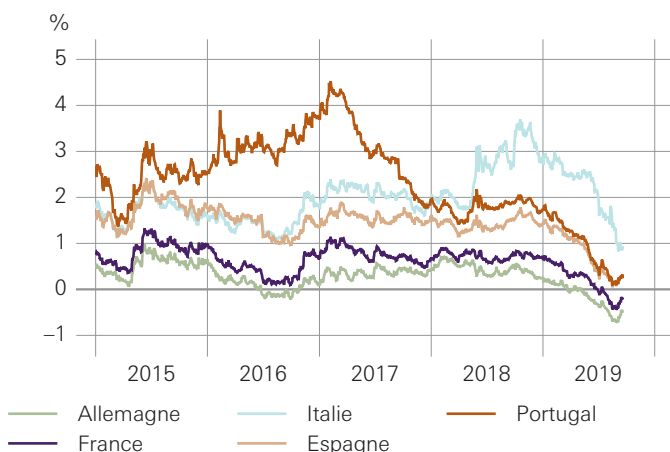


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les risques pour l'économie mondiale demeurent plutôt orientés à la baisse. Ils continuent de découler essentiellement des incertitudes politiques et des tensions commerciales, qui pourraient engendrer de nouvelles turbulences sur les marchés financiers et entamer davantage le moral des acteurs économiques.

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 61 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 11 dollars de moins que dans le scénario de base du mois de juin, et d'un cours inchangé de 1,12 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

L'évolution observée depuis mi-juin sur les marchés financiers a été marquée par le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine, les incertitudes politiques dans certains pays industrialisés et la dégradation des indicateurs conjoncturels à l'échelle mondiale. La volatilité attendue relative aux actions américaines (VIX), qui est mesurée à partir des prix des options, a momentanément affiché une nette augmentation, mais s'est normalisée à la fin de la période sous revue (voir graphique 2.2).

La volatilité a également caractérisé l'évolution des marchés des actions. A mi-septembre toutefois, l'indice mondial MSCI s'inscrivait à un niveau supérieur à celui observé à mi-juin.

Les rendements des obligations d'Etat à dix ans ont fléchi passagèrement dans les pays industrialisés, tombant parfois à des niveaux jamais observés auparavant, notamment en Allemagne. Ils se sont redressés en septembre. En Italie, l'écart de rendement avec d'autres Etats de l'Union européenne s'est visiblement resserré à partir du milieu de l'année (voir graphiques 2.3 et 2.4).

Le yen, qui est considéré comme une valeur refuge, s'est apprécié en termes pondérés par le commerce extérieur. Le dollar des Etats-Unis s'est lui aussi raffermi quelque peu. L'euro a eu tendance à stagner. La livre sterling a fluctué en relation avec le Brexit, mais à mi-septembre, elle avait retrouvé son niveau de mi-juin (voir graphique 2.5). Sous l'effet des tensions commerciales, le renminbi s'est encore déprécié, passant pour la première fois depuis 2008 au-dessus de la barre des 7 yuans pour 1 dollar des Etats-Unis.

L'incertitude accrue et la crainte d'un ralentissement conjoncturel mondial ont dans un premier temps pesé sur le prix du pétrole. La crainte d'une pénurie de pétrole à la suite des événements entravant la production en Arabie saoudite a fait remonter les prix de l'or noir au milieu du mois de septembre. Quant aux prix des métaux industriels, ils ont affiché de fortes variations, mais à la fin de la période examinée, ils étaient plus élevés que trois mois auparavant (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a progressé de 2% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7). La forte consommation privée et la hausse des dépenses publiques ont soutenu la croissance, tandis que les investissements et les exportations ont diminué. Le marché du travail a continué d'évoluer favorablement. L'emploi a poursuivi sa progression, même si le rythme a été plus lent que celui enregistré l'année précédente. Le taux de chômage était quasiment inchangé en août, à 3,7% (voir graphique 2.10).

Selon les indicateurs mensuels, la consommation privée a encore fortement augmenté au troisième trimestre. L'activité industrielle était cependant atone. Les indicateurs établis à partir des enquêtes conjoncturelles sont eux aussi restés faibles (voir graphique 2.9). La BNS table sur une croissance du PIB de 2,3% en 2019 et de 2% en 2020 (voir tableau 2.1). Ce faisant, elle part de l'hypothèse que l'activité industrielle retrouvera peu à peu de sa vigueur dans les trimestres à venir. Les effets résultant de l'aggravation du différend commercial avec la Chine sont toutefois très incertains.

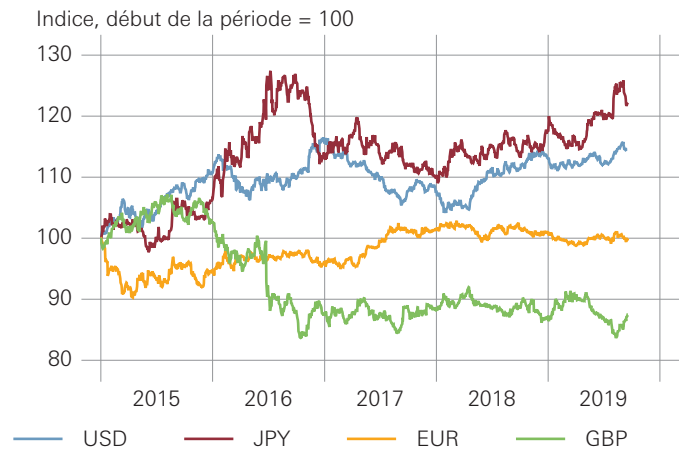
Ces derniers mois, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a été stable et s'est inscrit à 1,7% en août (voir graphique 2.11). La pression à la hausse sur les prix de l'énergie s'est atténuée, tandis que l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté pour s'établir à 2,4% (voir graphique 2.12). Le renchérissement mesuré par le déflateur de la consommation privée était quasiment inchangé en juillet, à 1,4%, et donc encore inférieur à l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

Après avoir relevé la marge de fluctuation en décembre 2018 pour la dernière fois, la Fed l'a abaissée de 25 points de base aussi bien en juillet qu'en septembre 2019, pour la porter à 1,75%-2,0% (voir graphique 2.13). Elle entend ainsi combattre le risque d'un ralentissement conjoncturel. Par ailleurs, la Fed a interrompu la réduction de son bilan dès le mois d'août, soit deux mois plus tôt que prévu.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

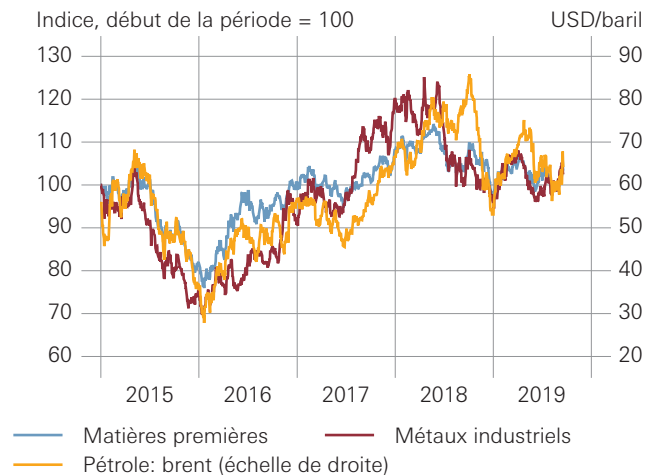
Pondérés par le commerce extérieur



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

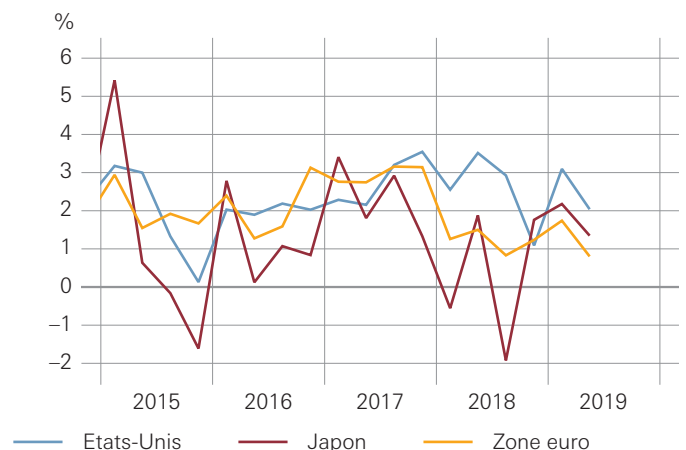


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

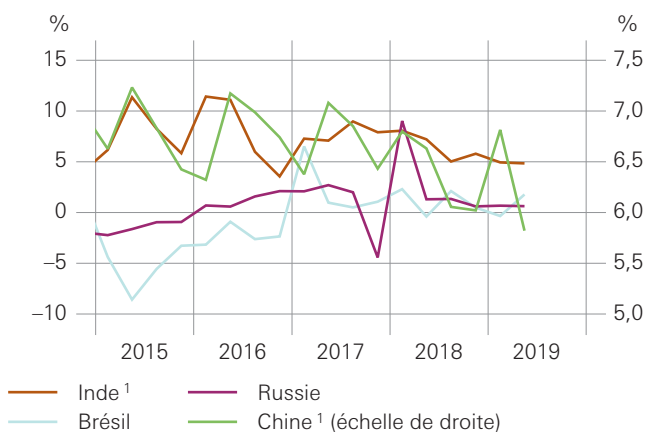


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

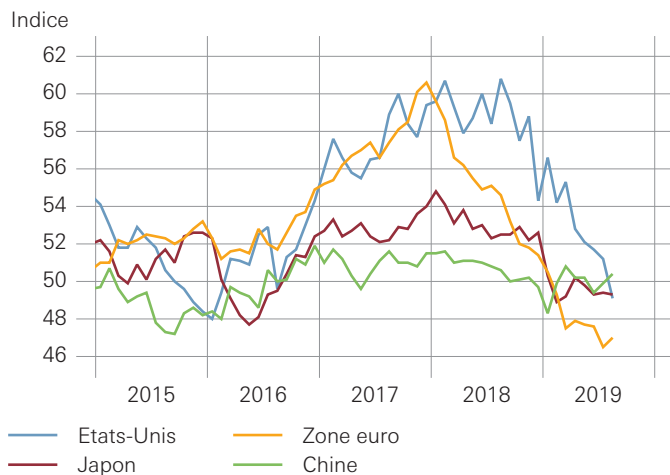
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente



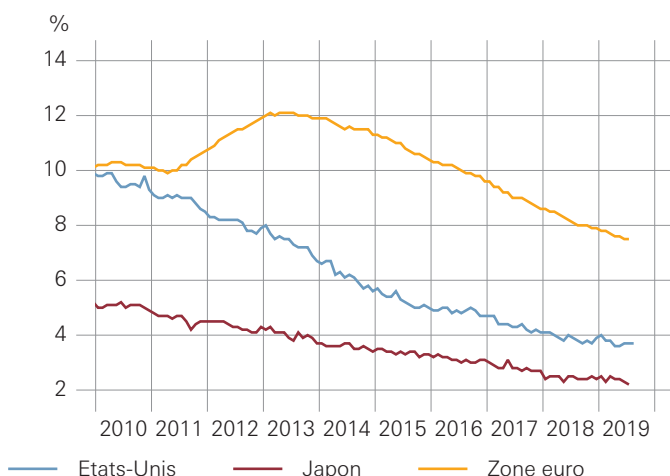
1 Correction des variations saisonnières: BNS.
Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Sources: Institute for Supply Management (ISM) et Markit Economics Limited.

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

Dans la zone euro, la croissance du PIB était de 0,8% au deuxième trimestre, ce qui représente un taux de nouveau inférieur à son potentiel, alors qu'elle s'était nettement renforcée au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Le ralentissement tenait en grande partie au fait que l'Allemagne a vu sa performance économique reculer. L'industrie allemande a fortement souffert de la baisse des échanges mondiaux de biens. Le marché du travail a continué d'évoluer favorablement dans l'ensemble; le taux de chômage a encore diminué en juillet pour s'inscrire à 7,5%, se rapprochant ainsi de son niveau le plus faible depuis la création de la zone euro (7,3%).

Les enquêtes menées auprès des entreprises et des ménages laissent présager une évolution conjoncturelle toujours aussi modeste à court terme. Compte tenu de l'incertitude accrue, les entreprises devraient être plus réticentes à investir et les ménages, plus enclins à épargner. Dans le secteur industriel, les prévisions concernant les exportations restent faibles. Compte tenu de cette situation, la BNS révisé à la baisse sa prévision de croissance concernant la zone euro, la portant à 1,1% tant pour 2019 que pour 2020 (voir tableau 2.1). Elle part cependant du principe que la croissance économique, soutenue par une politique monétaire plus expansionniste et une évolution favorable des revenus des ménages, se renforcera à moyen terme. Les perspectives de croissance s'accompagnent toutefois de risques accrus liés aux différends commerciaux sur le plan international et au Brexit.

La hausse des prix à la consommation dans la zone euro a fléchi ces derniers mois et s'est établie à 1% en août (voir graphique 2.11). Ce recul était dû principalement à la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est demeurée modeste elle aussi, oscillant autour de 1%, comme c'est le cas depuis quelques années (voir graphique 2.12).

A mi-septembre, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé le taux de sa facilité de dépôt de 10 points de base pour le porter à -0,50%. Elle entend maintenir les taux directeurs à ce niveau, voire à un niveau plus bas, jusqu'à ce que la dynamique inflationniste soit suffisamment robuste. En outre, elle a décidé d'acquérir, dès novembre 2019, de nouveaux titres à hauteur de 20 milliards d'euros par mois. Elle prévoit de ne mettre fin au programme d'achat de titres que peu de temps avant qu'elle ne relève les taux directeurs.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 1,3% au deuxième trimestre, contre 2,2% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). La croissance conjoncturelle a donc sensiblement dépassé son potentiel au premier semestre. Soutenue par un congé exceptionnel de dix jours, la demande intérieure a considérablement augmenté au deuxième trimestre. Les exportations ont en revanche stagné, comme en témoigne la faible évolution de l'activité industrielle.

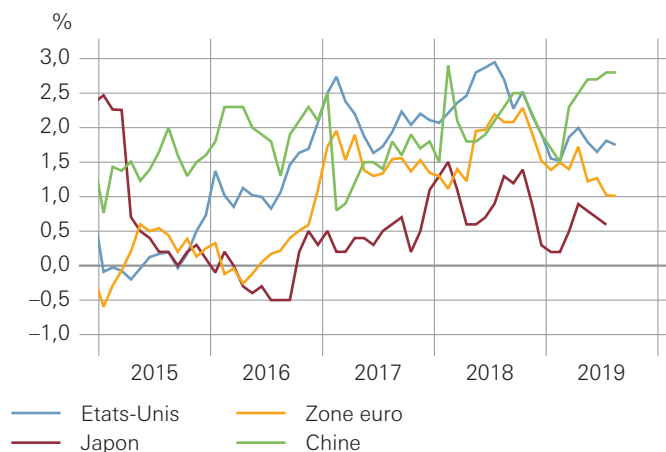
L'évolution au premier semestre a été globalement plus favorable que prévu, mais les perspectives conjoncturelles se sont assombries. Le moral des entreprises industrielles, notamment, s'est sensiblement dégradé ces derniers mois. Les entreprises exportatrices craignent, entre autres, un affaiblissement des investissements à l'échelle mondiale; elles seraient alors fortement affectées, car elles sont largement axées sur les biens d'équipement. Dans le même temps, la confiance des consommateurs s'est détériorée, en partie à cause de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) qui est prévue en octobre 2019. Des mesures conjoncturelles à hauteur de 1% du PIB, parmi lesquelles figurent des investissements dans des infrastructures et un programme de formation gratuite, devraient toutefois atténuer les effets négatifs du relèvement de la TVA. Eu égard au ralentissement de la croissance attendu au second semestre, la BNS table sur une progression du PIB de 1% en 2019, soit à un taux légèrement au-dessus du potentiel, et sur une quasi-stagnation en 2020 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a fléchi après que celle des prix de l'énergie a ralenti et s'établissait à 0,5% en juillet (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé et s'est établie à 0,3% (voir graphique 2.12). Le programme de formation gratuite prévu par le gouvernement compensera en partie les effets inflationnistes du relèvement de la TVA. Etablies à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Eu égard à la dynamique inflationniste modérée, la Banque du Japon envisage de conserver des taux d'intérêt bas pendant une période prolongée, au moins jusqu'au printemps 2020. De plus, elle a rappelé qu'elle était prête à prendre d'autres mesures d'assouplissement en cas de besoin.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

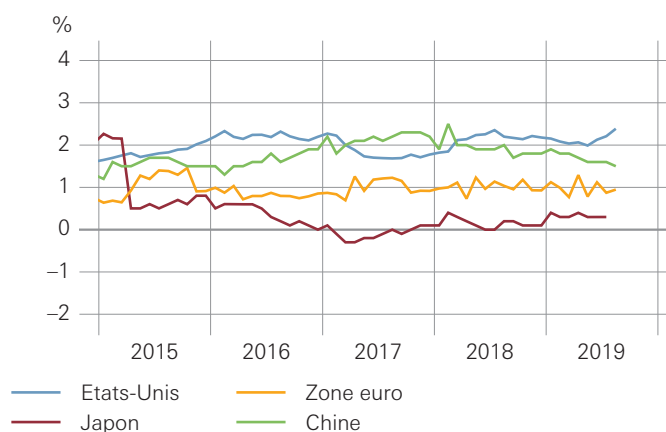


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

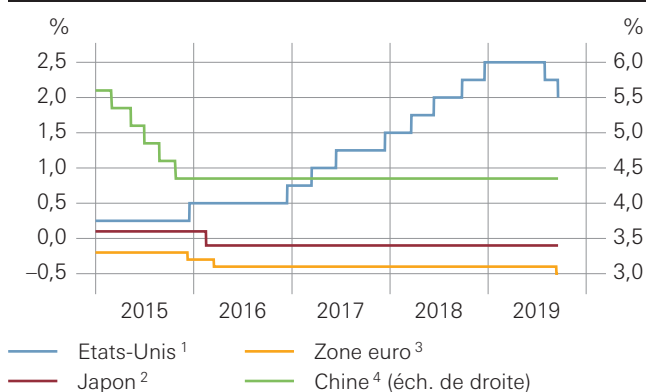
Variation par rapport à l'année précédente



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 de la facilité de dépôt.

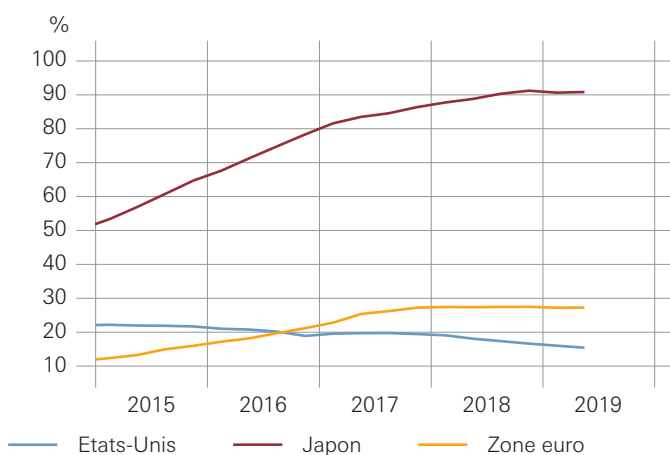
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

CHINE

En Chine, la croissance du PIB a ralenti au deuxième trimestre pour s'établir à 5,8% (voir graphique 2.8). L'activité du secteur industriel a encore perdu de sa vigueur, tandis que celle du tertiaire a fortement progressé.

Soutenue par l'évolution toujours solide du secteur tertiaire, la croissance économique devrait demeurer stable dans les trimestres à venir. La dynamique industrielle devrait encore fléchir légèrement, en raison notamment des tensions commerciales accrues avec les Etats-Unis. Le gouvernement américain veut soumettre en deux étapes, en septembre et en décembre, certaines exportations chinoises qui sont destinées aux Etats-Unis et qui représentent un montant de 300 milliards de dollars par an, à des droits de douane supplémentaires de 15%. De plus, les droits de douane perçus actuellement déjà sur des exportations chinoises pour 250 milliards de dollars seront relevés et passeront de 25% à 30%. De son côté, le gouvernement chinois a annoncé qu'il fixerait des droits de douane supplémentaires compris entre 5% et 10% sur certaines importations en provenance des Etats-Unis.

La politique économique devrait stimuler la conjoncture. Au printemps déjà, le gouvernement a décidé d'augmenter sensiblement les dépenses en matière d'infrastructures pour l'année en cours et de baisser les impôts des entreprises et des particuliers. En septembre, la banque centrale a diminué le taux des réserves minimales de 50 points de base pour conserver les liquidités du système bancaire à un niveau relativement stable. La BNS table sur une progression du PIB chinois de 6,2% en 2019 et de 5,9% en 2020.

BRÉSIL, INDE ET RUSSIE

La conjoncture est restée atone dans les autres grands pays émergents (voir graphique 2.8). De plus en plus expansionniste, la politique économique de ces pays devrait soutenir la croissance du PIB dans les trimestres à venir. En Inde, la banque centrale a déjà réduit ses taux directeurs quatre fois cette année et elle envisage d'autres baisses des taux d'intérêt. Cela devrait notamment bénéficier aux investisseurs privés, qui souffrent depuis quelques temps du ralentissement de l'octroi de crédits. En outre, les dépenses publiques en matière d'infrastructures auront encore des effets positifs. Le Brésil a déjà adopté une politique monétaire expansionniste. En ce qui concerne la Russie, la baisse des prix du pétrole pèsera sur la conjoncture en 2019. Les projets publics d'infrastructures ne devraient compenser que partiellement l'impact négatif résultant des prix du pétrole.

3 Evolution économique en Suisse

L'économie suisse a poursuivi sa croissance modérée au deuxième trimestre. Selon les premières estimations, le PIB a progressé de 1,1%.

D'après les indicateurs conjoncturels, le rythme de la croissance économique a connu un nouveau ralentissement durant les mois d'été, ce qui s'explique essentiellement par la faiblesse de l'industrie à l'échelle mondiale. Les tensions commerciales et les incertitudes politiques à l'échelle internationale ont suscité de l'inquiétude chez les agents économiques du monde entier et ont entraîné un fléchissement de l'industrie manufacturière et des échanges mondiaux de biens. En Suisse, ce recul concerne particulièrement la production et les exportations de biens d'équipement. L'appréciation du franc intervenue ces derniers mois constitue un frein supplémentaire.

En revanche, le marché du travail continue de soutenir la conjoncture. La population active occupée a de nouveau augmenté et le chômage s'est maintenu à un faible niveau jusqu'au mois d'août.

Pour 2019, la BNS table sur une croissance du PIB comprise entre 0,5 et 1%. Lors de son examen de la situation économique et monétaire de juin, elle comptait encore sur une croissance d'environ 1,5% pour l'année en cours. Cette correction à la baisse des prévisions s'explique en majeure partie par la révision des données des trimestres précédents. Par ailleurs, le ralentissement de la conjoncture mondiale et l'appréciation du franc devraient peser sur la croissance au deuxième semestre.

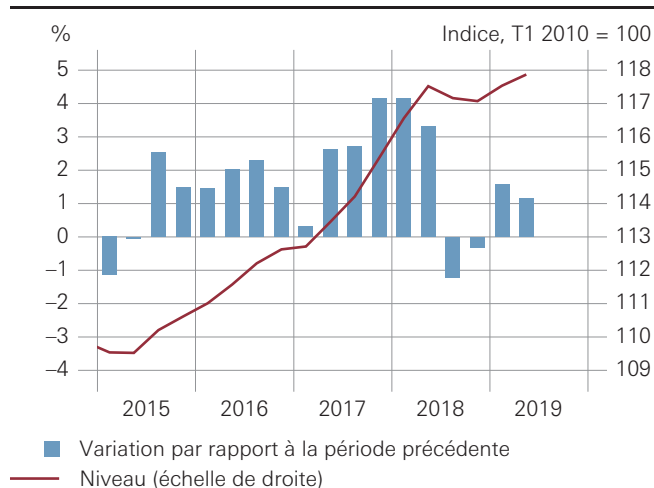
PRODUCTION ET DEMANDE

Croissance enregistrée ces trois dernières années supérieure aux prévisions passées...

Les chiffres annuels des comptes nationaux révisés par l'Office fédéral de la statistique (OFS) révèlent que la croissance du PIB au cours des trois dernières années a été plus vigoureuse que ce qui avait été estimé. La hausse des chiffres annuels se reflète également dans les estimations trimestrielles du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). Ainsi, la croissance moyenne du PIB pour la période comprise entre le deuxième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2018 s'établit à 3,4%, soit la phase d'expansion la plus forte enregistrée depuis la crise financière (voir graphique 3.1).

Graphique 3.1

PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

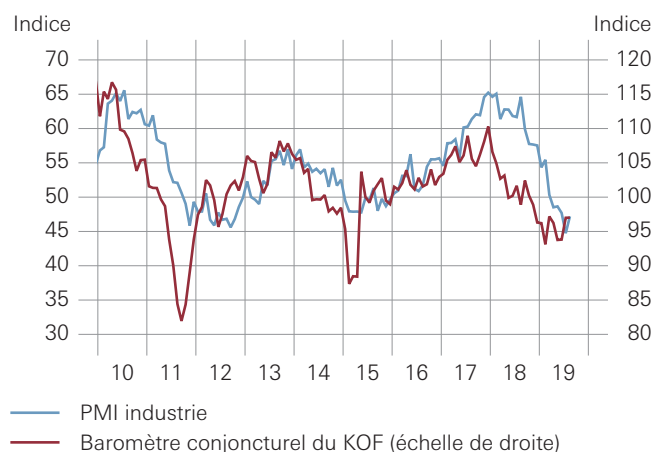
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

... mais en baisse depuis mi-2018

Néanmoins, au vu des chiffres trimestriels révisés, cette expansion de courte durée a pris fin plus brusquement que ce qui ressort des prévisions antérieures. Ainsi, le rythme de croissance à partir du troisième trimestre 2018 a été sensiblement revu à la baisse. D'après les nouvelles estimations trimestrielles, la croissance du PIB s'est établie à -1,2% au troisième trimestre 2018 (contre -0,7% selon les prévisions précédentes), à -0,3% au quatrième trimestre 2018 (contre 1,3%) et à 1,6% au premier trimestre 2019 (contre 2,3%). Par conséquent, la croissance du PIB pour l'année 2019 s'inscrit un demi-point au-dessous de l'estimation antérieure.

Indicateurs conjoncturels plus optimistes que la croissance du PIB estimée au 2^e semestre 2018

La prise en compte d'un large éventail d'informations montre certes un ralentissement progressif de la conjoncture depuis début 2018. Cependant, l'évolution conjoncturelle au deuxième semestre 2018 telle qu'elle ressort des indicateurs de l'emploi et des enquêtes auprès des entreprises n'est pas aussi faible que ne le laisse apparaître la dernière estimation du PIB. D'après l'indice conjoncturel de la BNS, qui offre une vue exhaustive de l'évolution de la conjoncture, le rythme de la croissance est resté dans la moyenne au deuxième semestre 2018, ce qui correspond à une valeur nulle de l'indice conjoncturel de la BNS normalisé (voir graphique 3.2).

Croissance du PIB modérée au 2^e trimestre 2019

Conformément aux prévisions, le PIB a affiché une hausse modérée au deuxième trimestre 2019. D'après les premières estimations du SECO, il a augmenté de 1,1%, contre 1,6% au trimestre précédent. En raison de sa faiblesse au deuxième semestre 2018, il ne s'inscrivait que 0,2% au-dessus de son niveau de la même période de l'année précédente.

La croissance a de nouveau été essentiellement soutenue par l'industrie. Ce résultat s'explique principalement par l'expansion continue de l'industrie pharmaceutique, laquelle réagit beaucoup moins fortement à l'évolution de la conjoncture internationale que les autres branches de l'industrie manufacturière. La demande finale a stagné, mais la consommation privée a légèrement augmenté.

Signes de ralentissement

Le rythme de la croissance s'est de nouveau ralenti ces derniers mois. Depuis juin, l'indice conjoncturel de la BNS est inférieur à sa moyenne de long terme et affiche une tendance à la baisse. La valeur enregistrée au mois d'août ne traduisait plus qu'une croissance extrêmement modérée. Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font également apparaître un nouveau ralentissement de la croissance au troisième trimestre (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2015	2016	2017	2018	2017		2018				2019	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	1,7	1,4	1,2	1,0	1,9	0,8	1,0	1,1	0,1	1,0	1,2	1,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,1	1,3	1,2	0,3	1,7	1,6	-1,6	0,2	-0,2	1,5	2,2	0,5
Investissements	2,3	2,5	3,4	1,1	3,0	3,1	4,1	-1,6	-5,0	-2,2	6,7	-2,6
Construction	1,6	-0,2	1,5	1,2	2,6	4,4	-1,2	2,9	-0,3	-0,8	1,8	-0,4
Biens d'équipement	2,7	4,3	4,6	1,1	3,2	2,3	7,4	-4,1	-7,7	-3,0	9,8	-3,9
Demande intérieure finale	1,8	1,7	1,8	0,9	2,2	1,5	1,5	0,2	-1,3	0,2	2,8	0,2
Variation des stocks ¹	-0,4	-1,4	0,0	0,6	-8,2	12,6	-5,7	6,0	0,0	-11,4	0,1	1,2
Exportations totales ²	2,6	6,5	3,8	4,5	17,6	-6,3	17,4	-6,8	-8,1	20,8	4,0	-2,3
Biens ²	2,6	5,9	5,2	5,9	18,8	-9,0	21,8	-5,6	-12,8	38,0	2,6	-3,1
Biens sans commerce de transit ²	0,7	5,8	5,8	4,4	6,1	1,8	7,3	4,2	-11,3	28,3	3,9	1,3
Services	2,4	7,6	1,1	1,6	15,1	-0,8	9,3	-9,0	1,7	-7,9	7,1	-0,7
Importations totales ²	3,0	4,4	4,4	2,4	0,9	14,4	2,5	-2,2	-10,1	1,1	7,7	-2,6
Biens ²	0,0	3,8	5,2	6,2	0,8	24,8	7,8	0,4	-12,7	3,1	11,8	-6,7
Services	8,8	5,5	2,8	-4,3	1,1	-3,2	-6,9	-7,3	-4,7	-2,8	-0,2	6,3
Commerce extérieur ³	0,1	1,6	0,2	1,4	9,0	-9,8	8,5	-2,9	0,0	10,9	-1,0	-0,2
PIB	1,3	1,7	1,8	2,8	2,7	4,2	4,1	3,3	-1,2	-0,3	1,6	1,1

1 Contribution à la croissance en points (y compris l'écart statistique).

2 Hors objets de valeur (or non monétaire et autres métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et l'indice des directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière indiquent eux aussi une période de faiblesse persistante (voir graphique 3.3). Ainsi, le baromètre du KOF est resté jusqu'en août en-dessous de la barre des 100 points, qui correspond à la croissance moyenne à long terme. Quant au PMI de l'industrie manufacturière calculé par le Credit Suisse, il est certes légèrement reparti à la hausse en août, mais est nettement inférieur au seuil de croissance établi à 50 points.

MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution sur le marché du travail a globalement été favorable. La population active occupée et l'emploi ont poursuivi leur progression sur fond de chômage faible.

Chômage stable

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) n'a guère évolué ces derniers mois. Fin août, quelque 106 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées établi par le SECO s'inscrivait fin août à 2,3% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'OFS calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de son enquête suisse sur la population active (ESPA). Cette enquête, réalisée chaque trimestre auprès des ménages, englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui du SECO. Au deuxième trimestre 2019, il a reculé pour s'établir à 4,5% en données corrigées des variations saisonnières.

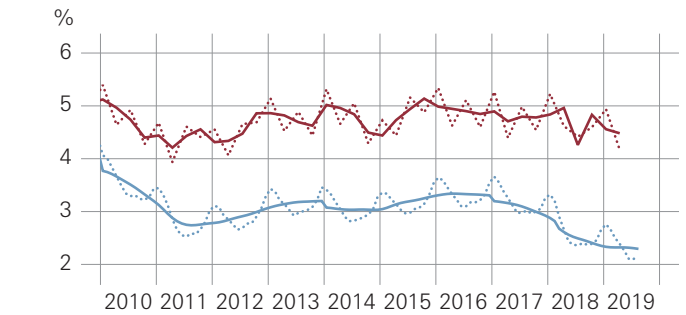
Nouvelle hausse de la population active occupée

D'après la statistique de la population active occupée (SPA), le nombre de personnes actives occupées, en données corrigées des variations saisonnières, s'est accru de 1,1% au deuxième trimestre (voir graphique 3.5), soit une croissance plus ou moins équivalente à sa moyenne de long terme. La SPA mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps n'a que légèrement augmenté au deuxième trimestre (voir graphique 3.6). Tandis que l'emploi a sensiblement progressé dans l'industrie manufacturière et dans la construction, les branches des services n'ont enregistré qu'une hausse modérée des emplois en équivalents plein temps.

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



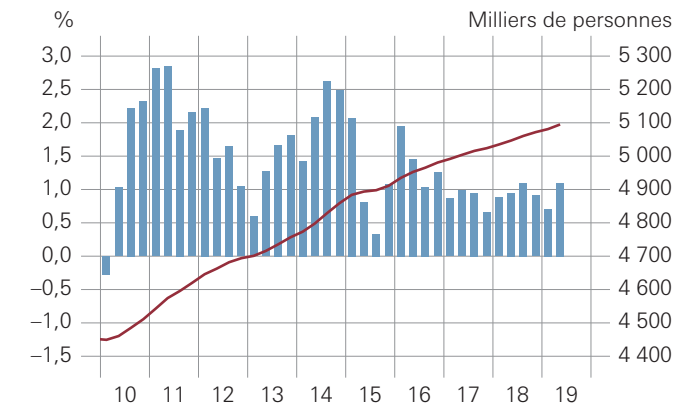
— SECO, série désaisonnalisée ····· SECO
— OIT, série désaisonnalisée ····· OIT

SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 ainsi que les relevés structurels sur trois ans de 2012 à 2014 et de 2015 à 2017.

OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail. Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.5

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

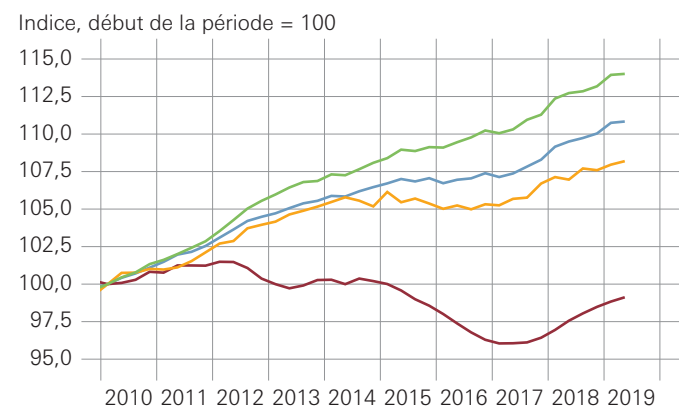


■ Variation par rapport à la période précédente
— Effectifs (échelle de droite)

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

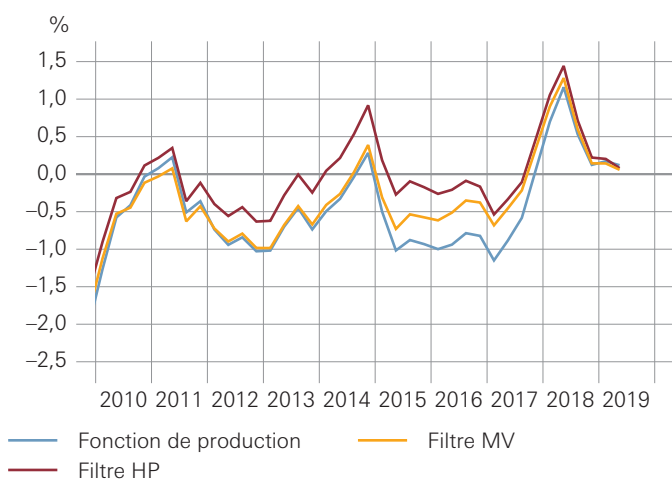
Graphique 3.6

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

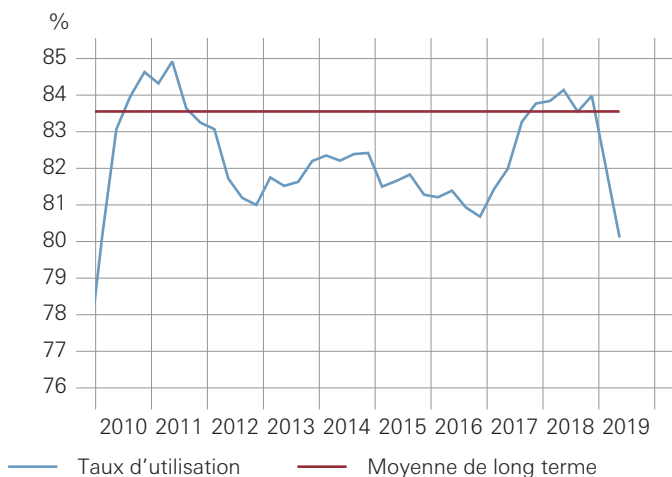


— Total — Construction
— Industrie — Services

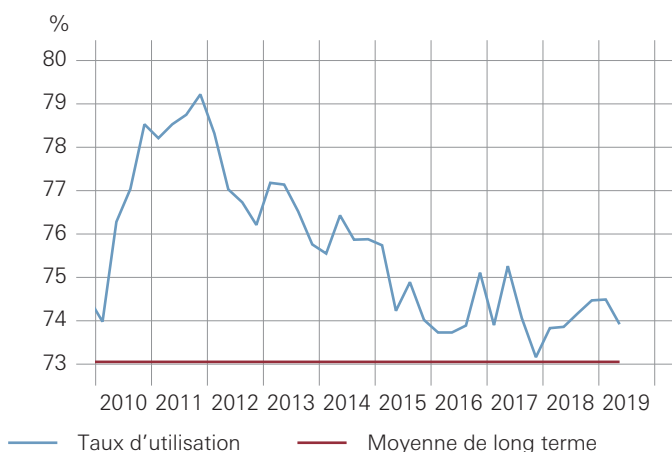
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

ÉCART DE PRODUCTION

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**Ecart de production très proche de zéro**

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. Les estimations reposant sur les chiffres trimestriels du PIB font apparaître un écart très proche de zéro. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart est de 0,1% au deuxième trimestre 2019, contre 0,2% au trimestre précédent. D'autres méthodes utilisées pour estimer le potentiel de production (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié) font aussi apparaître un écart de production très proche de zéro (voir graphique 3.7).

Utilisation des capacités toujours inégale d'après les enquêtes

Les différentes enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production donnent une image très hétérogène pour le deuxième trimestre. Elles indiquent toutefois que l'utilisation des capacités de l'économie suisse a été normale dans l'ensemble.

D'après l'enquête du KOF, l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a encore reculé au deuxième trimestre et s'est établie à 80,1%, soit un niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Cette tendance n'est toutefois confirmée par aucune autre source. Le KOF interroge également les entreprises sur leur estimation de l'utilisation actuelle des capacités techniques. Comme au trimestre précédent, celles-ci sont jugées plutôt un peu justes. Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale révèlent, eux aussi, une utilisation normale. Dans la construction, le taux d'utilisation des machines au deuxième trimestre est resté très légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les branches des services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation des capacités techniques supérieur à la moyenne.

Le manque de personnel se fait toujours sentir. Les enquêtes sur la situation de la main-d'œuvre réalisées dans les différentes branches montrent que les entreprises continuent de rencontrer certaines difficultés pour pourvoir les postes vacants.

PERSPECTIVES

Les perspectives pour l'économie suisse se sont légèrement assombries depuis l'examen de la situation réalisé au mois de juin. L'affaiblissement de la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base pour l'économie mondiale (voir chapitre 2) en est l'une des principales raisons. A l'heure actuelle, on n'observe encore aucun signe d'un regain de vigueur du cycle industriel mondial (voir graphique 3.10) et d'un redressement du commerce international. En outre, l'appréciation du franc porte préjudice à la compétitivité-prix de l'industrie exportatrice. La dégradation de nombreux indicateurs conjoncturels observée depuis longtemps déjà s'avère donc plus marquée et plus durable que prévu.

Néanmoins, les signaux conjoncturels sont loin d'être tous orientés à la baisse. Comme l'attestent les enquêtes du KOF, la marche des affaires est toujours jugée positive dans toutes les branches. Dans l'ensemble, la marche des affaires attendue pour les six prochains mois n'a pas connu de changement notable par rapport aux trimestres précédents. Même dans l'industrie, les entreprises étaient relativement confiantes jusqu'à récemment (voir graphique 3.11). Les perspectives d'emploi, qui demeurent positives, incitent également à l'optimisme (voir graphique 3.12).

Pour 2019, la BNS table désormais sur une croissance du PIB comprise entre 0,5 et 1%, contre environ 1,5% en juin. La correction des prévisions à la baisse s'explique en grande partie par la révision des données des trimestres précédents, qui a entraîné une réduction de la croissance de l'année 2019 d'un demi-point. L'assombrissement des perspectives pour le second semestre se traduit par une baisse des prévisions de croissance annuelle du PIB de 0,2 point. Par conséquent, l'appréciation de l'évolution de la conjoncture faite par la BNS n'a pas autant varié que ce que la révision de la croissance annuelle laisse supposer. D'ici la fin de l'année, le chômage ne devrait pas connaître de modifications notables.

Comme dans le scénario de base pour l'économie mondiale, les risques pour la Suisse tendent toujours à s'accroître. Si, contre toute attente, la conjoncture internationale devait fortement ralentir, le pays en ressentirait rapidement les effets.

Graphique 3.10

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

MARCHE DES AFFAIRES ATTENDUE DANS L'INDUSTRIE

Evolution sur les 6 prochains mois

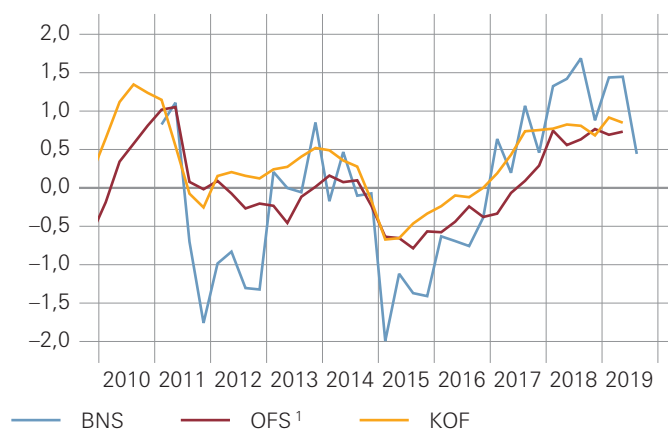


Source: KOF.

Graphique 3.12

PERSPECTIVES D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, standardisées



¹ Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: KOF, OFS et Réseau économique régional de la BNS.

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a fléchi au troisième trimestre 2019, après être resté pratiquement inchangé au premier semestre. Les taux d'inflation sous-jacente ont eux aussi baissé, demeurant proches du taux de renchérissement annuel de l'IPC.

Les anticipations d'inflation sont restées largement inchangées. Tout comme le taux de renchérissement annuel de l'IPC et les taux d'inflation sous-jacente, elles oscillent dans la zone assimilée à la stabilité des prix, que la BNS définit comme une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

PRIX À LA CONSOMMATION

Baisse du taux de renchérissement annuel

Après avoir connu une certaine stabilité au premier semestre 2019, le taux de renchérissement annuel de l'IPC a diminué de moitié, passant à 0,3% en juillet et en août (voir tableau 4.1). A l'exception des loyers, les principales composantes de l'IPC ont toutes contribué à ce recul.

Inflation plus faible des biens et services importés...

Le renchérissement des biens et services importés a ralenti et ne s'inscrivait plus qu'à 0,1% en août. La contribution des produits étrangers au taux de renchérissement annuel de l'IPC est ainsi devenue presque nulle (voir graphique 4.1) et celle des produits pétroliers s'est même montrée négative.

... et des biens et services suisses

Le taux de renchérissement des biens et services suisses a lui aussi reculé pour s'établir à 0,4% en août (voir graphique 4.2). La hausse modeste mais constante qui avait commencé début 2018 a donc pris fin. Hormis les loyers, les biens et les services suisses ont contribué à la diminution de ce taux.

Renchérissement stable des loyers

Le renchérissement des loyers est demeuré stable. Calculés tous les trimestres, les loyers étaient en août 2019 supérieurs de 0,5% au niveau enregistré un an auparavant. Le taux d'intérêt de référence, qui sert de repère pour les adaptations de loyers en fonction des variations des taux hypothécaires, s'élève à 1,5% depuis juin 2017 (voir graphique 4.3).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2018		2018		2019		2019	
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	août
IPC, indice total	0,9	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3
Biens et services suisses	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,4	0,4
Biens	0,8	1,0	1,2	0,9	0,9	0,8	0,5	0,6
Services	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,4	0,4
Services privés (hors loyers des logements)	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	1,0	0,5	0,6
Loyers des logements	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Services publics	-0,8	-0,8	-0,7	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5
Biens et services importés	2,4	3,0	2,1	0,7	0,6	0,4	0,1	0,1
Hors produits pétroliers	1,1	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	0,4	0,6
Produits pétroliers	11,9	16,6	12,5	1,1	0,1	-3,2	-2,6	-3,5

Sources: BNS et OFS.

Inflation sous-jacente proche du taux de renchérissement annuel

Dans l'ensemble, les taux d'inflation sous-jacente n'ont guère varié depuis l'automne 2017 (voir graphique 4.4). Ces trois derniers mois, ils ont fléchi de façon un peu moins marquée que le taux de renchérissement annuel de l'IPC, de sorte que l'écart s'est encore réduit. En août 2019, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) correspondait au taux de renchérissement annuel de l'IPC de 0,3%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente établi par l'OFS (OFS1) était de 0,4%, soit légèrement supérieur.

L'OFS1 et la TM15 reposent sur un panier réduit: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut du panier les produits 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

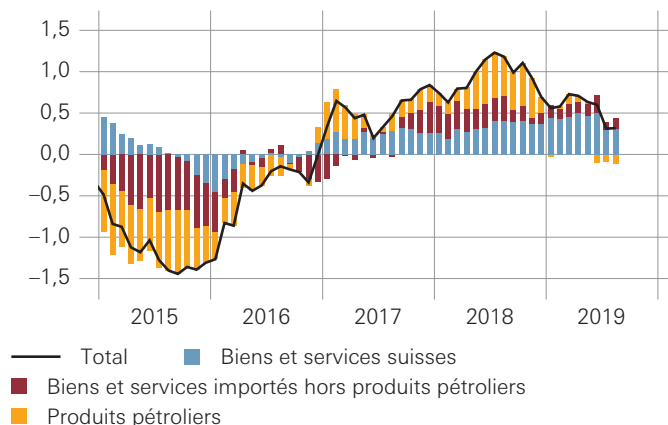
Baisse des prix de l'offre totale

Depuis le début de l'année 2019, les prix de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation) sont inférieurs au niveau observé au cours de la même période de 2018. En août 2019, leur taux de renchérissement s'établissait à -1,9% (voir graphique 4.5). Légèrement inférieur à 0% durant les premiers mois de l'année, il a poursuivi sa descente en zone négative ces derniers mois. Cette évolution tient principalement aux prix à l'importation, dont le recul a été sensiblement plus marqué que celui des prix à la production.

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

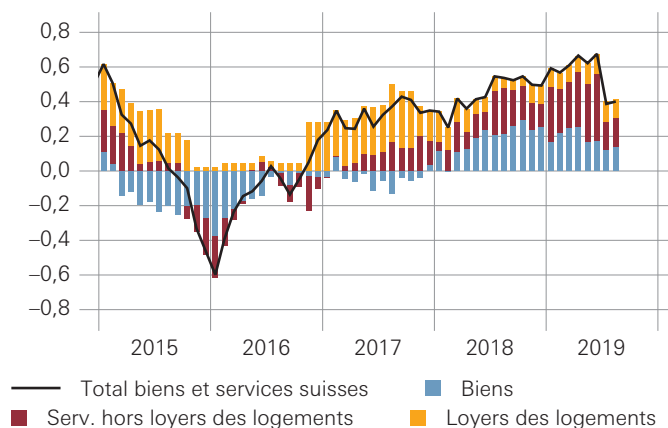


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

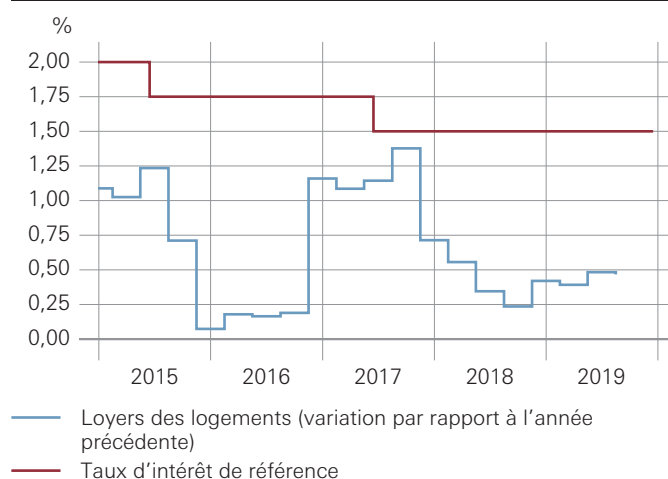
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

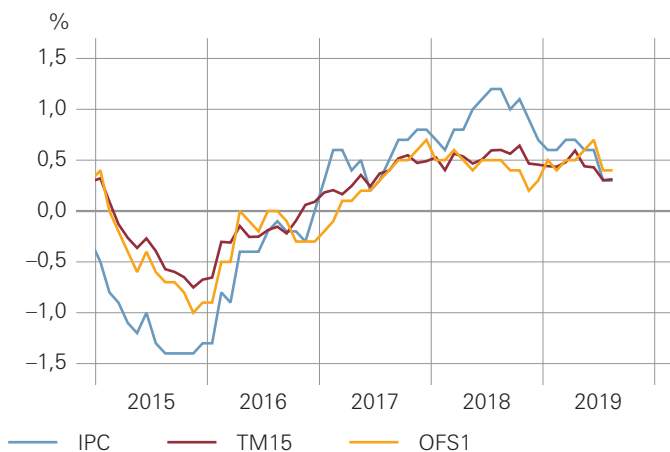
LOYERS DES LOGEMENTS



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

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

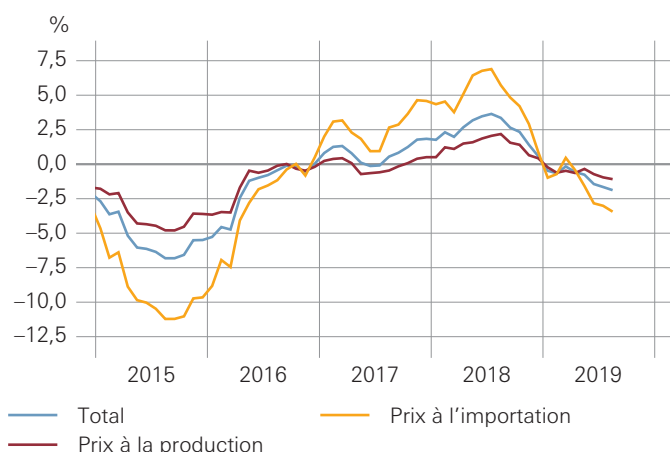


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

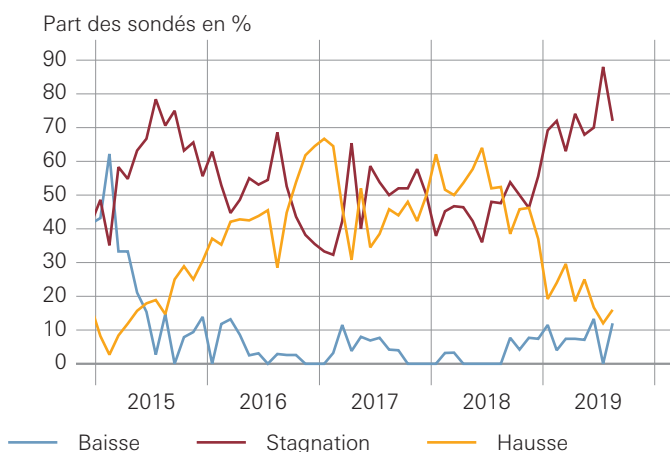
PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

Graphique 4.6

ENQUÊTE CS-CFA: ANTICIPATIONS D'INFLATION À 6 MOIS

Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Anticipations d'inflation conformes à la stabilité des prix**

Les anticipations d'inflation tant à court qu'à long terme demeurent légèrement positives. Elles restent ainsi conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Persistance d'anticipations d'inflation faiblement positives à court terme

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, la grande majorité des analystes interrogés en août 2019 tablaient sur des taux d'inflation inchangés au cours des six prochains mois (voir graphique 4.6). Les autres participants à l'enquête s'attendaient, à peu près à parts égales, à une hausse ou à une baisse des taux d'inflation. Etant donné que le taux de renchérissement annuel de l'IPC s'inscrivait à 0,3% en juillet, les résultats de l'enquête incitent à penser que les anticipations d'inflation à court terme sont légèrement positives.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprise de tous les secteurs économiques permettent également de conclure à de faibles anticipations d'inflation à court terme. Au troisième trimestre 2019, les personnes interrogées prévoyaient un renchérissement annuel moyen de 0,5% pour les six à douze prochains mois (trimestre précédent: 0,4%).

L'enquête trimestrielle effectuée par le SECO auprès des ménages concernant l'évolution des prix attendue pour les douze prochains mois a donné pratiquement les mêmes résultats en juillet 2019 qu'au trimestre précédent. Une bonne moitié des personnes interrogées s'attendaient à une hausse des prix, tandis qu'environ deux cinquièmes tablaient sur des prix inchangés et qu'un très petit nombre escomptait une baisse des prix.

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. Comme au trimestre précédent, les chefs d'entreprise interrogés au troisième trimestre par les délégués de la BNS estiment que le taux d'inflation devrait être de 0,8% dans les trois à cinq ans.

5

Evolution monétaire

Lors de son examen du 13 juin 2019, la BNS a annoncé l'introduction de son taux directeur en lieu et place du Libor à trois mois pour le franc. Cette décision n'a pas eu d'incidence sur le cap de sa politique monétaire. Celle-ci a continué de 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.

Depuis juin 2019, les taux à long terme du marché des capitaux ont reculé, sous l'influence de facteurs d'ordre international. Le taux de l'argent au jour le jour (SARON) est par contre demeuré au niveau du taux directeur de la BNS et du taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS (-0,75%).

Sur le marché des changes, le franc s'est apprécié face à la plupart des monnaies. En août, sa valeur pondérée par le commerce extérieur s'est établie, en termes nominaux, au niveau le plus élevé depuis les jours qui ont suivi la suppression du cours plancher en janvier 2015.

Comme au trimestre précédent, l'agrégat monétaire M3 et les crédits bancaires ont affiché des taux de croissance modérés.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-JUIN

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 13 juin 2019, la BNS a confirmé le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle a décidé de fixer à -0,75% son nouveau taux directeur et de maintenir à -0,75% le taux appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis le 13 juin 2019, le taux directeur de la BNS remplace la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois. La Banque nationale a annoncé qu'elle prendrait et communiquerait désormais ses décisions de politique monétaire en fixant ce taux. Elle a précisé qu'elle vise à maintenir les taux à court terme du marché monétaire gagé, et notamment le SARON, à un niveau proche de celui de son taux directeur.

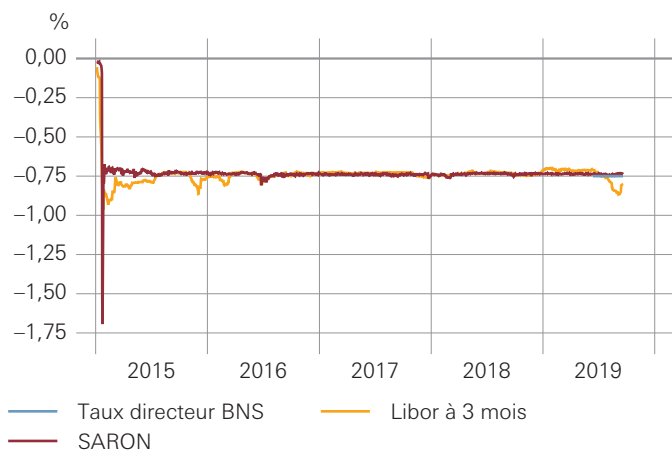
Légère augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de juin 2019, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté. Dans la semaine du 9 au 13 septembre 2019 (la dernière semaine avant l'examen de mi-septembre), ils portaient sur 592,4 milliards de francs et dépassaient ainsi de 14,4 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2019. Entre mi-juin et mi-septembre 2019, ils s'établissaient en moyenne à 585 milliards de francs, soit 474,7 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 110,3 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 17,3 milliards de francs pour la période allant du 20 mai au 19 août 2019. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 459,2 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 471,7 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

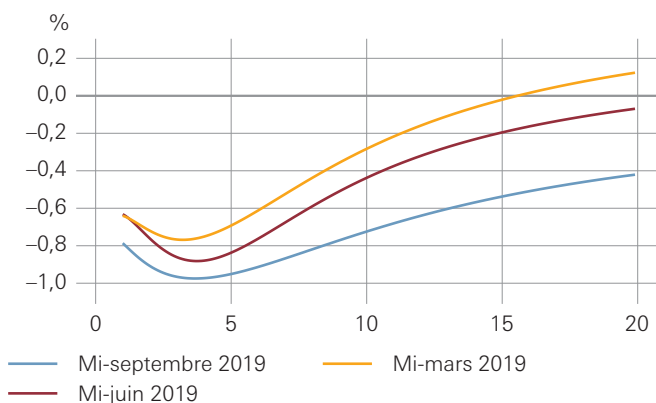


Source: BNS.

Graphique 5.3

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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



Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt pratiquement inchangés sur le marché monétaire

Les taux du marché monétaire sont demeurés quasiment inchangés les trois derniers mois. Le Saron s'est toujours inscrit à un niveau proche du taux directeur de la BNS, qui est de -0,75%. Les anticipations de taux ont contribué à faire chuter des taux du marché monétaire tels que le Libor à trois mois (voir graphique 5.1).

Nouveau recul des taux du marché des capitaux

Les taux du marché des capitaux ont poursuivi leur repli durant les mois d'été pour s'inscrire à des niveaux historiquement bas. A la mi-août, le rendement des obligations de la Confédération à dix ans est pour la première fois passé en-dessous de -1% (voir graphique 5.2).

Ce recul découle pour l'essentiel de facteurs d'ordre international, à savoir principalement l'aggravation du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine et l'assombrissement de la conjoncture mondiale. Les rendements des obligations d'Etat des Etats-Unis et d'autres grands pays industrialisés ont également accusé un fort recul.

Aplatissement de la courbe des rendements

La courbe des rendements des obligations de la Confédération s'est déplacée vers le bas, tant par rapport à juin que par rapport à mars. Dans le même temps, elle s'est aplatie (voir graphique 5.3). Mi-septembre 2019, les rendements des obligations à moins de 9 ans s'inscrivaient en-dessous du niveau actuel du taux directeur de la BNS (-0,75%).

Niveau toujours bas des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels sont déterminants pour les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. L'évolution de la courbe des taux des obligations de la Confédération et les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes amènent à penser que les taux d'intérêt réels ont à nouveau reculé.

COURS DE CHANGE

Hausse du franc face à l'euro

Depuis l'examen de juin, le franc s'est apprécié de 2% face à l'euro (voir graphique 5.4). Mi-septembre, l'euro s'échangeait à 1,08 franc. Il n'était plus descendu à un tel niveau depuis la mi-2017. Face au dollar des Etats-Unis, le franc a légèrement fluctué mais n'a guère varié.

L'appréciation face à l'euro a résulté d'une part des anticipations des agents économiques, lesquels tablent sur un assouplissement de la politique monétaire hors de Suisse. D'autre part, l'appréciation du franc traduit à nouveau des changements intervenus dans la propension au risque des agents économiques, notamment du fait du durcissement du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine.

Valeur extérieure du franc en termes nominaux à son plus haut depuis début 2015

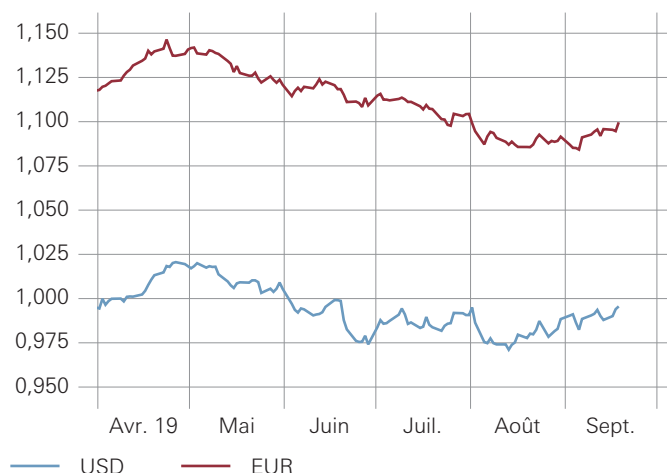
La valeur nominale du franc pondérée par le commerce extérieur s'est accrue fin août pour s'établir à son plus haut niveau depuis les jours qui ont suivi la suppression du cours plancher en janvier 2015. Mi-septembre, elle se situait 1,3% au-dessus du niveau observé lors de l'examen de juin (voir graphique 5.5). Outre son appréciation face à l'euro, l'affaiblissement de la livre sterling (-1,5%) et du renminbi (-2%) ont notamment contribué à la hausse de la valeur extérieure du franc en termes nominaux.

Progression de la valeur extérieure du franc en termes réels

L'appréciation nominale du franc s'est accompagnée d'un accroissement de sa valeur extérieure en termes réels (voir graphique 5.6). Le franc demeure à un niveau historiquement élevé.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



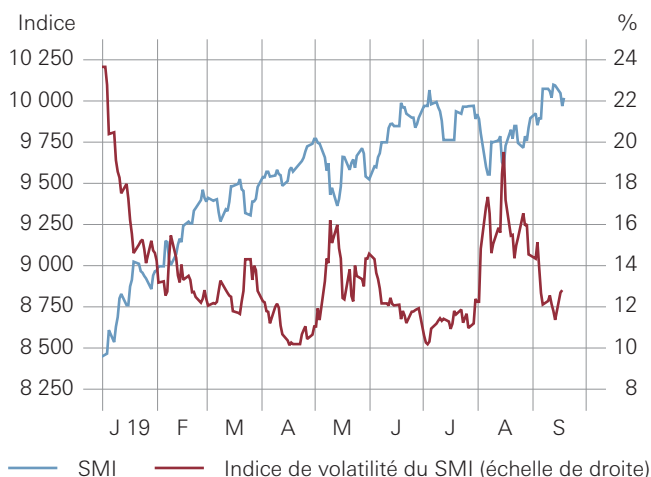
Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

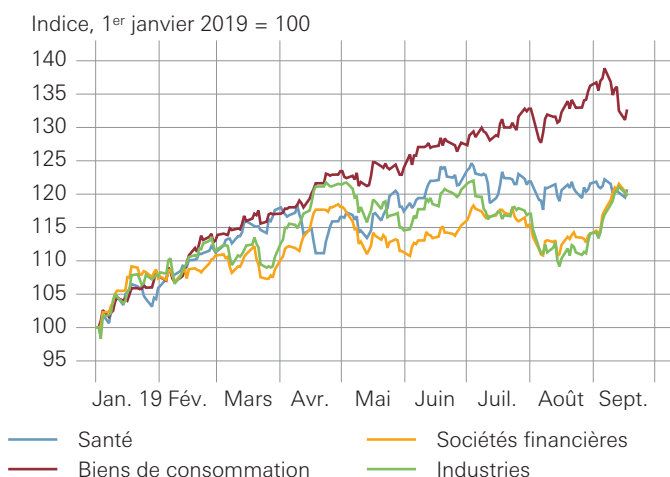


Source: BNS.

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

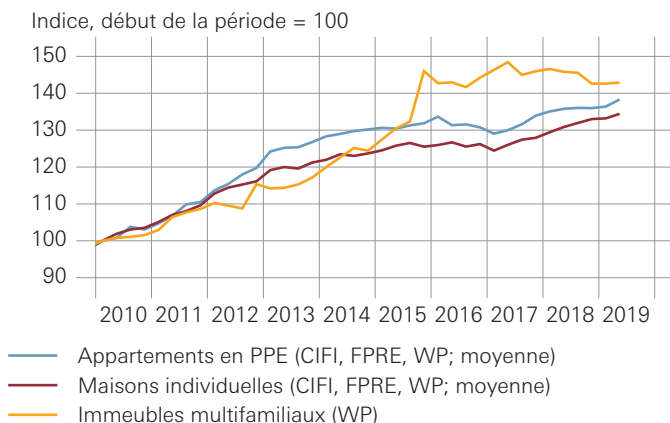
SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DES TRANSACTIONS POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER**Recul temporaire sur le marché des actions**

Début août, les cours des actions des plus grandes entreprises suisses se sont repliés (voir graphique 5.7). Ce recul est principalement dû à des facteurs d'ordre international comme le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ou l'assombrissement de la conjoncture mondiale. Le Swiss Market Index (SMI) est rapidement remonté ensuite et en septembre, il s'inscrivait à un nouveau pic.

Incertitude provisoirement accrue sur les marchés

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'appréciation par les agents économiques de l'incertitude sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Début août, cet indice a affiché une forte progression et dans les semaines qui ont suivi, il est demeuré au-dessus de sa moyenne annuelle. Toutefois, son niveau n'est pas historiquement élevé.

Evolution des indices sectoriels

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Le sous-indice des biens de consommation a progressé pratiquement au même rythme, tandis que les autres sous-indices ont légèrement reculé ou stagné à partir de la mi-2019. Toutefois, les quatre sous-indices ont gagné 20% ou plus depuis le début de l'année.

Prix des maisons individuelles et des appartements en PPE plus élevés qu'en 2018

Les prix des appartements en propriété par étage (PPE) et des maisons individuelles ont poursuivi leur légère progression au deuxième trimestre 2019. En revanche, les prix des immeubles locatifs résidentiels (multifamiliaux) n'ont presque pas varié depuis fin 2015. Sur ce segment, l'offre a fortement progressé ces dernières années, alors que la demande est demeurée modérée, ce qui s'est traduit par un accroissement de la proportion de logements vacants.

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 depuis mi-2017. En août 2019, elle s’inscrivait à 553 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10), soit 78,7 milliards pour les billets en circulation et 474,3 milliards détenus pour les avoirs en comptes de virement.

Croissance stable de la monnaie au sens large

Après une accélération continue lors des quatre trimestres précédents, les taux de croissance de la monnaie au sens large (M2 et M3) se sont stabilisés à la mi-2019 (voir tableau 5.1).

En août 2019, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 4% le niveau auquel il s’était inscrit un an plus tôt. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d’épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 2,9% et 2,7%.

L’évolution de M3 est la plupart du temps liée à l’octroi de crédits par les banques. Actuellement, M3 s’accroît pratiquement au même rythme que les crédits bancaires en francs (voir graphique 5.11).

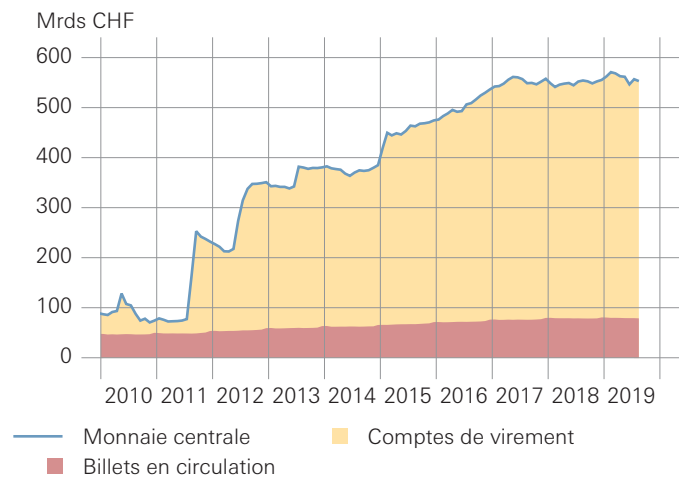
Poursuite de la croissance du volume des prêts hypothécaires

Au deuxième trimestre 2019, l’encours des crédits bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) s’était accru de 3,3% en un an. Au trimestre précédent, la progression annuelle était de 3,6% (voir tableau 5.1). Le rythme de croissance des prêts hypothécaires n’a pas varié, tandis que celui des autres crédits s’est ralenti.

Les prêts hypothécaires constituent quelque 85% de l’encours des crédits bancaires accordés à des clients résidents. Au deuxième trimestre, comme au trimestre précédent, ils dépassaient de 3,4% le niveau auquel ils s’inscrivaient un an plus tôt. La demande de prêts hypothécaires reste soutenue par le bas niveau des taux. Depuis le début de l’année, le taux des nouveaux prêts à dix ans a fortement reculé, s’inscrivant à un plancher historique, à savoir à 1,2% (voir graphique 5.12).

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE

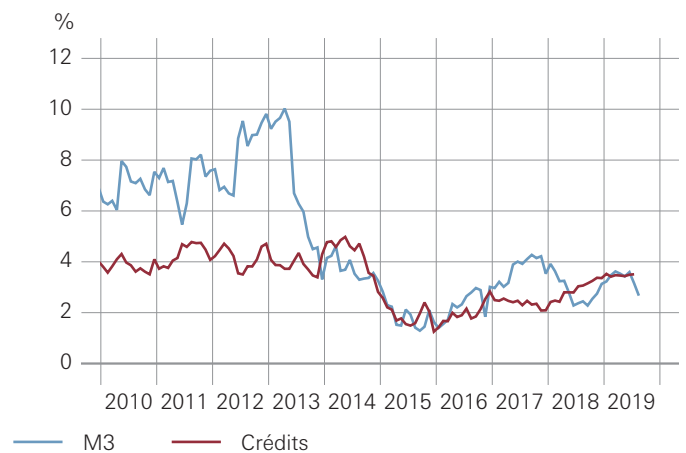


Source: BNS.

Graphique 5.11

M3 ET CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS

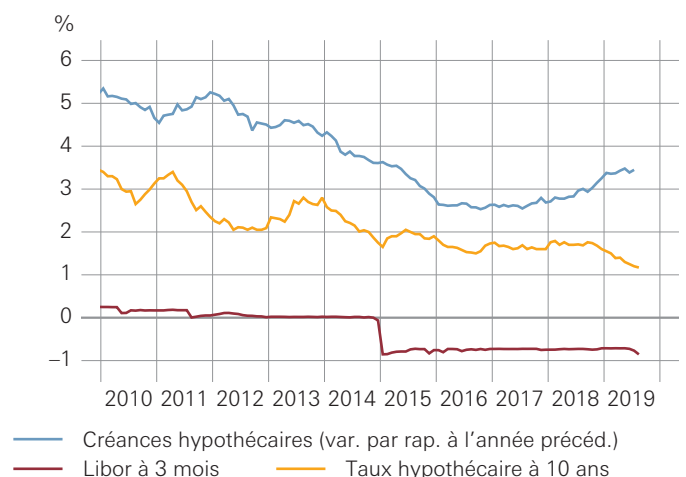
Variation par rapport à l’année précédente



Source: BNS.

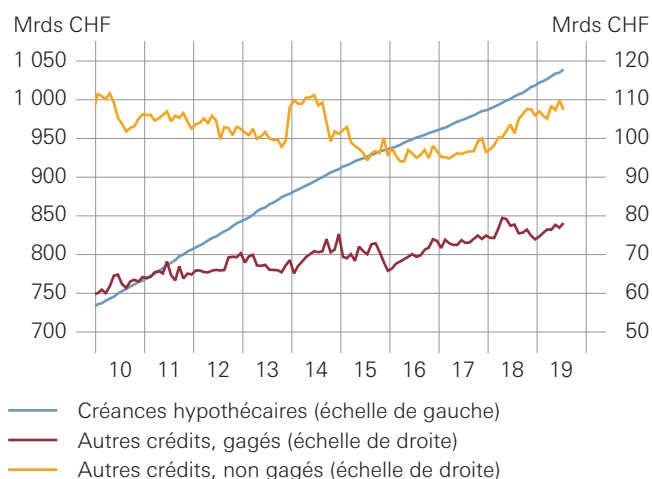
Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D’INTÉRÊT



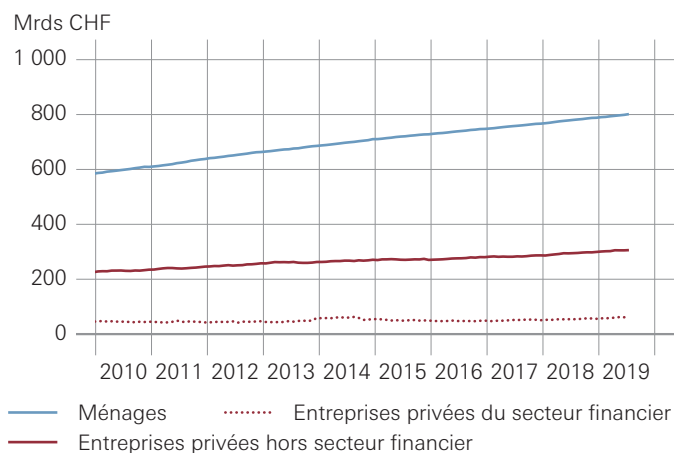
Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.13

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS

Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Source: BNS.

Les autres crédits, c'est-à-dire ceux qui ne sont pas couverts par une hypothèque, sont bien plus volatils (voir graphique 5.13). Au deuxième trimestre 2019, leur encours avait progressé de 2,7% en un an, après un accroissement annuel de 4,6% au premier trimestre. Cette augmentation est due à celle des autres crédits non gagés. Les autres crédits gagés, quant à eux, ont légèrement reculé en un an.

Croissance des crédits par secteurs

Les ménages comme les sociétés non financières ont bénéficié de conditions de financement favorables depuis le début de la crise économique et financière, ce qui s'est traduit par une hausse constante de l'encours des crédits bancaires à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.14).

Fin juin 2019, les crédits aux ménages, constitués à 95% de prêts hypothécaires, dépassaient de 20,4 milliards de francs, ou de 2,6%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux sociétés non financières (comportant 77% de prêts hypothécaires) ont augmenté de 11 milliards de francs (+3,7%) sur la même période. Quant aux prêts aux sociétés financières, qui portent sur un volume bien plus faible et sont plus volatils, ils ont progressé de 7,1 milliards de francs ou de 13,1%.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2018	2018		2019		2019		
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
M1	5,8	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	4,7	4,0
M2	3,2	2,6	3,1	3,3	3,7	3,7	3,4	2,9
M3	2,9	2,4	2,8	3,4	3,5	3,6	3,2	2,7
Crédits bancaires, total ^{1,3}	3,3	3,4	3,4	3,6	3,3	3,3	3,5	
Créances hypothécaires ^{1,3}	2,9	3,0	3,1	3,4	3,4	3,4	3,4	
Ménages ^{2,3}	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,8	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	3,8	3,8	4,4	5,2	5,6	5,4	5,4	
Autres crédits ^{1,3}	5,4	6,2	5,1	4,6	2,7	3,1	3,7	
gagés ^{1,3}	3,9	3,9	0,6	0,7	-2,1	-0,7	0,5	
non gagés ^{1,3}	6,6	7,9	8,6	7,6	6,5	6,0	6,1	

1 Bilans mensuels (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées 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

3^e trimestre 2019

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, 211 entretiens ont eu lieu avec des
représentants d'entreprises entre mi-juillet et début septembre.

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
Gregor Bäurle
Daniel Hanimann
Fabio Bossi
Urs Schönholzer
Rita Kobel

L'essentiel en bref

- Au troisième trimestre, l'économie suisse a nettement perdu de sa vigueur. La progression des chiffres d'affaires en termes réels s'est encore ralentie, et les incertitudes se sont sensiblement accrues. Cette évolution traduit avant tout le ralentissement de l'économie mondiale.
- L'utilisation des capacités techniques de production est dans l'ensemble conforme à la normale, mais l'hétérogénéité entre les secteurs est plus marquée qu'auparavant. Les effectifs sont toujours jugés légèrement insuffisants, bien que dans une mesure moindre qu'aux trimestres précédents.
- Globalement, la pression sur les marges bénéficiaires s'est légèrement intensifiée. La grande majorité des entreprises considèrent toutefois le niveau des marges comme «viable», voire «confortable».
- Pour les deux prochains trimestres, les chefs d'entreprise tablent sur une hausse modérée des chiffres d'affaires, de l'emploi et des investissements.
- Pour la première fois depuis début 2017, les interlocuteurs ne s'attendent plus à une progression des prix d'achat et de vente.
- Les répercussions des tensions commerciales, les perspectives économiques mondiales et une nouvelle appréciation du franc font partie des risques majeurs.

SITUATION ACTUELLE

Nouveau ralentissement de la dynamique conjoncturelle

Au troisième trimestre, l'économie suisse a perdu de sa vigueur. Le fléchissement progressif amorcé depuis les records de croissance enregistrés au début de l'année dernière se poursuit.

La hausse trimestrielle des chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises s'est ralentie (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Plus que l'évolution actuelle des chiffres d'affaires, la contraction des entrées de commandes affaiblit le moral des entreprises.

Diverses entreprises qui exportent directement ou indirectement en Allemagne perçoivent nettement la dégradation de la conjoncture observée dans ce pays. La marche des affaires avec les Etats-Unis reste majoritairement favorable. Les signaux concernant les échanges commerciaux avec l'Asie et l'Europe sont très hétérogènes selon les branches et les entreprises. Il faut y voir en partie les conséquences du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Certaines branches connaissent également des perturbations suite aux mouvements de protestation qui ont lieu à Hong Kong.

Utilisation des capacités de production conforme à la normale

Dans l'ensemble, le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est conforme à la normale (voir graphique 2). Cela concerne environ 40% des entreprises, tandis que 30% enregistrent une légère sous-utilisation, et 30% une légère surutilisation. Dans l'industrie, les capacités sont légèrement sous-utilisées; la problématique des difficultés d'approvisionnement

et des délais de livraison parfois longs – encore abordée tout récemment – n'est plus guère évoquée. Dans la construction, le taux d'utilisation des capacités est toujours aussi élevé.

Manque d'effectifs moins prononcé

Les interlocuteurs continuent de considérer leurs effectifs comme un peu trop limités, mais dans une mesure légèrement moindre qu'au trimestre précédent. Dans l'industrie surtout, les effectifs sont dans l'ensemble en adéquation avec les besoins. Certaines entreprises envisagent de ne pas repourvoir les postes devenus vacants après le départ de collaborateurs.

Dans de nombreuses branches, le recrutement est jugé plus ardu que d'habitude. Cela tient à la pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail, mais aussi à l'accroissement des exigences relatives aux profils de poste, plus exactement aux compétences en matière de technologies de l'information. Le manque de personnel qualifié compte toujours parmi les préoccupations majeures d'un certain nombre d'entreprises, mais dans une mesure moindre qu'aux trimestres précédents. Les spécialistes en technologies de l'information, les ingénieurs et les experts dans les domaines techniques sont toujours très recherchés. Pour recruter des collaborateurs et les conserver, de nombreuses entreprises accordent une grande importance à la formation interne et au maintien de leur attractivité en tant qu'employeur.

Légère hausse de la pression sur les marges bénéficiaires

Globalement, la pression sur les marges a légèrement augmenté. Celles-ci sont quelque peu inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs, mais sont néanmoins jugées «viables», voire «confortables» par 85% d'entre eux.

Graphique 1

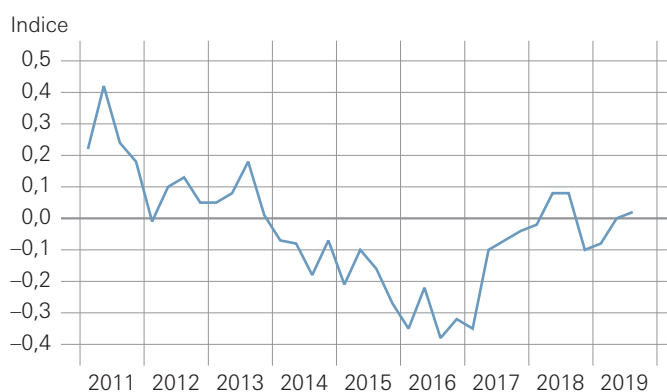
CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



Evolution 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.

Graphique 2

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale. Source: BNS.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont identiques à ceux du trimestre précédent, tant pour le commerce de gros que pour le commerce de détail et le commerce automobile. Dans le commerce de détail et le commerce de gros, les infrastructures sont sous-utilisées. Dans le commerce de détail traditionnel, la pression sur les marges s'est encore accrue. Le tourisme d'achat à l'étranger n'est pas perçu comme un problème aigu, mais comme un risque latent en cas de nouvelle appréciation du franc.

Dans le secteur financier, autrement dit les banques, les assurances et les sociétés de gestion de fortune, les chiffres d'affaires sont demeurés inchangés par rapport au trimestre précédent. En ce qui concerne les marges, la situation s'est encore aggravée dans toute la branche, et plus particulièrement pour les banques. Les marges bénéficiaires sont nettement inférieures aux valeurs jugées normales. Cela tient à la baisse générale des taux d'intérêt, au resserrement continu de l'écart entre les intérêts actifs et passifs – qui n'est plus que partiellement compensé par la croissance du volume des fonds de la clientèle et des prêts – ainsi qu'aux coûts occasionnés par la mise en œuvre de la numérisation et de la réglementation. S'y ajoute une prudence accrue des clients en matière de placements et une concurrence plus vive consécutive à l'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché.

Dans l'hôtellerie et la restauration, la marche des affaires est extrêmement dynamique, avec des chiffres d'affaires supérieurs à ceux du trimestre précédent et nettement plus élevés que ceux du troisième trimestre 2018. Les hôtels, comme les entreprises de restauration, affichent une utilisation des capacités conforme aux normes. Les marges enregistrées par les hôtels sont sensiblement supérieures aux valeurs habituelles. Dans les régions de montagne, le tourisme a tiré avantage des vagues de chaleur et de la hausse de la demande des touristes suisses.

Dans les entreprises du secteur des technologies de l'information, les chiffres d'affaires sont nettement supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et un an auparavant. La transformation numérique, la demande croissante dans le domaine de la fintech ainsi que la cybersécurité jouent un rôle moteur dans ce domaine d'activité. En revanche, la pénurie persistante de main-d'œuvre qualifiée constitue un frein.

L'évolution des chiffres d'affaires est positive pour les bureaux de conseil et les réviseurs, pour les bureaux d'ingénieurs et d'architectes ainsi que pour les sociétés fournissant des services relatifs aux bâtiments. Dans le secteur de la santé, les entreprises font état d'une marche des affaires dynamique avec des marges supérieures aux valeurs habituelles.

Dans l'industrie, la plupart des branches ont réalisé des chiffres d'affaires plus élevés qu'au trimestre précédent. L'évolution des affaires est excellente dans l'industrie pharmaceutique, qui enregistre des chiffres d'affaires nettement supérieurs à ceux des périodes de référence. La marche des affaires se révèle également dynamique chez les fabricants de matières plastiques et d'équipements électriques ainsi que dans la production d'énergie. En revanche, les entreprises de la métallurgie, de l'industrie de transformation des métaux et de l'industrie des machines ont réalisé des chiffres d'affaires plus bas que ceux du trimestre précédent et des marges inférieures au niveau habituel.

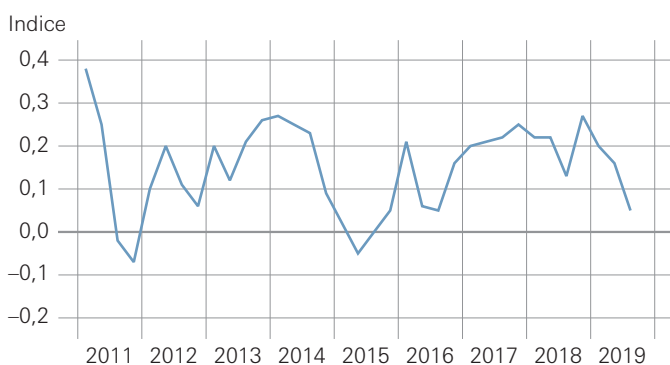
L'horlogerie fait état d'une évolution solide des affaires dans l'ensemble, mais continue de présenter de très grandes disparités. Les fournisseurs de l'industrie automobile perçoivent toujours l'incertitude qui règne sur ce marché en raison du changement technologique, de nouveaux procédés de test et d'une conscience écologique accrue des clients.

Dans la construction, les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières sont supérieurs à ceux du trimestre précédent et aux valeurs enregistrées un an auparavant. Les capacités de production sont surutilisées. Ce résultat global s'explique surtout par l'évolution enregistrée dans le génie civil et le second œuvre. Dans le bâtiment, les activités ont connu une évolution quasi-identique à celle du trimestre précédent, et les marges sont soumises à de fortes pressions malgré des carnets de commande toujours bien remplis. Dans l'ensemble, pratiquement aucun signe ne laisse présager un ralentissement notable de l'activité dans la construction à court terme. Même s'il est possible que la marche des affaires dans la construction de logements évolue à un rythme un peu moins soutenu, de nouvelles opportunités se font jour en raison, d'une part, du besoin de rénovation croissant des bâtiments et des infrastructures et, d'autre part, de la densification de la construction. En outre, l'accroissement du taux de logements vacants rend la rénovation des logements anciens d'autant plus nécessaire.

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux prochains trimestres. 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 des infrastructures opérationnelles pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

Evolution attendue des effectifs pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Recul de l'optimisme

Par rapport à 2018, les attentes en matière de chiffres d'affaires sont un peu plus prudentes (voir graphique 3). Les interlocuteurs s'attendent néanmoins à une légère augmentation des chiffres d'affaires en termes réels au cours des deux prochains trimestres. Ces attentes modérées s'expliquent surtout par l'assombrissement des perspectives pour l'économie mondiale et par la baisse des entrées de commandes.

Dans l'industrie et la construction, l'optimisme est moins marqué qu'au trimestre précédent, un sentiment toutefois en partie compensé par l'amélioration des perspectives dans les services. En ce qui concerne leurs capacités de production techniques ou leurs infrastructures disponibles, les entreprises n'entrevoient pas de changements au cours des deux prochains trimestres et tablent donc sur la persistance d'une utilisation conforme à la normale (voir graphique 4).

Prudence légèrement accrue en matière d'investissements

De pair avec le tassement de la croissance économique, mais aussi sous l'effet du conflit commercial, la propension à investir est en léger recul. Dans les trois domaines d'activité, les entreprises prévoient d'accroître encore légèrement les dépenses consacrées aux biens d'équipement et aux constructions au cours des douze prochains mois. Toutefois, la faiblesse des taux d'intérêt est toujours favorable aux projets d'investissement. Près d'un quart des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent leurs capacités de production de façon ciblée. Les investissements sont principalement consacrés au développement et à la modernisation des infrastructures informatiques.

Anticipations de prix en légère baisse

Pour les deux prochains trimestres, les interlocuteurs tablent sur des prix d'achat et de vente en léger recul; ces deux dernières années, ces anticipations étaient majoritairement orientées à la hausse. Les représentants de l'industrie, notamment, prévoient des baisses de prix. La pression haussière sur les prix des matières premières et des produits en amont constatée au printemps ainsi que la forte utilisation des capacités du côté des fournisseurs observée encore récemment ne sont plus perceptibles.

Besoin continu d'accroissement des effectifs

Les interlocuteurs envisagent d'accroître encore les effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 5), bien que dans une mesure moindre qu'aux trimestres précédents. Au total, 37% des entreprises souhaitent embaucher, contre 41% à la même période de l'année précédente. Dans les secteurs de l'industrie alimentaire et de l'imprimerie notamment, certaines entreprises envisagent de réduire leurs effectifs.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine ainsi que ses répercussions directes ou indirectes sur les entreprises comptent parmi les principaux risques perçus à l'échelle internationale. D'autres événements sont évoqués comme étant sources d'incertitudes géopolitiques. Le Brexit est souvent mentionné, bien que ses conséquences puissent être soit positives, soit négatives, selon les entreprises. En outre, les risques liés au ralentissement de l'économie mondiale et à la dette publique élevée sont également cités.

En Suisse, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée reste une difficulté souvent nommée. Par ailleurs, plusieurs entreprises indiquent n'être pas parvenues à pourvoir toutes leurs places d'apprentissage. Les risques résultant de la faiblesse des taux d'intérêt et de leur possible baisse sont souvent cités, notamment eu égard à leur impact sur la prévoyance vieillesse. L'appréciation du franc est un risque mentionné plus souvent qu'auparavant. La situation sur le marché immobilier, caractérisé par une activité continue dans la construction malgré le nombre déjà élevé de logements vacants dans certaines régions, est un autre sujet de préoccupation. La numérisation fait l'objet d'intenses discussions et d'analyses approfondies.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

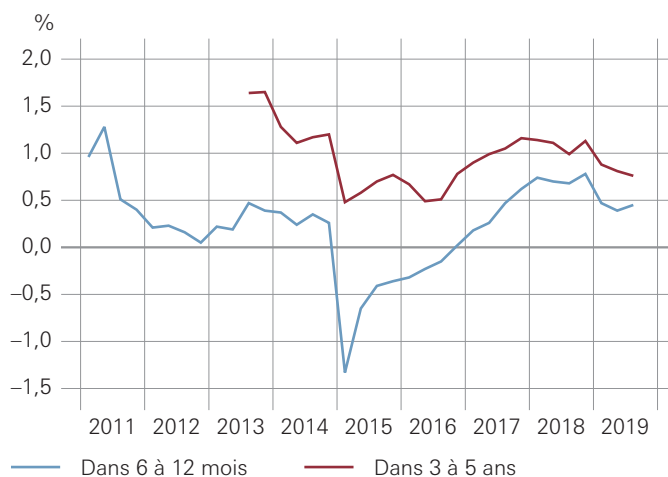
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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 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 également 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.

Les anticipations d'inflation à court terme ont légèrement augmenté: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,5% en moyenne, contre 0,4% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Celle attendue à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – est restée inchangée, à 0,8% en moyenne (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 19 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue à la BNS. En outre, elle adapte la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS, ce qui conduit à une augmentation du montant exonéré pour le système bancaire et à une diminution des recettes de la BNS issues du prélèvement de l'intérêt négatif. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est 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 visent à contrer l'attrait des placements en francs et à réduire ainsi les pressions sur le franc. De cette manière, la BNS stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique.

Lors de l'examen du 13 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangé le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est 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.

La BNS introduit le 13 juin le taux directeur de la BNS et annonce qu'elle prendra et communiquera désormais ses décisions de politique monétaire en fixant le niveau de ce taux. Le taux directeur de la BNS remplace la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois et est actuellement de $-0,75\%$, tout comme le taux appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques à la BNS. La BNS vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur.

Lors de l'examen du 21 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 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 13 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est 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 20 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est 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.

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.

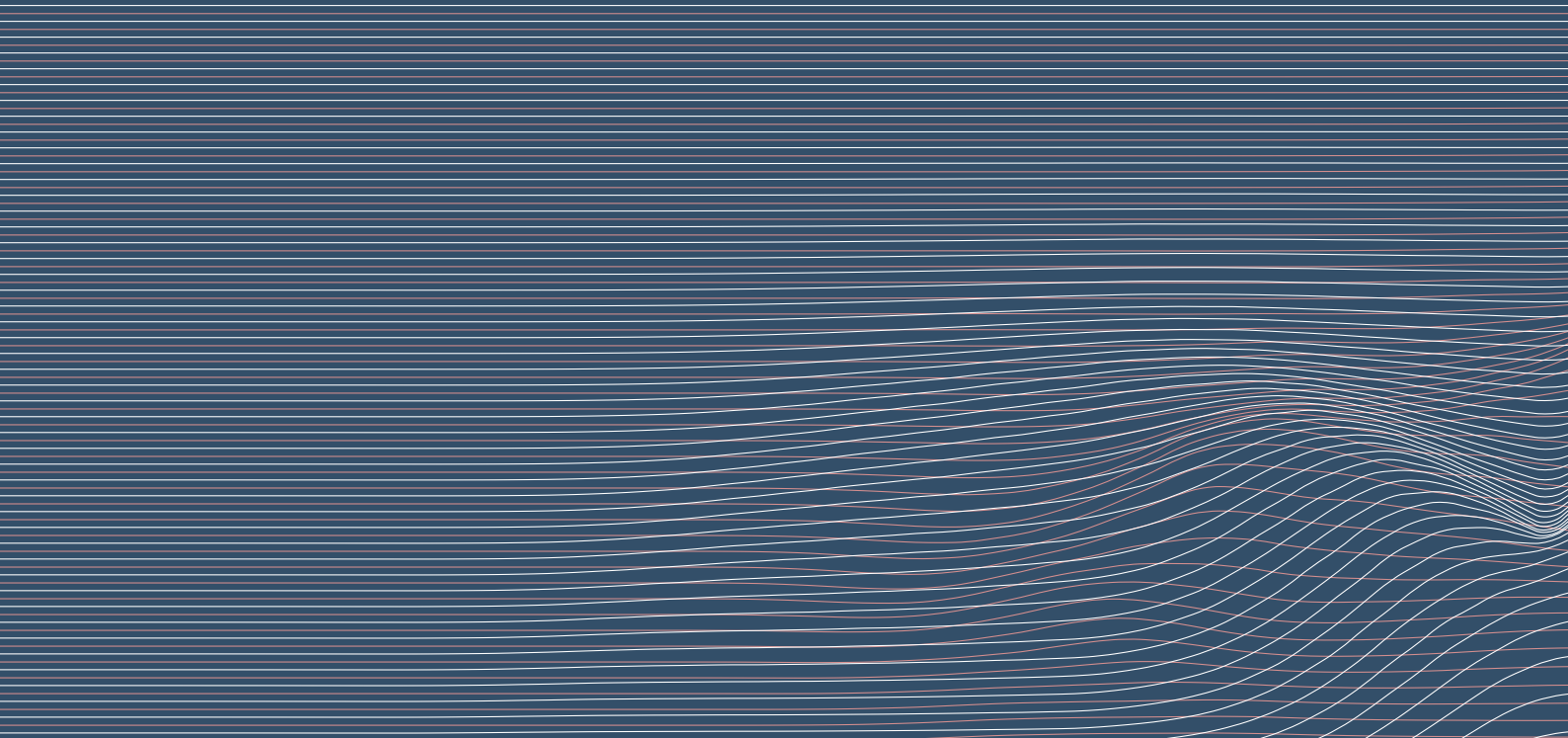
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2019



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

