

Bulletin trimestriel
2/2017 Juin

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



Bulletin trimestriel
2/2017 Juin

35^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 15 juin 2017	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
Signaux conjoncturels	28
Chronique monétaire	34

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de juin 2017 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 15 juin 2017) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 15 juin 2017. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 15 juin 2017

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

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

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle n'a quasiment pas changé par rapport à celle de mars (voir graphique 1.1). Pour l'année en cours, la BNS s'attend toujours à un taux d'inflation de $0,3\%$. La prévision pour 2018 est légèrement plus faible et passe à $0,3\%$, au lieu de $0,4\%$ au trimestre précédent. La BNS table désormais sur un taux d'inflation de 1% en 2019, contre $1,1\%$ dans la prévision de mars. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

Conformément aux attentes de la BNS, la conjoncture mondiale s'est encore raffermie. Grâce à la croissance économique, la situation s'est améliorée sur le marché du travail durant les derniers trimestres dans les pays industrialisés. Malgré le développement positif de l'économie réelle, le renchérissement reste modéré dans la plupart de ces pays. Dans ce contexte, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste, en particulier au Japon et dans la zone euro. Aux Etats-Unis, il est probable que les conditions monétaires se normalisent progressivement.

Dans son nouveau scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'hypothèse que l'évolution favorable de la conjoncture va se poursuivre. D'importants risques continuent cependant de peser sur ce scénario de base prudemment optimiste. Ces risques découlent d'incertitudes politiques et de problèmes structurels observés dans différents pays industrialisés.

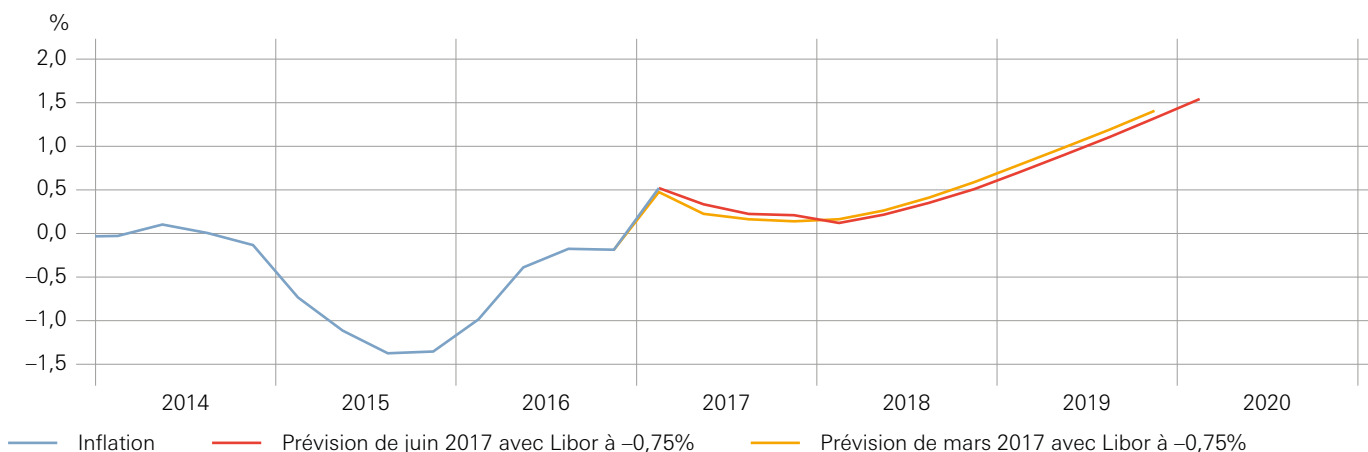
Il ressort des premières estimations trimestrielles de la comptabilité nationale qu'au premier trimestre 2017 également, les impulsions positives émanant de l'étranger ne se sont répercutées qu'en partie sur l'économie suisse. La croissance du produit intérieur brut, peu soutenue déjà au second semestre 2016, s'est certes quelque peu consolidée. Cependant, estimée à $1,1\%$ en termes annualisés, elle demeure modérée. Toutefois, les indicateurs économiques disponibles laissent présager une dynamique conjoncturelle un peu plus robuste. La BNS table toujours sur une croissance économique d'environ $1,5\%$ en 2017.

Au premier trimestre 2017, la croissance des prêts hypothécaires est demeurée constante et s'est maintenue à un niveau relativement faible. Par ailleurs, le ralentissement de la progression des prix s'est poursuivi dans l'immobilier résidentiel. Parallèlement, les déséquilibres existant sur ces marchés se sont légèrement

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2017

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



Source: BNS.

résorbés grâce à l'évolution des facteurs fondamentaux et à la dynamique globalement modérée sur le marché hypothécaire et de l'immobilier résidentiel. Néanmoins, ils s'inscrivent toujours à un niveau comparable à celui de 2014, année durant laquelle le volant anticyclique sectoriel

de fonds propres a été fixé à 2%. La BNS continue à observer attentivement les développements sur ces marchés et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, JUIN 2017

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

PRÉVISION CONDITIONNELLE DE JUIN 2017

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Conformément aux attentes, la conjoncture mondiale s'est encore raffermie ces derniers mois. A l'échelle internationale, le produit intérieur brut (PIB) a progressé plus fortement au premier trimestre qu'au cours des précédents. Cette reprise était due principalement au redressement de l'activité dans les économies émergentes. Dans la zone euro aussi, la reprise a gagné en vigueur.

Grâce à une croissance économique plus soutenue, la situation a continué de s'améliorer sur le marché du travail dans les pays industrialisés. Les Etats-Unis, le Japon, la Grande-Bretagne et l'Allemagne ont pratiquement renoué avec le plein emploi. De plus, le chômage a encore reculé dans presque tous les Etats membres de la zone euro.

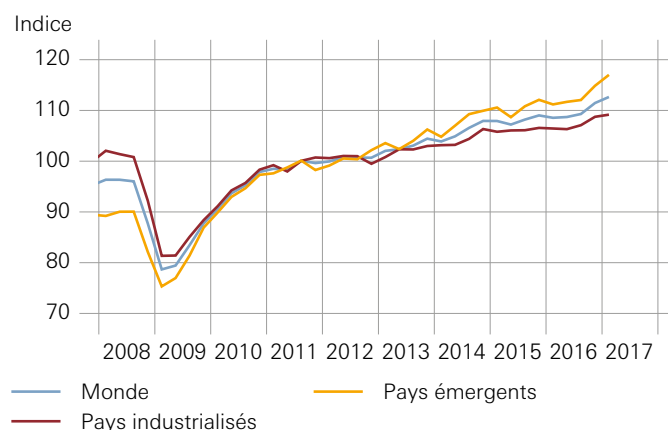
Le renchérissement est resté modéré dans la plupart des pays industrialisés. Dans ce contexte, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste, en particulier au Japon et dans la zone euro. Aux Etats-Unis, il est probable que les conditions monétaires se normalisent progressivement.

Dans son nouveau scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'hypothèse que l'évolution positive de la conjoncture va se poursuivre. On s'attend à enregistrer en 2017 la croissance économique la plus forte des six dernières années. La reprise conjoncturelle devrait se traduire par une hausse progressive de l'inflation, notamment dans la zone euro, au plus tôt

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

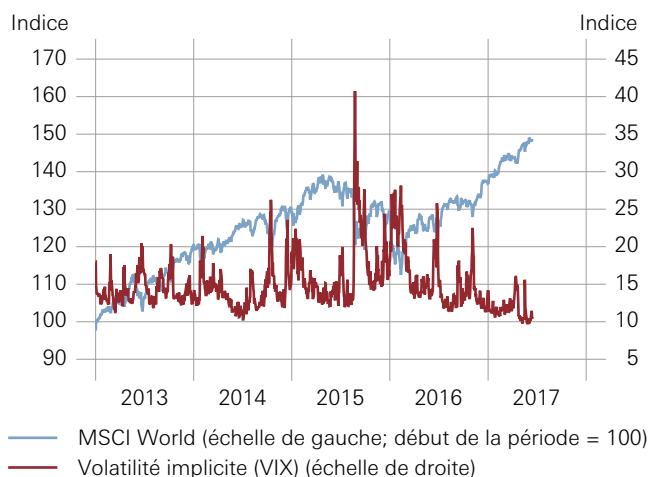
SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2013	2014	2015	2016	Scénario	
					2017	2018
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,3	3,5	3,4	3,3	3,7	3,7
Etats-Unis	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1	2,3
Zone euro	-0,3	1,2	2,0	1,8	1,9	1,7
Japon	2,0	0,2	1,1	1,0	1,4	0,9
Prix du baril de pétrole en USD						
	108,7	99,0	52,5	43,8	51,7	51,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

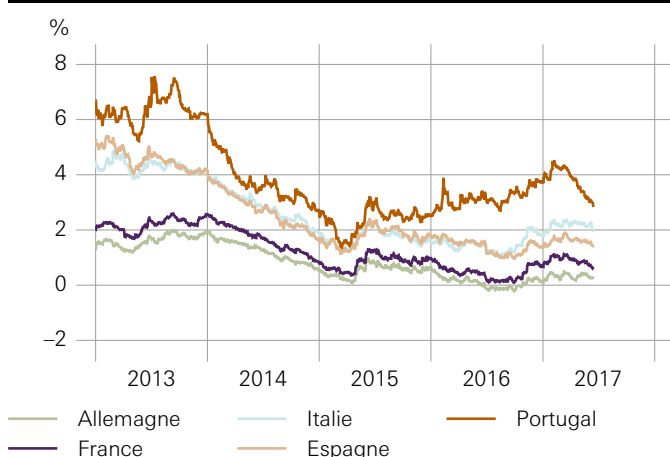


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

courant 2018. D'importants risques continuent cependant de peser sur le scénario de base. Ces risques découlent d'incertitudes politiques et de problèmes structurels observés dans différents pays.

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 51 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 5 dollars de moins que dans le scénario de base du mois de mars (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,09 dollar pour 1 euro, contre 1,07 dollar en mars. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Dans l'ensemble, le climat est resté favorable sur les marchés financiers internationaux depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-mars. En particulier, les informations positives sur la conjoncture et l'atténuation des risques politiques dans la zone euro après les élections présidentielles en France ont soutenu l'économie. Tiré par l'évolution robuste des bénéfices des entreprises dans les principaux pays industrialisés, l'indice mondial MSCI a atteint un nouveau sommet dans l'intervalle, tout comme l'indice S&P 500 aux Etats-Unis et le DAX allemand. Courant mai, la volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, est tombée à son plus bas niveau depuis 1993 et y est demeurée, à l'exception d'un court rebond (voir graphique 2.2).

En dépit de la conjoncture favorable, la plupart des rendements des obligations d'Etat à long terme ont légèrement baissé (voir graphique 2.3), ce qui s'expliquerait en partie par l'évolution modérée du renchérissement au cours des derniers mois. Aux Etats-Unis, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a diminué d'environ 0,3 point depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-mars. Dans certains pays de la zone euro, dont la Grèce et le Portugal, les rendements, qui avaient fortement progressé ces derniers temps, ont sensiblement reculé. Ainsi, l'écart par rapport aux obligations d'Etat allemandes s'est réduit (voir graphique 2.4).

Le dollar des Etats-Unis a un peu perdu de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur, alors que l'euro et le yen ont enregistré une faible appréciation (voir graphique 2.5).

Après le mouvement haussier de 2016, les prix des matières premières ont, dans l'ensemble, légèrement fléchi depuis février. Toutefois, à mi-juin, les prix des métaux industriels dépassaient toujours de quelque 20% le niveau auquel ils s'étaient inscrits à la même période de l'année précédente. Le prix du baril de Brent s'est établi à un niveau légèrement inférieur à 50 dollars des Etats-Unis à mi-juin

(voir graphique 2.6). Cette situation a découlé du fait que, d'une part, les pays producteurs, membres ou non de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), ont prolongé la limitation de la production décidée fin 2016 et que, d'autre part, les Etats-Unis ont augmenté leur production de pétrole.

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a crû de 1,2% au premier trimestre 2017, soit à un rythme sensiblement inférieur à celui du trimestre précédent (2,1%; voir graphique 2.7). Ce ralentissement a principalement résulté d'un affaiblissement provisoire de la consommation privée et d'une réduction des stocks. En revanche, les investissements des entreprises ont encore augmenté, reflétant un dynamisme durable et solide de la conjoncture. De plus, l'emploi a poursuivi sa progression, tandis que le chômage a continué de baisser pour s'inscrire à 4,3% en mai (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis n'ont guère changé depuis mars. Après la croissance modeste du PIB au premier trimestre, il faut s'attendre à un effet de rattrapage dans les trimestres à venir. Par exemple, la consommation privée a retrouvé de sa vigueur en mars et en avril, et la production industrielle s'est nettement redressée. La BNS table sur une croissance du PIB de 2,1% en 2017. Elle mise toujours sur des allègements fiscaux vers la fin 2017, qui devraient soutenir la croissance ces prochaines années. En 2018, le PIB devrait ainsi enregistrer une hausse un peu plus forte (2,3%; voir tableau 2.1). Ces perspectives de croissance demeurent toutefois très incertaines, car des aspects importants de la future politique économique restent à définir.

Ces derniers mois, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a marqué une baisse d'une ampleur inattendue et s'est établi à 1,9% en mai (voir graphique 2.11). Ce recul était dû en partie aux prix de l'énergie. Toutefois, des facteurs temporaires ont également conduit à la diminution de plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente. Privilégié par la Réserve fédérale (Fed) en tant qu'indice des prix, le déflateur sous-jacent de la consommation privée s'est inscrit à 1,5% en avril. Ces prochains mois, le renchérissement devrait de nouveau se rapprocher de la valeur cible fixée par la Fed. Celle-ci a relevé en juin la marge de fluctuation de son taux directeur de 0,25 point pour la porter à 1,00%-1,25% (voir graphique 2.13). La Réserve fédérale a conservé son estimation précédente des perspectives de croissance, réaffirmant que l'évolution conjoncturelle des Etats-Unis permettrait une augmentation progressive du taux directeur.

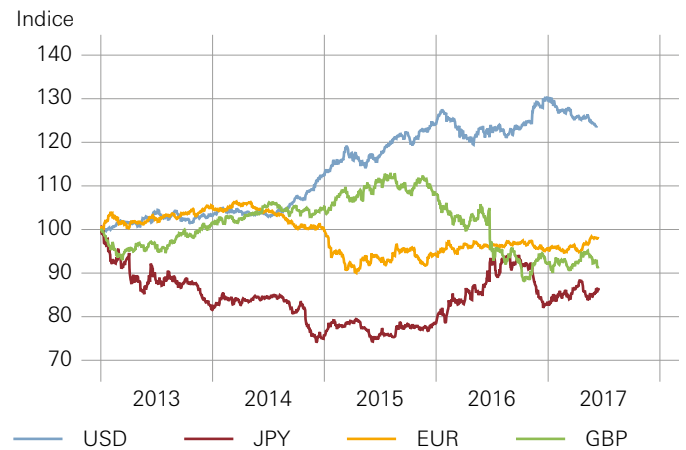
ZONE EURO

Le redressement conjoncturel de la zone euro a gagné en dynamisme. Le PIB a augmenté de 2,3% au premier trimestre (voir graphique 2.7), et la demande intérieure s'est affermie. Les conditions météorologiques favorables ont notamment contribué à une forte hausse des

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

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

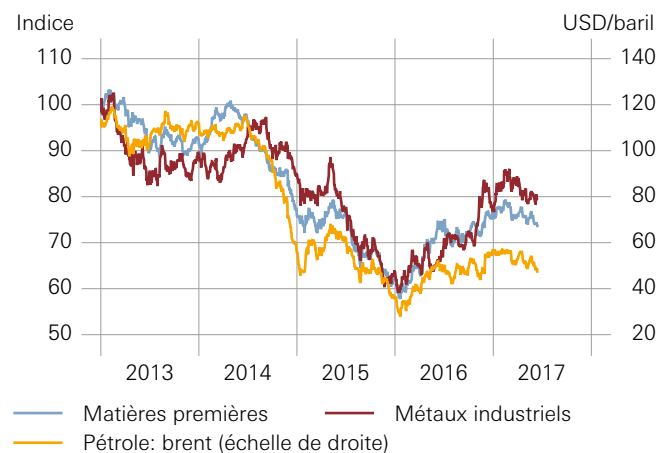


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Début de la période = 100

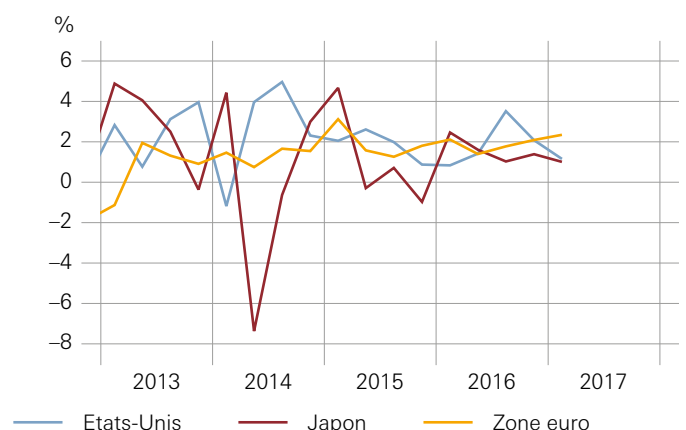


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

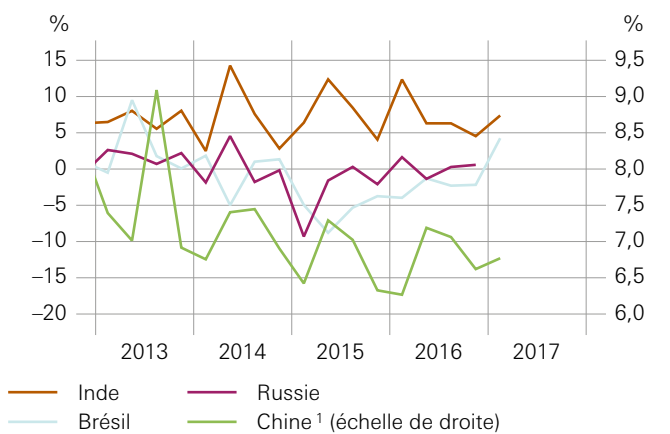


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

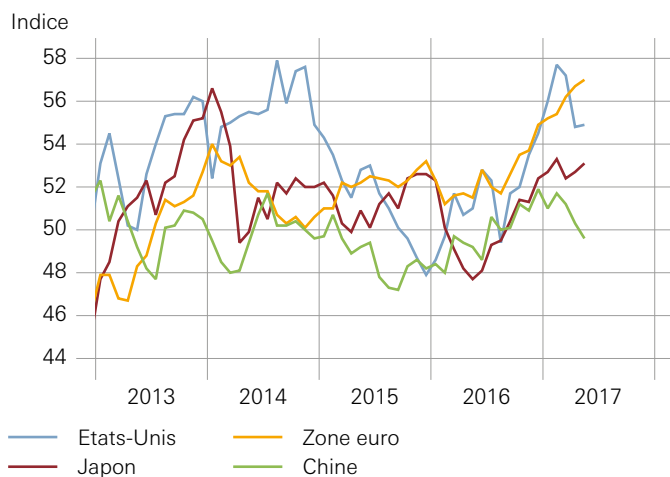
Variation par rapport à la période précédente



1 Estimation BNS.

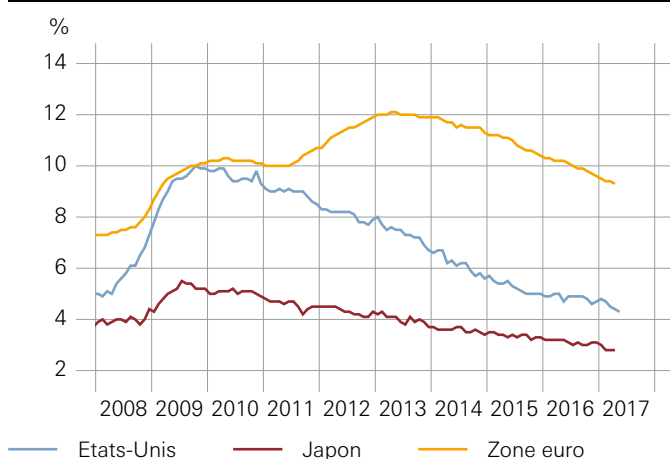
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

investissements en constructions. Les enquêtes auprès des entreprises reflètent tout aussi clairement la consolidation de la conjoncture (voir graphique 2.9).

La progression de l'emploi observée depuis mi-2013 s'est poursuivie au premier trimestre 2017. Sur les trois premiers mois de l'année, l'emploi a retrouvé son niveau d'avant le début de la crise en 2008. Le taux de chômage a quant à lui diminué pour s'établir à 9,3% (voir graphique 2.10).

Soutenue par des conditions de financement favorables, par une nouvelle amélioration concernant l'octroi de crédits au secteur privé et par le bon moral des entreprises et des ménages, la conjoncture devrait conserver sa vigueur dans la zone euro. Ces perspectives de croissance réjouissantes s'accompagnent cependant toujours de certains risques: l'incertitude politique a certes diminué après les élections présidentielles en France, mais les aléas auxquels sont soumises les futures relations économiques entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni persistent, et le secteur bancaire en Italie demeure fragile. Concernant la zone euro, la BNS table sur une croissance de 1,9% en 2017 et de 1,7% en 2018; ces anticipations sont légèrement supérieures à celles formulées en mars.

Après avoir atteint 2% en février, soit son plus haut niveau des dernières années, la hausse des prix à la consommation a de nouveau reculé, s'inscrivant à 1,4% en mai (voir graphique 2.11), en raison des prix de l'énergie et de ceux des denrées alimentaires. L'inflation sous-jacente a fluctué à cause d'un effet de calendrier lié à la période de Pâques, mais son niveau était inchangé en mai (0,9%) par rapport à celui de février (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers sont restées quasiment identiques, se maintenant clairement en deçà de l'objectif d'inflation fixé par la Banque centrale européenne (BCE). Comme elle l'avait annoncé en décembre, la BCE a réduit ses volumes mensuels d'acquisitions de titres à 60 milliards d'euros en avril. Compte tenu du rythme insuffisant du renchérissement, elle entend toujours poursuivre ses achats de titres au moins jusqu'à fin 2017.

JAPON

L'économie réelle du Japon est robuste. Le PIB a augmenté de 1% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Les exportations de biens et services ont bénéficié de la demande soutenue en Asie, et la demande intérieure finale a un peu retrouvé de sa vigueur. L'écart de production est désormais refermé grâce au dynamisme conjoncturel favorable observé depuis le début de l'année 2016. Le taux de chômage a encore baissé et s'inscrivait à 2,8% en avril, c'est-à-dire à son plus bas niveau depuis décembre 1994 (voir graphique 2.10). Le marché du travail connaît donc le plein emploi.

La situation globalement favorable dans l'industrie, les investissements dans les infrastructures découlant du

train de mesures conjoncturelles adopté à l'été 2016 et les bonnes conditions sur le marché du travail soutiendront l'économie dans l'année à venir. Le PIB devrait progresser de 1,4% en 2017 et dépasser légèrement son potentiel en 2018 (voir tableau 2.1).

Contrairement à l'évolution de l'économie réelle, celle du renchérissement continue d'afficher une faiblesse insatisfaisante. Ces derniers mois et jusqu'en avril, la hausse des prix à la consommation n'est restée légèrement positive que grâce à l'augmentation des prix de l'énergie (voir graphique 2.11). En revanche, l'inflation sous-jacente est redevenue négative pour la première fois depuis mi-2013 (voir graphique 2.12). Elle devrait cependant repartir progressivement à la hausse sous l'influence du yen plus faible et en raison de l'utilisation croissante des capacités de production dans toute l'économie. Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été relativement stables ces derniers mois, mais elles restent sensiblement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon. De plus, les négociations salariales annuelles qui se sont déroulées au printemps laissent présager une progression toujours très modeste des salaires en 2017. Dans ce contexte, la banque centrale du Japon maintient sa politique monétaire expansionniste.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

La conjoncture des économies émergentes s'est affermie en début d'année (voir graphique 2.8). En Chine, le PIB a encore affiché une solide progression au premier trimestre (6,8%). Les exportations chinoises ont bénéficié d'un commerce mondial plus dynamique. Les investissements publics dans des projets d'infrastructure ont également soutenu l'économie. En revanche, le secteur tertiaire, axé sur le marché intérieur, a un peu faibli. En Inde, la conjoncture a surmonté de manière étonnamment rapide l'effondrement de la croissance provoqué par la réforme monétaire au dernier trimestre 2016. Le PIB a ainsi enregistré une hausse de 7,4%, conforme à son potentiel, dès le premier trimestre 2017. En Russie et au Brésil, l'activité économique s'est également redressée dans une large mesure.

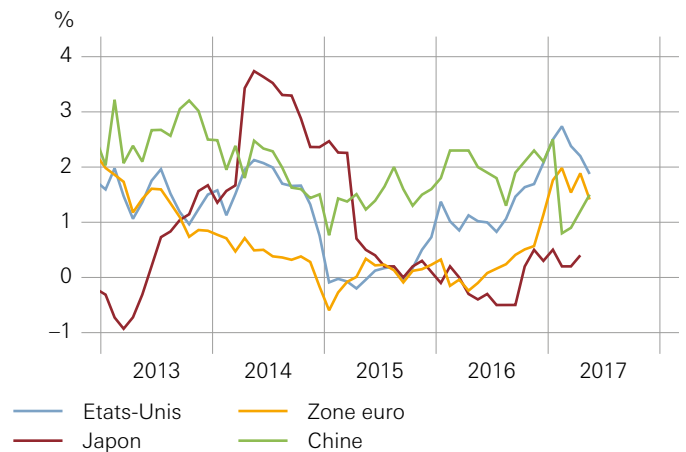
Les perspectives demeurent inchangées pour la Chine. La croissance devrait peu à peu perdre de sa vigueur dans les trimestres à venir. Compte tenu de l'endettement élevé des entreprises et des surcapacités dans l'industrie lourde, les investissements ne devraient croître que modérément. De plus, les entrées de commandes provenant de l'étranger semblent indiquer une hausse moins forte des exportations ces prochains mois. Concernant la Chine, la BNS table sur une progression du PIB de 6,6% en 2017, qui est conforme à l'objectif de croissance fixé par le gouvernement chinois.

En Inde, la conjoncture devrait continuer de s'affermir au cours de l'année. L'accroissement notable du numéraire en circulation estompe progressivement l'effet modérateur

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

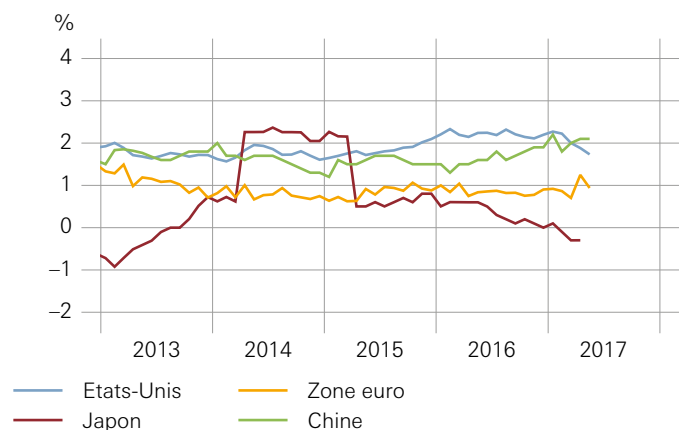


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

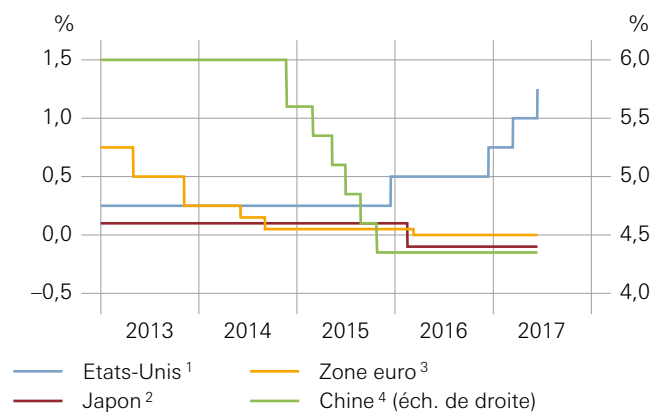


¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



¹ Taux des fonds fédéraux.

² Taux cible au jour le jour.

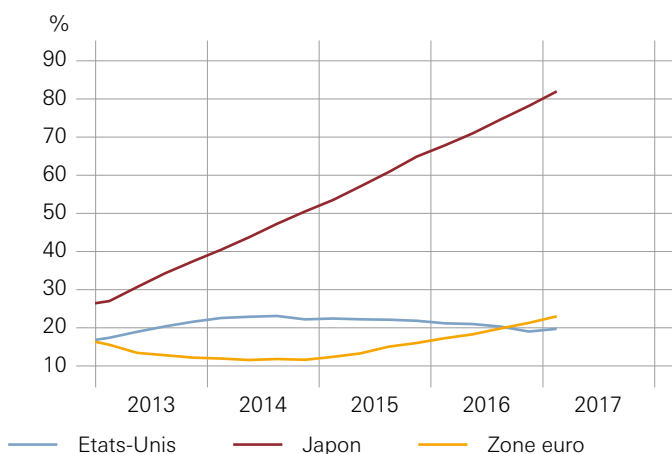
³ Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

⁴ Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

de la réforme monétaire. Les ménages devraient dès lors effectuer les dépenses de consommation qu'ils avaient reportées.

Stimulée principalement par la consommation, l'expansion modeste de l'économie russe devrait se poursuivre. Au Brésil, la reprise de la croissance devrait être lente malgré les conditions-cadres monétaires favorables et la hausse du revenu réel, car le recul du chômage tarde à se concrétiser et les investissements demeurent difficiles. Par ailleurs, une incertitude accrue pèse sur les perspectives du Brésil depuis les récents troubles politiques.

Au cours des derniers mois, l'inflation dans les économies émergentes a été principalement influencée par les prix des denrées alimentaires. Elle a progressé en Chine pour s'établir à 1,5%, mais a nettement ralenti en Russie et au Brésil pour s'inscrire à respectivement 4,1% et 3,6%. L'inflation a fléchi en Inde et affiche un taux de 2,2%, qui est toujours inférieur à l'objectif de 4%.

Les banques centrales de Chine et d'Inde n'ont pas modifié leurs taux directeurs. En revanche, en Russie et au Brésil, les banques centrales ont sensiblement abaissé leurs taux de référence pour soutenir la conjoncture.

3 Evolution économique en Suisse

Selon les premières estimations trimestrielles de la comptabilité nationale, la croissance du PIB s'est quelque peu affermie au premier trimestre 2017; elle est toutefois restée modérée, avec 1,1% en données annualisées. Comme au trimestre précédent, la conjoncture suisse semble ainsi n'avoir profité que partiellement des impulsions positives venant de l'étranger.

La prise en compte d'un large éventail d'indicateurs disponibles révèle que l'économie suisse est sur la voie de la reprise. Certains indicateurs montrent cependant que celle-ci n'a pas encore gagné l'ensemble de l'économie. Dans différentes branches, l'utilisation des capacités de production demeure insuffisante, et les pressions sur les marges des entreprises persistent.

Sur le marché du travail, l'amélioration de la situation demeure très progressive. Le chômage en données désaisonnalisées a de nouveau légèrement reculé au cours des trois derniers mois, mais l'activité a presque cessé sa progression au premier trimestre.

Les indicateurs conjoncturels les plus récents font apparaître dans l'ensemble une poursuite de la reprise modérée. Pour 2017, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB d'environ 1,5%.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

Croissance modérée du PIB au premier trimestre 2017

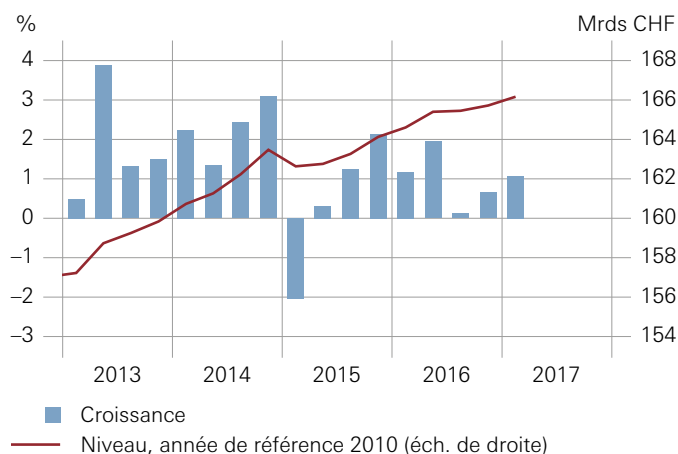
Après avoir marqué une pause au troisième trimestre 2016, la croissance du PIB a connu un léger regain de vigueur au cours des deux derniers trimestres. Les estimations provisoires du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) font apparaître une progression de 1,1% au premier trimestre 2017, contre 0,7% au trimestre précédent. En début d'année également, le rythme est donc resté plutôt modéré (voir graphique 3.1).

La création de valeur a connu une évolution extrêmement contrastée d'une branche à l'autre. Elle s'est fortement accrue dans l'industrie manufacturière. Elle a également enregistré une nette progression dans le secteur de la santé, tandis qu'elle a reculé dans de nombreuses autres branches des services, ce qui a pesé sur le résultat global (voir graphique 3.2).

Graphique 3.1

PIB RÉEL

Variation par rapport à la période précédente

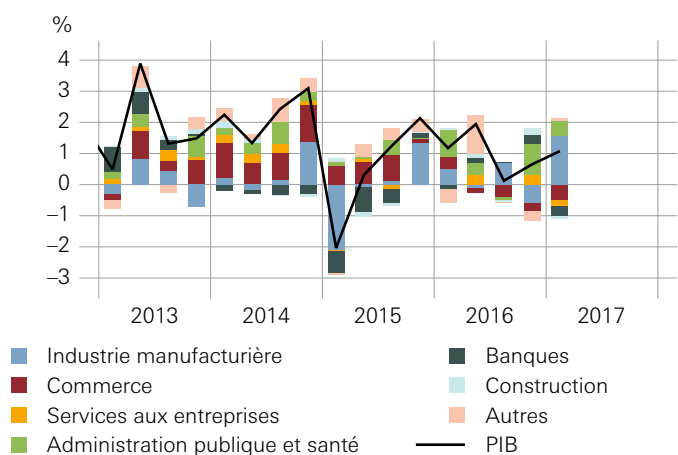


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

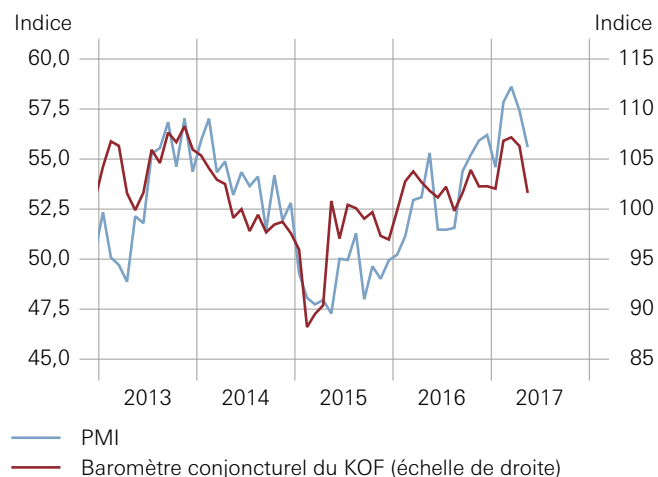
Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Graphique 3.3

INDICATEURS AVANCÉS



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

Du côté de la demande, la croissance a reposé sur une large assise. Les exportations et les investissements en biens d'équipement, notamment, ont connu une forte hausse au premier trimestre.

Indicateurs conjoncturels positifs

Si l'on prend en compte un large éventail d'informations, on obtient un tableau de la conjoncture depuis mi-2016 plus positif que l'estimation trimestrielle provisoire de la comptabilité nationale.

Une évolution conjoncturelle favorable se dessine notamment dans les résultats de différentes enquêtes. L'indice des directeurs d'achats (PMI) et le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) ont certes reculé quelque peu en avril et en mai après avoir atteint des valeurs très élevées au trimestre précédent, mais ils demeurent à des niveaux supérieurs à la moyenne. Ces deux indicateurs laissent ainsi présager une croissance solide (voir graphique 3.3).

Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale au cours des derniers trimestres indiquent également une amélioration

continue de la situation depuis mi-2016 (voir le rapport *Signaux conjoncturels* à la page 28).

Situation contrastée selon les branches

Dans de nombreuses entreprises, les volumes d'affaires et l'utilisation des capacités de production ont considérablement augmenté au cours des derniers trimestres, et les marges se sont améliorées.

L'embellie n'a toutefois pas la même ampleur dans toutes les branches, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le redressement de la demande n'a pas progressé de la même façon dans toutes les branches. Ensuite, la fermeté du franc n'affecte pas toutes les branches de la même manière. Enfin, certaines branches se trouvent engagées dans un processus d'adaptation structurelle, en raison de facteurs réglementaires ou technologiques.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le redressement du marché du travail est hésitant. Le chômage s'est de nouveau légèrement réduit au cours des derniers mois, mais l'activité a quasiment stagné au premier trimestre, tandis que l'emploi exprimé en équivalents plein temps s'est même légèrement réduit.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2013	2014	2015	2016	2015			2016				2017
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Consommation privée	2,2	1,2	1,1	1,2	1,5	1,5	-0,1	2,3	0,4	0,6	3,6	0,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,3	1,5	2,2	1,9	2,9	0,2	2,3	2,3	2,1	0,5	3,5	1,7
Investissements	1,1	2,8	1,6	2,4	6,6	-1,5	2,8	6,7	0,2	1,2	-1,6	4,8
Construction	3,1	3,2	2,2	-0,1	2,4	-1,9	2,2	-1,5	-0,9	1,9	-1,1	1,4
Biens d'équipement	-0,2	2,6	1,3	4,0	9,4	-1,2	3,1	12,3	0,8	0,7	-1,9	7,1
Demande intérieure finale	1,9	1,7	1,3	1,6	3,0	0,5	0,9	3,5	0,5	0,7	2,2	1,8
Variation des stocks ¹	0,6	-0,8	-0,3	-1,5	-7,1	-0,4	8,0	-9,6	-0,5	-1,1	1,7	-7,1
Exportations totales ²	0,0	5,2	2,2	4,4	7,2	2,8	5,4	10,7	3,1	1,7	-10,2	15,5
Biens ²	-2,3	5,8	2,5	5,5	10,2	1,5	0,9	21,9	0,5	3,0	-13,3	16,7
Biens sans commerce de transit ²	-1,0	4,0	0,7	5,6	4,0	4,9	15,8	5,8	3,1	4,8	-8,4	16,0
Services	4,7	4,0	1,6	2,2	1,6	5,3	14,6	-8,3	8,3	-0,7	-3,8	13,3
Importations totales ²	1,4	3,2	3,0	2,2	-2,3	0,8	24,4	-4,9	-0,9	0,8	-5,9	3,7
Biens ²	0,7	1,7	0,0	4,0	-11,5	3,1	19,9	2,7	2,1	-1,0	0,7	-5,7
Services	2,9	6,4	9,0	-1,2	17,6	-3,4	32,9	-17,5	-6,5	4,3	-17,6	24,9
Commerce extérieur ³	-0,6	1,3	-0,1	1,4	4,6	1,1	-6,7	7,6	2,0	0,6	-3,0	6,6
PIB	1,8	2,0	0,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,2	1,9	0,1	0,7	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.

Recul continu du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a atteint son plus haut niveau en août 2016 avec 150 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières. Il a progressivement reculé depuis et s'élevait à 145 000 personnes fin mai 2017. Le taux de chômage en données désaisonnalisées établi par le SECO s'inscrivait alors à 3,2% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA), laquelle est réalisée chaque trimestre auprès des ménages et englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui calculé par le SECO. Au premier trimestre 2017, il s'élevait à 5% en données corrigées des variations saisonnières.

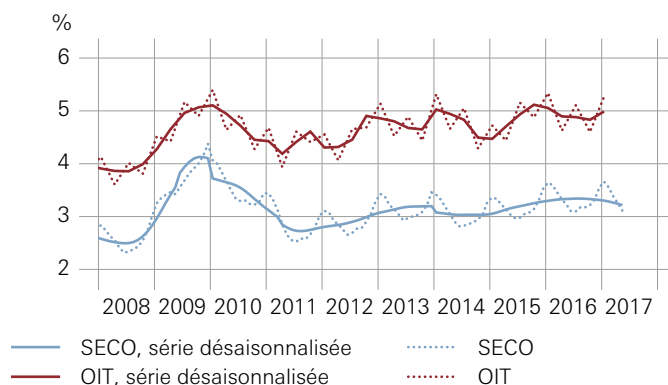
Stagnation de l'activité

La statistique de la population active occupée (SPAO), qui repose elle aussi sur l'ESPA, mesure l'activité sous l'angle des ménages. Au premier trimestre, le nombre de personnes recensées dans cette statistique, en données corrigées des variations saisonnières, a pratiquement stagné après avoir encore sensiblement augmenté pendant l'année 2016 (voir graphique 3.5).

La statistique de l'emploi (STATEM), qui est quant à elle basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, évalue l'emploi sous l'angle de ces dernières. Elle complète la SPAO notamment sur le plan de l'évolution des différentes branches. Selon cette statistique, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a légèrement reculé au premier trimestre, mais après s'être fortement accru au trimestre précédent. Dans les services, notamment, où l'emploi avait sensiblement progressé ces derniers temps, des postes ont été supprimés au premier trimestre. Dans la construction, les réductions d'effectifs observées depuis près de trois ans se sont poursuivies. Dans l'industrie également, l'emploi a de nouveau fléchi, quoi que dans une mesure légèrement moindre qu'auparavant (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



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

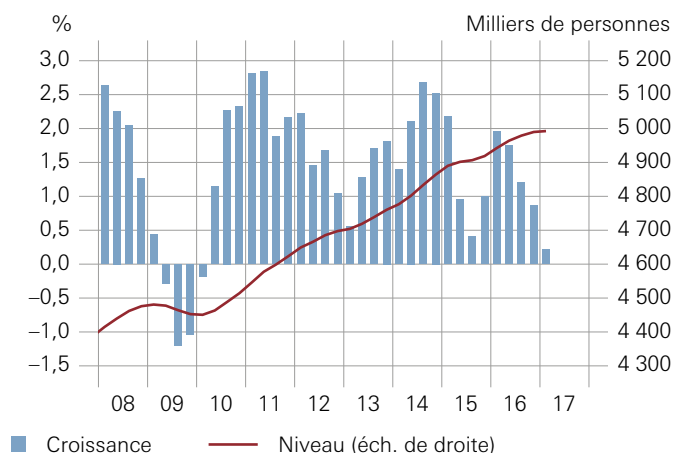
OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.

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

Graphique 3.5

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

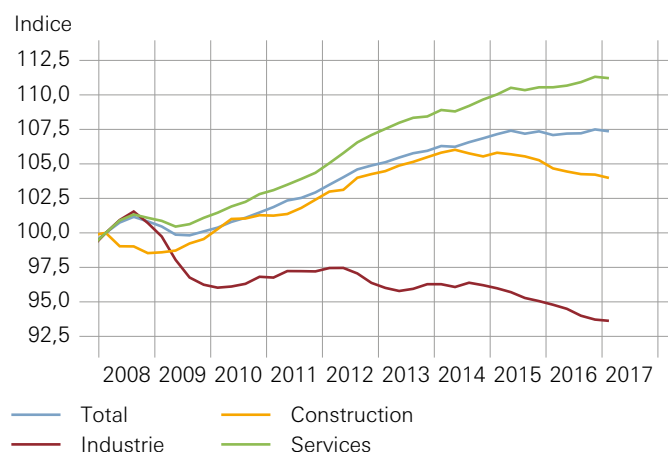


Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

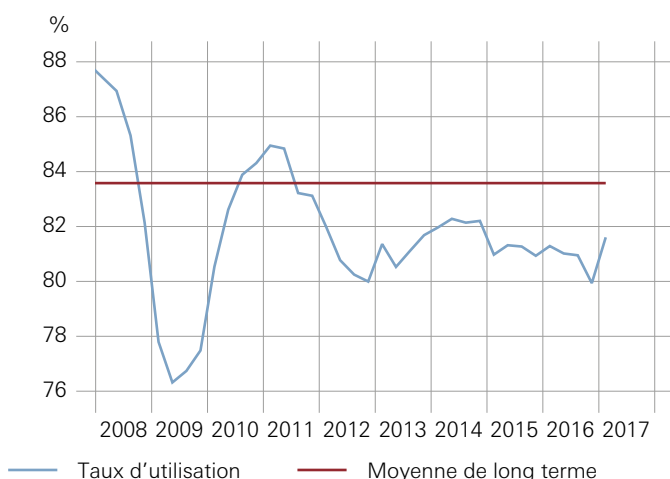
EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

Début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

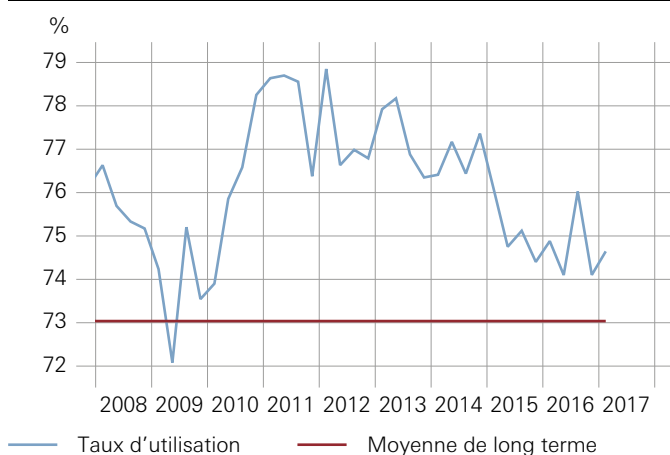
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

Graphique 3.8

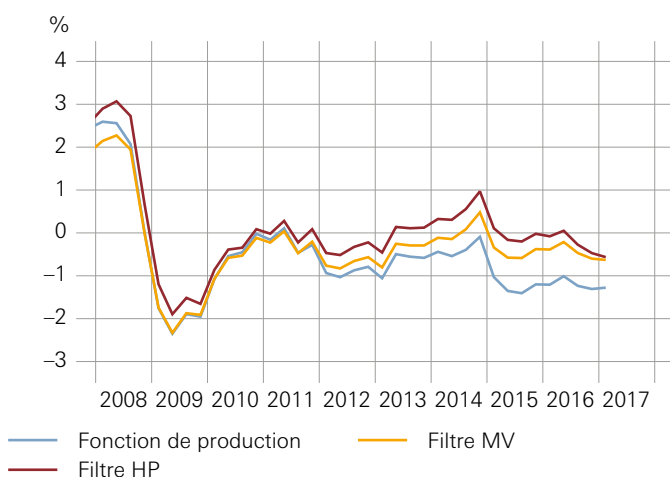
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Sous-utilisation dans l'industrie

Selon l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a augmenté au premier trimestre, s'inscrivant à 81,6%. Malgré cette hausse sensible, il demeure inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans les services, les réponses aux enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen dans l'ensemble, mais également insuffisant dans certaines branches, notamment dans le commerce de détail. Dans la construction, en revanche, le taux d'utilisation continue de présenter un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8).

Ecart de production négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Au premier trimestre, l'écart de production est demeuré négatif. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, il est resté quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent et s'élevait à -1,3%. Avec d'autres méthodes, notamment le filtre de Hodrick et Prescott, l'écart obtenu est moins fortement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence est due à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient expressément compte de l'évolution de l'offre de main-d'œuvre et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott, lequel repose exclusivement sur l'évolution du PIB. Le filtre multivarié indique également un écart de production un peu plus fortement négatif que le filtre de Hodrick et Prescott pour le premier trimestre. En plus du PIB, il prend en compte l'évolution de l'inflation, du chômage et de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

D'après les indicateurs avancés, la croissance du PIB devrait de nouveau se raffermir au deuxième trimestre. Depuis le début de l'année, l'indice PMI des pays étrangers, en données pondérées par les exportations, se trouve à son plus haut niveau depuis 2011 (voir graphique 3.10). Les branches à vocation exportatrice devraient bénéficier des impulsions venant de l'étranger. Les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises industrielles indiquent une nouvelle amélioration des perspectives conjoncturelles (voir graphique 3.11). Avec l'embellie de la conjoncture industrielle, les branches des services devraient également connaître un regain de vigueur.

Sur le marché du travail, les indicateurs avancés annoncent aussi une amélioration (voir graphique 3.12). L'emploi devrait ainsi renouer avec une croissance modérée.

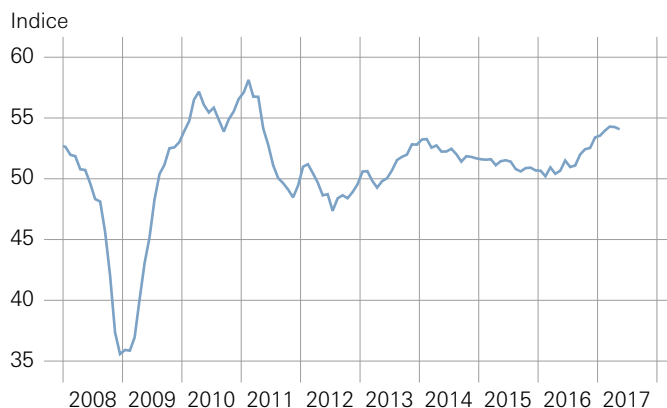
A moyen terme également, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise économique. Ces perspectives reposent sur plusieurs facteurs. D'une part, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait favoriser la demande extérieure. D'autre part, l'activité devrait de nouveau être soutenue par une probable poursuite de la forte croissance démographique à moyen terme et par le niveau durablement bas des taux d'intérêt.

Toutefois, le rythme de la croissance restera vraisemblablement modéré. Pour 2017, la BNS continue de tableur sur une progression du PIB d'environ 1,5%. Cette prévision est entachée de grandes incertitudes, qui tiennent surtout à l'évolution à l'étranger (voir chapitre 2).

Graphique 3.10

INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

PERSPECTIVES CONJONCTURELLES

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

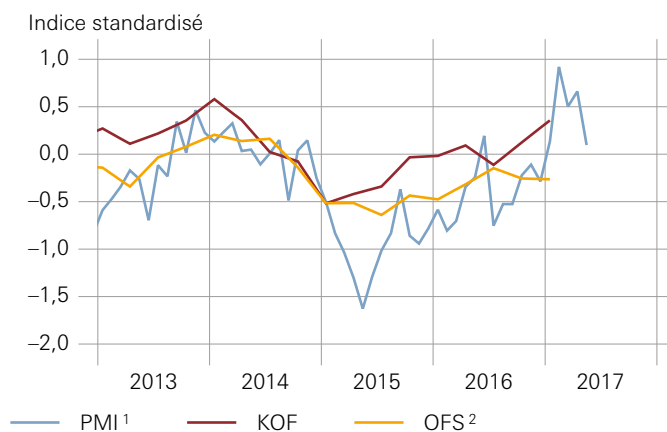


— Deloitte CFO survey (échelle de gauche)
— KOF, indicateur de la situation des affaires (éch. de droite)

Sources: Deloitte et KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

Depuis début 2017, les prix à la consommation sont légèrement supérieurs à leur niveau de la même période de l'année précédente, alors que le renchérissement était négatif en 2015 et en 2016. La hausse des prix reste cependant mitigée et ne concerne pas tous les groupes de produits. Le taux de renchérissement annuel positif des prix à la consommation est essentiellement dû aux prix des produits pétroliers et aux loyers. Quant aux prix de l'offre totale, ceux à l'importation dépassent certes leur niveau de la même période de l'année précédente, alors que les prix à la production ont légèrement reculé.

Les anticipations d'inflation sont demeurées quasiment inchangées ces derniers mois. Elles se situent dans une zone légèrement positive et sont donc conformes à la stabilité des prix, que la BNS définit comme une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%.

PRIX À LA CONSOMMATION

Taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC supérieur à zéro

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC est positif depuis janvier 2017. Il s'inscrivait à 0,5% en mai, après avoir enregistré une hausse relativement marquée entre novembre 2016 et février 2017, où il était passé de -0,3% à 0,6%. Dans l'ensemble, il est ainsi demeuré à peu près stable depuis février (voir tableau 4.1 et graphique 4.1).

Renchérissement plus faible des produits pétroliers

En mai, les prix des produits pétroliers étaient certes supérieurs à leur niveau de la même période de l'année précédente, mais leur contribution au renchérissement annuel mesuré par l'IPC a diminué de 0,4 point depuis février. La contribution des biens et services importés hors produits pétroliers est redevenue positive au mois de mai, compensant ainsi partiellement le recul de la contribution de ces derniers au renchérissement.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2016	2016			2017	2017		
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
IPC, indice total	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,4	0,5
Biens et services suisses	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4
Biens	-0,6	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Services	0,0	0,1	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,5
Services privés (hors loyers des logements)	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Loyers des logements	0,3	0,2	0,2	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Services publics	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Biens et services importés	-1,4	-1,2	-0,6	-0,9	1,3	1,6	1,0	0,9
Hors produits pétroliers	-0,7	-0,1	0,2	-1,2	-0,7	-0,1	-0,3	0,2
Produits pétroliers	-6,1	-8,5	-5,7	1,4	17,3	15,1	11,6	5,7

Sources: BNS et OFS.

Renchérissement largement inchangé des biens et services suisses

Le renchérissement annuel des biens et services suisses est resté quasiment inchangé entre février et mai. Il reflétait pour l'essentiel la hausse des loyers par rapport à l'année précédente. La contribution des biens et services suisses hors loyers est demeurée proche de zéro (voir graphique 4.2).

Recul du taux d'intérêt de référence en juin

Le taux d'intérêt de référence publié chaque trimestre par le Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche est déterminant pour les adaptations de loyers liées à l'évolution des taux hypothécaires. Il a diminué en juin, passant de 1,75% à 1,5% (voir graphique 4.3). Pour ce qui est des loyers, qui représentent près de 20% de l'IPC, le renchérissement devrait donc tendre à fléchir dans les trimestres à venir.

Taux d'inflation sous-jacente légèrement inférieurs au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC

En mai 2017, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à 0,4%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) était de 0,2%. Ces deux taux d'inflation sous-jacente étaient donc légèrement inférieurs au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC (voir graphique 4.4). Cet écart tient essentiellement au fait que la hausse du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC enregistrée entre novembre et février découlait des prix volatils de biens et de services n'entrant pas dans le calcul des taux d'inflation sous-jacente – en particulier des produits pétroliers.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

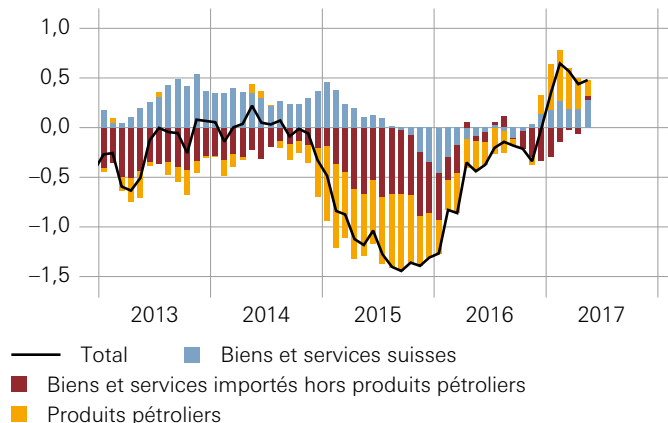
Taux de renchérissement des prix de l'offre totale proche de zéro

L'indice des prix de l'offre totale a légèrement reculé en avril et en mai par rapport au mois précédent. En mai, il ne dépassait ainsi plus que de 0,1% le niveau qu'il affichait un an auparavant (voir graphique 4.5). Alors que les prix à l'importation ont progressé par rapport au mois correspondant de l'année précédente, les prix à la production ont légèrement reculé sur la même période.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

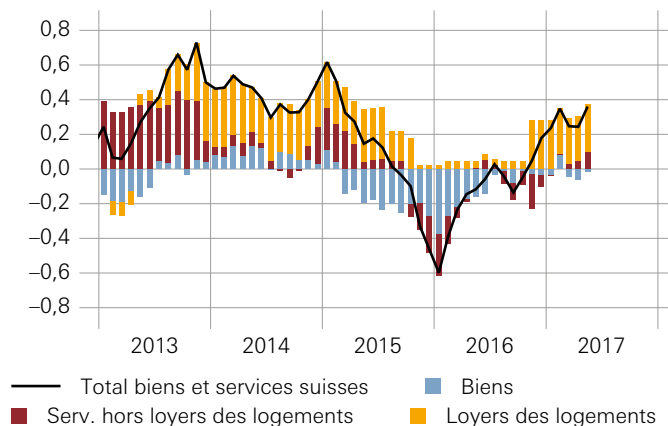


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

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

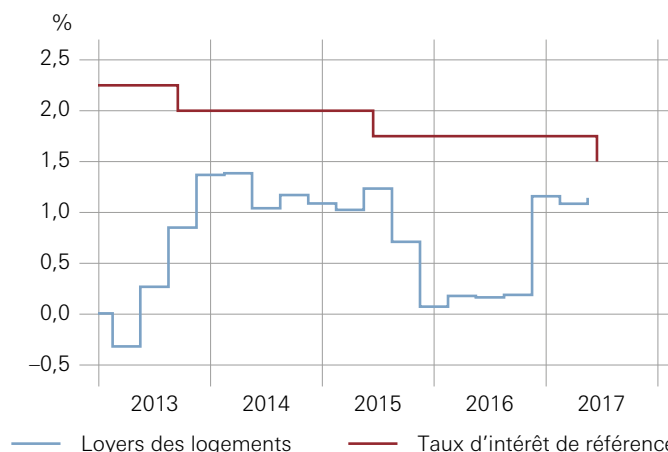


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

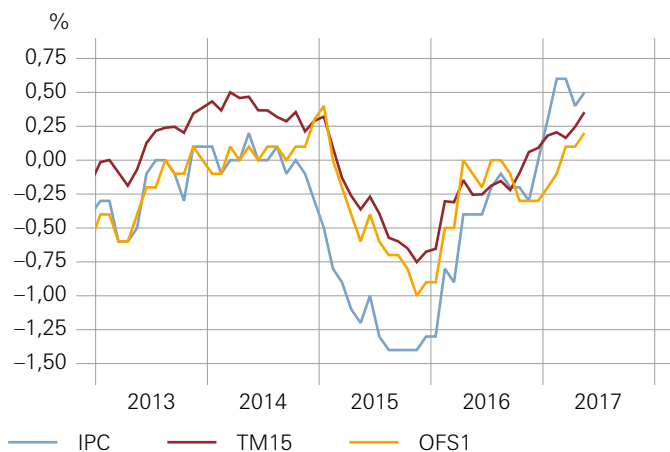
Variation par rapport à l'année précédente



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

INFLATION SOUS-JACENTE

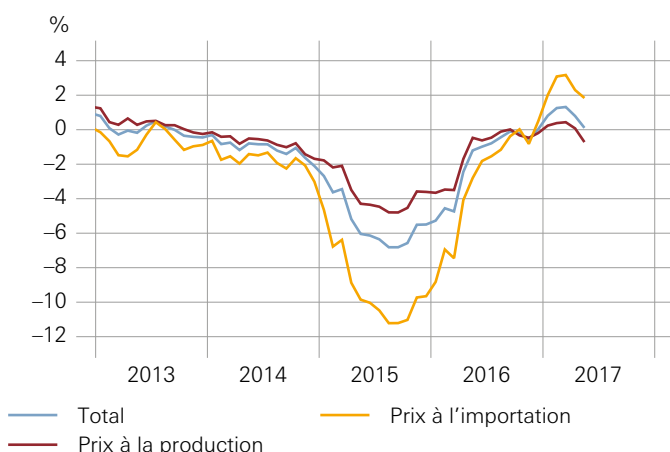
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

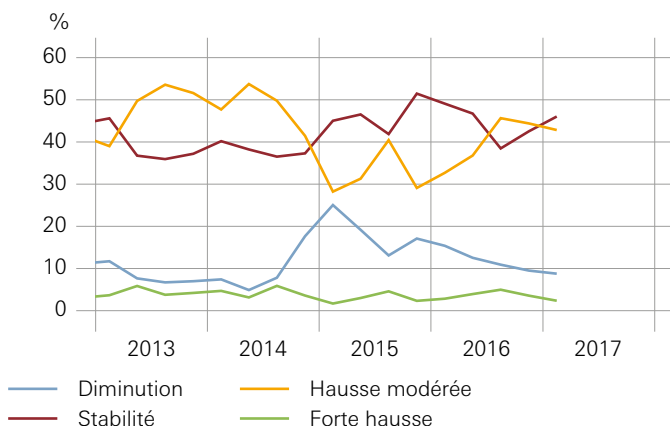
Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

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

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

Anticipations à court terme majoritairement stables

D'après l'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages, les anticipations d'évolution des prix sont restées stables entre janvier et avril 2017. Les parts des personnes interrogées tablant sur une augmentation ou sur une baisse des prix dans les douze prochains mois ont légèrement reculé, tandis que le nombre de ménages qui prévoient des prix inchangés a quelque peu progressé (voir graphique 4.6).

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, près de la moitié des analystes interrogés en mai s'attendaient à des taux d'inflation en hausse dans les six mois et 40% misaient sur des taux d'inflation stables. La part des personnes interrogées tablant sur une baisse reste donc faible.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprises de tous les secteurs économiques reflétaient au deuxième trimestre des anticipations d'inflation faibles et stables à court terme. Au deuxième trimestre, les interlocuteurs prévoyaient un renchérissement annuel de 0,3% pour les six à douze prochains mois, contre 0,2% au trimestre précédent.

Anticipations d'inflation à plus long terme légèrement supérieures aux anticipations à court terme

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Les directeurs financiers qui ont participé à l'enquête effectuée par Deloitte au premier trimestre 2017 tablaient sur un taux d'inflation de 1,1% dans deux ans (trimestre précédent: 0,9%). Les chefs d'entreprise interrogés au deuxième trimestre 2017 par les délégués de la BNS estimaient que le renchérissement annuel serait de 1,0% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 0,9%).

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

Depuis l'examen de mi-mars, les taux d'intérêt sur le marché monétaire se sont maintenus au même niveau que le taux d'intérêt négatif de la BNS, tandis que les taux d'intérêt à long terme se sont repliés quelque peu. Sur le marché des changes, le franc a faibli légèrement face à l'euro, mais s'est apprécié vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. La valeur extérieure du franc en données pondérées par le commerce extérieur est donc restée largement inchangée. Par conséquent, le franc est encore nettement surévalué.

Comme au trimestre précédent, les taux de croissance des crédits bancaires ont évolué dans la zone positive inférieure.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-MARS

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 16 mars 2017, la BNS a confirmé le cap de sa politique monétaire. Elle a décidé de laisser inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. Quant au taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré, il est resté fixé à $-0,75\%$.

La BNS a par ailleurs réaffirmé son intention de rester active sur le marché des changes afin d'influer au besoin sur l'évolution des cours, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Augmentation des avoirs à vue à la BNS

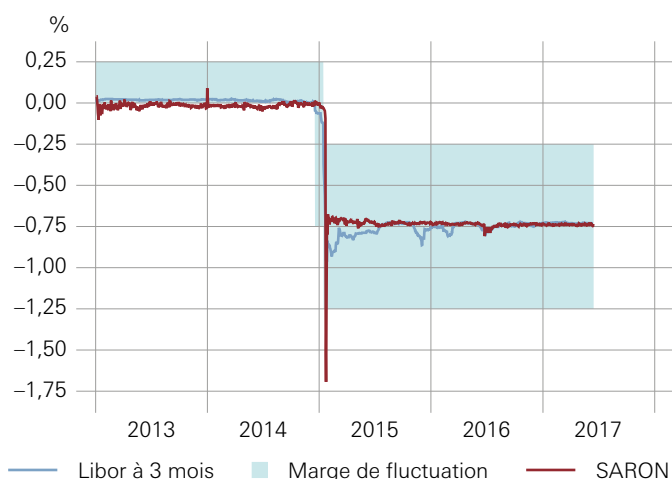
Depuis mi-mars 2017, les avoirs à vue détenus à la BNS ont dans l'ensemble continué à augmenter. Dans la semaine du 5 au 9 juin (la dernière semaine avant l'examen de mi-juin 2017), ils portaient sur 576,4 milliards de francs et dépassaient ainsi de 21 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-mars (555,4 milliards). Entre mi-mars et mi-juin 2017, ils s'établissaient en moyenne à 570,6 milliards de francs, dont 480,4 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 90,2 milliards pour les autres avoirs à vue.

Niveau élevé des réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 15,7 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 février au 19 mai 2017. Dans l'ensemble, les banques dépassaient en moyenne d'environ 466,7 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 453,7 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

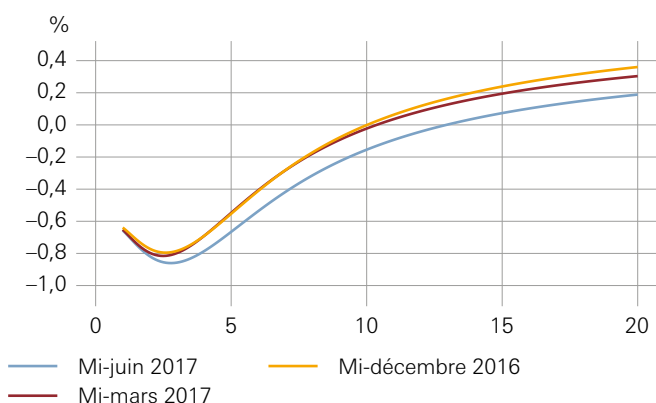


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

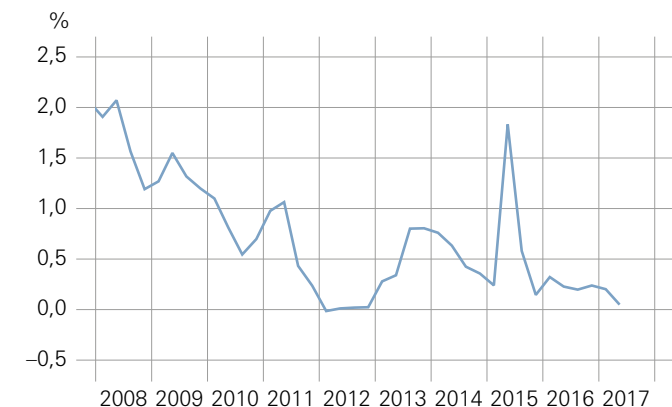


Source: BNS.

Graphique 5.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

Obligations à dix ans de la Confédération; anticipations d'inflation estimées à l'aide d'un modèle VAR



Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt stables sur le marché monétaire

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

Léger repli des taux d'intérêt à long terme

Depuis mi-novembre 2016, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération oscille entre $-0,2\%$ et 0% . Mi-juin, il s'inscrivait à environ $-0,2\%$, soit à un niveau légèrement inférieur aux niveaux observés mi-décembre 2016 et mi-mars 2017.

Léger aplatissement de la courbe des rendements

La courbe des rendements des obligations fédérales s'est légèrement aplatie par rapport au trimestre précédent (voir graphique 5.2). Alors que les taux d'intérêt à court terme sont restés pratiquement inchangés, les rendements à long terme ont quelque peu reculé pour de nombreuses durées. Mi-juin, les rendements des obligations fédérales d'une durée inférieure à treize ans s'inscrivaient dans la zone négative (voir graphique 5.2).

Taux d'intérêt réels à long terme toujours proches de zéro

Mi-juin 2017, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'inscrivait à 0% , se maintenant ainsi à un très bas niveau, comme au cours des trimestres précédents (voir graphique 5.3).

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

COURS DE CHANGE

Affaiblissement du franc face à l'euro, renforcement vis-à-vis du dollar des Etats-Unis

Depuis l'examen de mi-mars 2017, le franc a légèrement faibli face à l'euro (voir graphique 5.4). Cet affaiblissement est intervenu à l'issue du premier et du second tour des élections présidentielles en France, qui ont eu lieu respectivement mi-avril et début mai. Alors que l'euro valait 1,07 franc mi-mars, il a augmenté temporairement pour s'inscrire à plus de 1,09 franc après les élections françaises.

Depuis l'examen de mi-mars, le dollar des Etats-Unis a reculé face au franc et à d'autres monnaies. Ce recul a résulté des incertitudes politiques à Washington et des indicateurs économiques américains moins bons que prévu. En juin, le dollar des Etats-Unis s'est inscrit temporairement à 0,96 franc, soit son niveau le plus bas depuis août 2016.

Niveau relativement stable de l'indice du cours de change en données nominales pondérées par le commerce extérieur

Depuis l'examen de mi-mars, la valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par le commerce extérieur n'a guère varié, tout en marquant des fluctuations parfois vives (voir graphique 5.5). La dépréciation du franc face à l'euro a été contrebalancée par son appréciation vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et d'autres monnaies.

Indice du cours de change effectif réel à un niveau très élevé

Le graphique 5.6 présente l'indice réel du cours du franc pondéré par le commerce extérieur, tel qu'il est calculé par la BNS, la Banque des Règlements internationaux (BRI) et le Fonds monétaire international (FMI). Ces trois indices demeurent bien au-dessus de leur moyenne de long terme. Par rapport à sa moyenne historique, le franc reste donc nettement surévalué. L'évolution du cours du franc face à l'euro après les élections présidentielles en France indique une fois de plus que la force du franc reflète en partie une prime de risque attisée par les incertitudes politiques et économiques à l'étranger.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

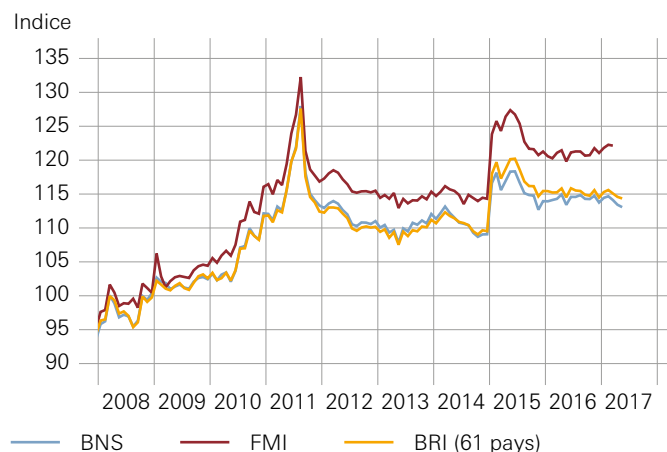


Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

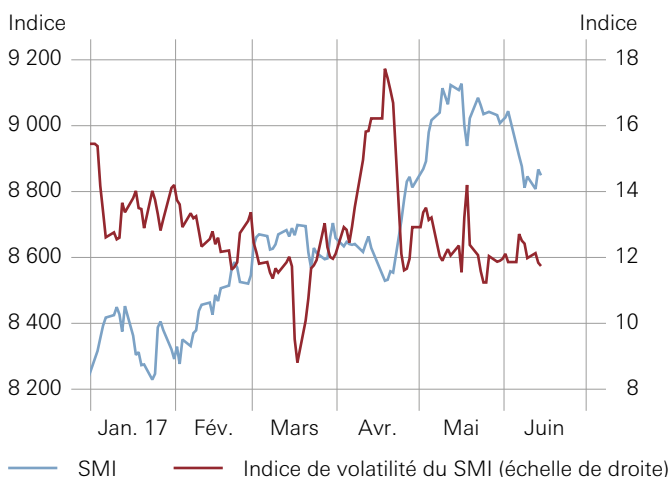
Décembre 2000 = 100



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

Graphique 5.7

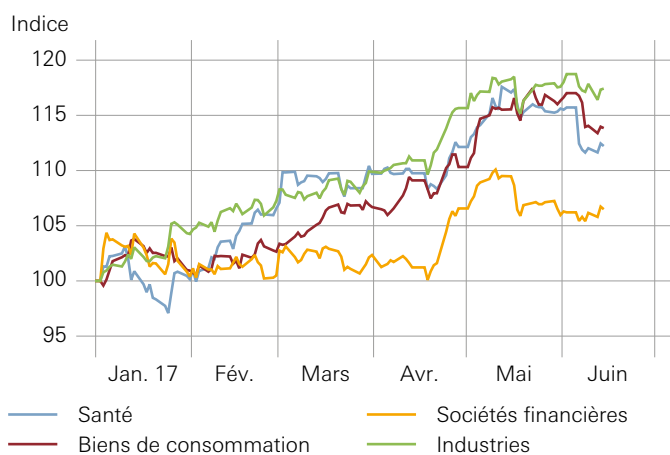
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

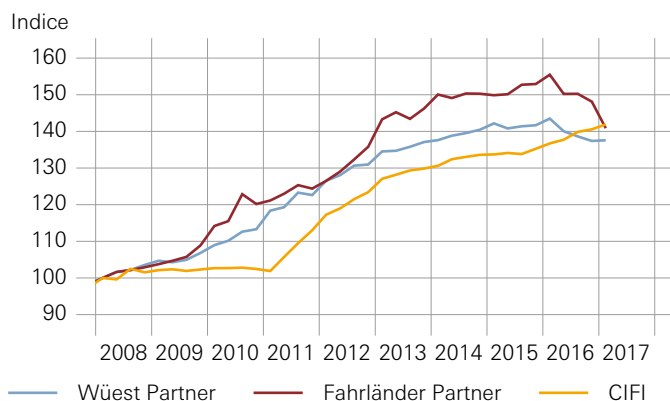
1^{er} janvier 2017 = 100

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest Partner.

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Hausse des cours des actions

Le Swiss Market Index (SMI) a progressé d'environ 7% depuis début 2017 (voir graphique 5.7). Néanmoins, il reste encore inférieur de près de 7% à son niveau d'août 2015, le plus élevé depuis la fin de la crise financière mondiale.

Les variations du SMI observées jusqu'ici en 2017 correspondent largement à celles des principaux indices boursiers européens. Le résultat du premier tour des élections présidentielles en France ayant réduit les incertitudes politiques, les cours des actions ont augmenté fortement fin avril. La dépréciation du franc face à l'euro a également contribué au climat positif sur le marché suisse des actions.

Hausse généralisée

Le graphique 5.8 montre que la hausse des cours des actions a touché, depuis mi-avril, tous les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI). Les gains de cours les plus importants ont été enregistrés par l'industrie. Mais les sous-indices relatifs à la santé, aux sociétés financières et aux biens de consommation ont eux aussi progressé parfois sensiblement.

Recul des incertitudes 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'incertitude sur le marché des actions. Depuis début 2017, cet indice a évolué la plupart du temps à l'intérieur d'une marge relativement étroite comprise entre 11% et 14%. Des niveaux aussi bas n'avaient plus été enregistrés depuis mi-2014.

Prix de l'immobilier résidentiel largement inchangés

D'après tous les indices de prix disponibles pour les appartements en propriété par étage (PPE) et les maisons individuelles, les prix de l'immobilier résidentiel se sont maintenus, au premier trimestre 2017, à un niveau très proche de celui enregistré un an auparavant. Les indices des prix des maisons individuelles ont cependant évolué de manière un peu plus positive que ceux des appartements en PPE. En ce qui concerne ces derniers, deux indices (Wüest Partner et Fahrländer Partner) font état d'un recul des prix de transaction par rapport au niveau du trimestre correspondant de l'année précédente, tandis qu'un indice (CIFI) indique une hausse (voir graphique 5.9).

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Expansion de la monnaie centrale...

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, a encore augmenté ces derniers mois pour s'établir, en mai 2017, à 561,2 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10). Cette progression reflète principalement l'évolution des avoirs en comptes de virement des banques résidentes, qui se sont accrus de 18 milliards de francs entre février et mai 2017. Quant au volume des billets en circulation, il a marqué une hausse de 0,2 milliard de francs pendant la même période.

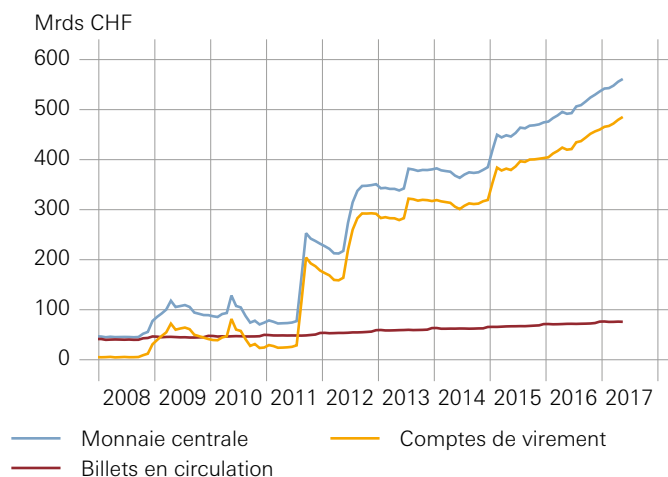
... et des agrégats au sens large

Les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, ont poursuivi leur croissance modérée jusqu'en avril. Selon la première estimation provisoire, les avoirs à vue ont augmenté sensiblement en mai, ce qui s'est reflété dans la hausse des taux annuels de croissance des trois agrégats monétaires. Par conséquent, la masse monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait fin mai de 7,2% son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté respectivement de 4,7% et 4,1% (voir tableau 5.1).

Depuis début 2008, l'agrégat monétaire M3 a enregistré une croissance continue de près de 400 milliards de francs (voir graphique 5.11). Dans le même laps de temps, toutes les composantes de M3 ont progressé, à l'exception des dépôts à terme. Etant donné le repli de l'écart d'intérêt par rapport aux dépôts à vue et aux dépôts d'épargne, les dépôts à terme ont chuté si fortement que M3 a été à peine plus élevé que M2 ces dernières années.

Graphique 5.10

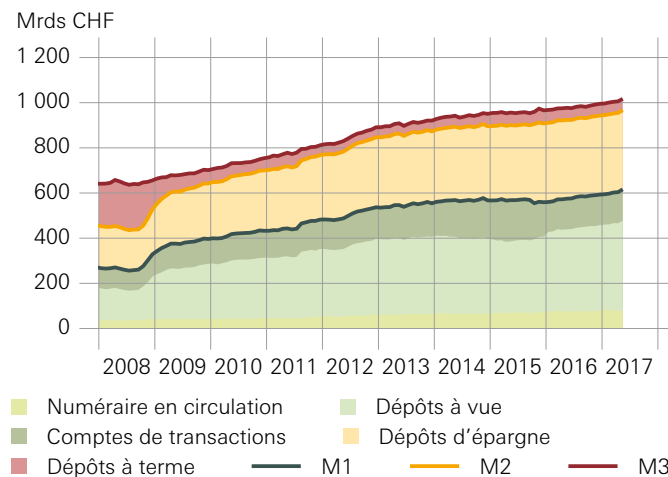
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

AGRÉGATS MONÉTAIRES

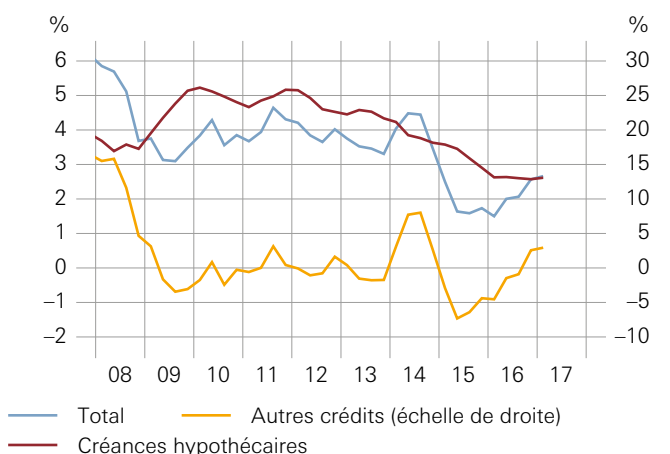


Source: BNS.

Graphique 5.12

CRÉDITS BANCAIRES

Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

Croissance modérée des crédits hypothécaires ...

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des résidents, ont progressé de 2,6% au premier trimestre 2017 par rapport à la même période de l'année précédente (voir tableau 5.1). Leur croissance avait diminué de moitié entre 2012 et 2015 et s'était largement stabilisée depuis lors (voir graphique 5.12). Depuis début 2008, les créances hypothécaires en francs ont augmenté d'environ 300 milliards de francs (voir graphique 5.13).

... et des autres crédits

En comparaison annuelle, les autres crédits ont progressé de 2,9% au premier trimestre (voir tableau 5.1). Ces dernières années, leur taux de croissance est resté proche de zéro, tout en subissant de très fortes fluctuations, de sorte qu'il se situe actuellement à un niveau pratiquement identique à celui observé début 2008. Les autres crédits non gagés ont légèrement reculé au cours de cette même période, mais ce repli a été largement compensé par la hausse des crédits gagés (voir graphique 5.13).

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

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

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

Source: BNS.

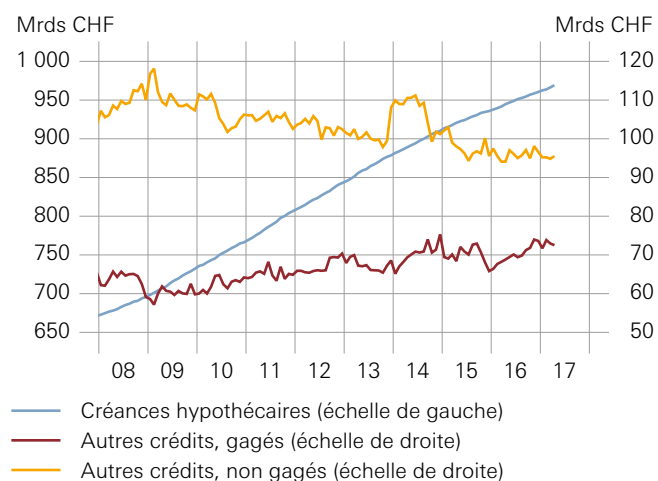
Croissance des crédits par secteurs

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

Fin avril 2017, les crédits aux ménages dépassaient de 19,8 milliards de francs ou de 2,7% le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 8,6 milliards de francs ou de 3,1%. Quant aux crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins important et se distinguent par leur relative volatilité, ils ont progressé de 0,9 milliard de francs ou de 1,9% par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Graphique 5.13

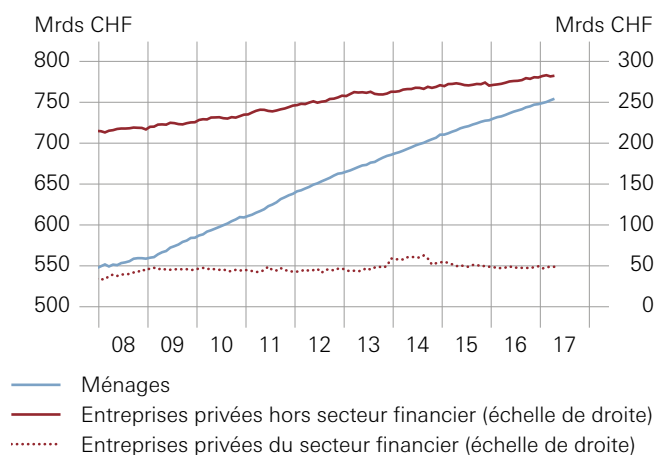
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS avec les entreprises

Deuxième trimestre 2017

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les informations recueillies auprès de décideurs économiques de toute la Suisse. Au total, 240 entretiens ont eu lieu avec des représentants d'entreprises entre mi-avril et fin mai.

Régions

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

Délégués

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

L'essentiel en bref

- Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprises au deuxième trimestre indiquent que l'économie suisse est sur la voie de la reprise. De même, les perspectives pour les six prochains mois se sont encore éclaircies.
- Les chiffres d'affaires réels ont continué de croître légèrement depuis le trimestre précédent. En comparaison annuelle, la progression des chiffres d'affaires s'est renforcée, en particulier dans l'industrie.
- L'utilisation des capacités de production des entreprises est en hausse, mais reste légèrement inférieure à la normale. Les marges ne cessent de s'améliorer depuis fin 2015; dans l'ensemble, elles demeurent néanmoins en-deçà du niveau considéré comme habituel, et les disparités sont marquées d'une entreprise à l'autre.
- Pour le deuxième semestre, les interlocuteurs escomptent une hausse plus soutenue des chiffres d'affaires réels, grâce essentiellement à l'évolution plus favorable de la conjoncture internationale, mais aussi à la relative stabilité des conditions de change.
- Les entreprises entendent accroître quelque peu leurs dépenses d'investissement dans les prochains mois et prévoient d'augmenter légèrement leurs effectifs.
- Les risques géopolitiques et les tendances protectionnistes constituent les principaux facteurs d'incertitudes aux yeux des interlocuteurs.

SITUATION ACTUELLE

Hausse continue des chiffres d'affaires

D'après les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprises au deuxième trimestre, le redressement graduel de l'économie suisse se poursuit.

Les chiffres d'affaires réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises ont continué de progresser légèrement depuis le trimestre précédent (voir graphique 1; des informations relatives à l'interprétation des graphiques sont proposées à la fin du présent rapport). Cette évolution s'observe dans les trois domaines d'activité, soit les services, l'industrie et la construction.

En comparaison annuelle, la croissance des chiffres d'affaires s'est accélérée au deuxième trimestre. En termes réels, elle est particulièrement marquée dans l'industrie. Ce résultat traduit la reprise de l'activité industrielle observée à partir de l'automne 2016.

Les exportations ont apporté une contribution déterminante à la hausse des chiffres d'affaires. La marche des affaires s'est accélérée dans la plupart des branches exportatrices. Les pays européens, notamment l'Allemagne et les Etats scandinaves, constituent des débouchés très actifs. La demande provenant d'Italie, de France et d'Espagne, mais aussi de Russie, s'est renforcée. Les Etats-Unis, les pays d'Asie du Sud-Est, la Chine, le Japon et les pays arabes sont également cités par les interlocuteurs comme jouant un rôle moteur dans cette évolution. Les activités commerciales des fournisseurs de l'industrie automobile et du secteur de la santé sont toujours particulièrement florissantes.

Recul de la sous-utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités de production s'était dégradé entre début 2014 et mi-2016 (voir graphique 2).

Il s'est ensuite stabilisé à partir du deuxième semestre 2016, sous l'influence de mouvements opposés: dans l'industrie, l'utilisation des capacités – qui affichait un faible niveau – s'est améliorée, tandis qu'elle a légèrement reculé dans la construction. Les résultats du deuxième trimestre indiquent quant à eux une progression sensible de l'utilisation des capacités, allant de pair avec l'amélioration de la marche des affaires. Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités reste toutefois inférieure au niveau considéré comme normal. Au total, 31% des chefs d'entreprises avec lesquels les délégués ont mené des entretiens la jugent plus faible qu'à l'accoutumée (contre 39% au trimestre précédent). Cela concerne aussi bien les services que l'industrie.

Effectifs adéquats

Actuellement, les effectifs sont jugés conformes aux besoins dans les trois domaines d'activité, ce qui confirme l'évaluation du premier trimestre. En 2016, les interlocuteurs estimaient encore être plutôt en sureffectif.

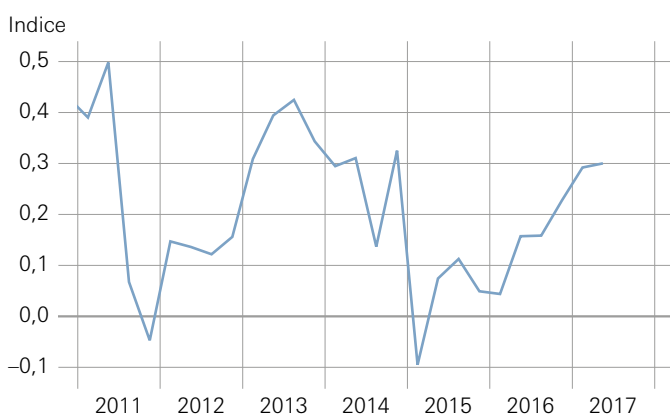
Pour surmonter les périodes de pointe, les entreprises recourent toujours en priorité au personnel temporaire, mais elles recrutent aussi davantage de personnel permanent.

Pressions persistantes sur les marges

L'appréciation relative aux marges ne s'est guère modifiée depuis le trimestre précédent. Dans l'ensemble, celles-ci sont toujours inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs. Cette évolution concerne l'ensemble de l'économie, mais la situation varie fortement selon les domaines d'activité et les entreprises. Plusieurs facteurs expliquent ces disparités. Premièrement, certains marchés pâtissent encore de la faiblesse cyclique de la demande. Deuxièmement, toutes les entreprises n'ont pu réagir dans la même mesure à l'appréciation du franc. Troisièmement, certaines branches et entreprises sont confrontées à des difficultés structurelles spécifiques.

Graphique 1

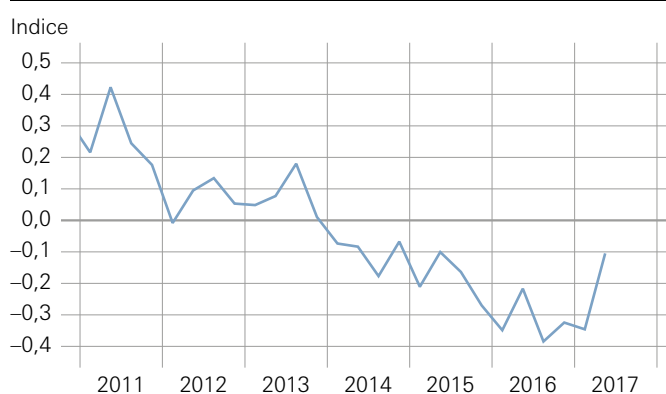
CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS CERTAINES BRANCHES

Dans le commerce, des phénomènes structurels tels que le glissement vers le commerce en ligne ou le tourisme d'achat à l'étranger sont toujours perceptibles. Si la situation n'a pas connu d'amélioration notable dans le commerce de détail, le commerce de gros enregistre quant à lui des chiffres d'affaires réels en légère hausse et une meilleure utilisation des capacités de production en comparaison trimestrielle.

Dans l'hôtellerie et la restauration, les chiffres d'affaires réels sont nettement supérieurs à ceux du trimestre précédent, notamment parce que Pâques a eu lieu au deuxième trimestre cette année. La sous-utilisation des infrastructures s'est réduite. La demande est en partie stimulée par le fait que la Suisse est considérée comme une destination sûre.

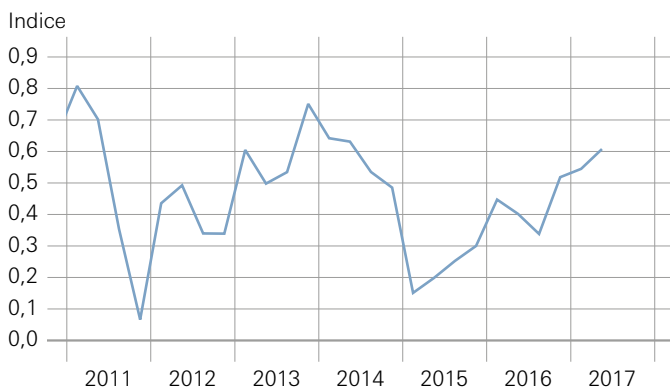
Dans le secteur financier aussi, la marche des affaires s'est légèrement améliorée. L'infrastructure (surfaces de bureaux et de vente, capacités informatiques) demeure cependant sous-utilisée, voire surdimensionnée, et les pressions sur les marges persistent. En ce qui concerne les activités liées aux opérations de commissions, les établissements financiers peuvent profiter du climat boursier favorable; le bas niveau des taux d'intérêt reste en revanche problématique. Les banques enregistrent toujours un léger sureffectif.

Les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication signalent quant à elles une marche des affaires soutenue accompagnée d'une forte croissance des chiffres d'affaires, d'une utilisation des capacités satisfaisante, de marges confortables et de plans d'embauche expansifs. Cette évolution s'explique par le développement de l'automatisation, de la numérisation et de la réglementation ainsi que par une perception accrue de la menace constituée par les risques de piratage.

Dans l'industrie, la situation continue de s'améliorer. Les entreprises de transformation des métaux, l'industrie des machines et les fabricants d'instruments de précision enregistrent des chiffres d'affaires supérieurs à ceux du trimestre précédent. Dans l'horlogerie, certains signes indiquent que le creux de la vague a été dépassé; toutefois, les capacités de production sont toujours sous-utilisées et les marges restent soumises à de vives pressions. Dans l'industrie alimentaires et les entreprises de transformation du plastique et des métaux, les marges sont inférieures au niveau considéré comme habituel.

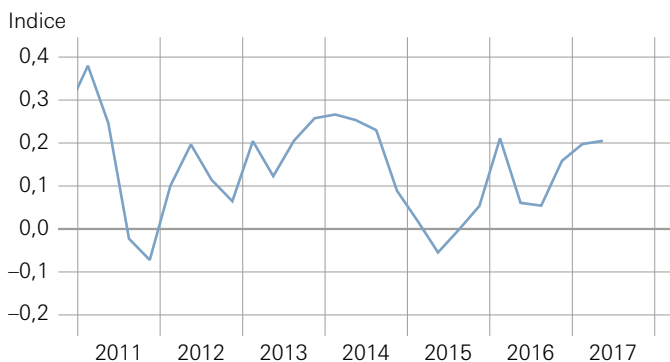
Dans la construction, la marche des affaires est positive, tant dans le secteur principal de la construction que dans le second œuvre. Dans certaines régions, il est cependant question d'une intensification de la concurrence d'éviction. Le personnel qualifié est très recherché.

La numérisation est un sujet évoqué dans de très nombreuses branches; rares sont les entreprises qui échappent à la nécessité de mener une réflexion sur ce thème. La plupart des interlocuteurs y voient des chances pour l'avenir.

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

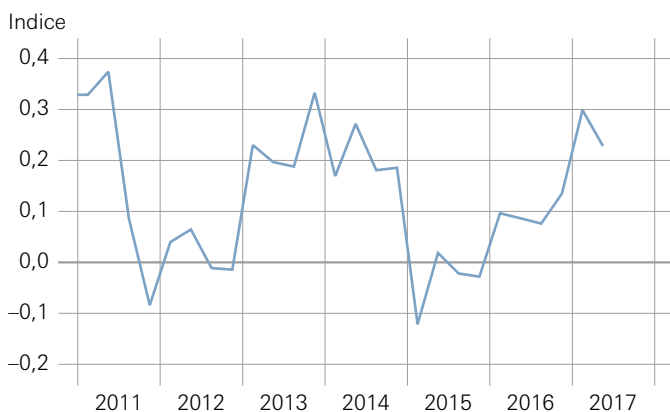
Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE

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

Source: BNS.

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

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

Source: BNS.

PERSPECTIVES**Regain de confiance**

Dans l'ensemble, les interlocuteurs se montrent optimistes quant aux perspectives commerciales pour les six prochains mois. Ils s'attendent à une nouvelle augmentation des chiffres d'affaires réels (voir graphique 3). Cette appréciation, qui concerne les trois domaines d'activité, s'explique surtout par l'amélioration des perspectives conjoncturelles internationales. La relative stabilité des conditions de change et les effets des mesures visant à accroître l'efficacité jouent également un rôle important à cet égard.

Cet optimisme se reflète également dans la légère hausse attendue de l'utilisation des capacités de production et de l'infrastructure au cours des six prochains mois (voir graphique 4), ainsi que dans le renforcement perceptible de la propension à investir, notamment dans les biens d'équipement. Un tiers des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production.

Les interlocuteurs tablent sur des prix d'achat et de vente quasiment inchangés pour les six prochains mois. Cela confirme la tendance à la stabilisation qui s'est amorcée il y a quelques trimestres. Certaines entreprises ont pu procéder à des augmentations de prix ponctuelles ou expriment leur intention de le faire dans les prochains mois, notamment en raison de la hausse du prix des matières premières.

Léger accroissement des effectifs prévu

La perspective d'une hausse de l'utilisation des capacités se reflète également dans les plans d'embauche: les interlocuteurs envisagent d'accroître légèrement les effectifs (voir graphique 5), et ce dans les trois domaines d'activité.

Hausse modérée des salaires

Selon les indications fournies par les interlocuteurs, les augmentations de la masse salariale réalisées jusqu'ici pour l'année 2017 s'élèvent en moyenne à un peu plus de 0,8%.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Les risques géopolitiques et les tendances protectionnistes comptent parmi les dangers potentiels majeurs évoqués. En ce qui concerne l'Europe, les interlocuteurs se sont montrés plus détendus dans leur appréciation des risques après les élections présidentielles françaises. En Suisse, la densité croissante de la réglementation est ressentie comme un poids. La cybercriminalité est souvent citée comme étant une source de danger. Des risques propres aux différentes entreprises sont abordés plus souvent qu'à l'accoutumée. La nouvelle stratégie énergétique de la Confédération est majoritairement perçue comme une chance et n'est considérée comme un risque que dans des cas isolés. Certains interlocuteurs expriment leur inquiétude quant à l'évolution sur le marché de

l'immobilier en mentionnant la hausse du nombre de logements vacants. Les besoins de financement importants des investisseurs institutionnels sont perceptibles.

La plupart des entreprises parviennent à s'accommoder des conditions de change actuelles. Les interlocuteurs se félicitent de la stabilité sur les marchés des changes, tout en considérant qu'une nouvelle appréciation du franc constituerait une source d'inquiétude.

Plusieurs interlocuteurs considèrent le bas niveau des taux d'intérêt comme étant problématique eu égard à la situation future des institutions de prévoyance.

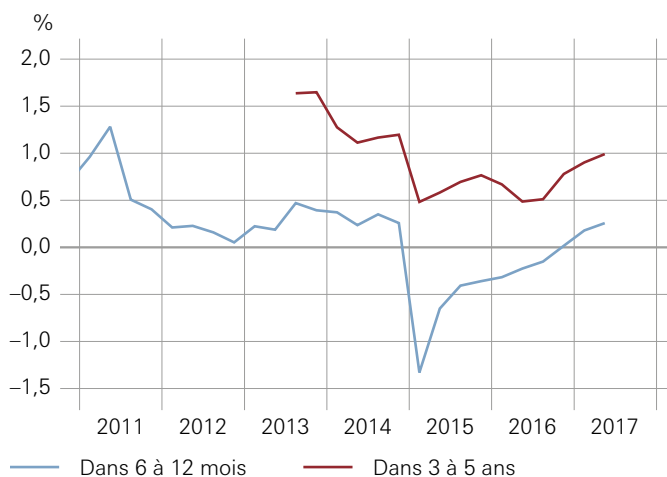
ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

Après la forte appréciation du franc intervenue au début de 2015, les anticipations à court et à moyen terme avaient nettement reculé, avant de repartir progressivement à la hausse. Cette tendance haussière s'est poursuivie au deuxième trimestre: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à présent à 0,3% en moyenne, contre 0,2% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Quant à l'inflation attendue pour le moyen terme – soit les trois à cinq prochaines années –, elle s'inscrit à 1,0% contre 0,9% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique). Les anticipations d'inflation sont ainsi de nouveau comparables à celles de fin 2014.

Graphique 6

INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

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

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

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

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 la tendance qui ressort 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.

<p>Lors de l'examen du 15 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Juin 2017</p>
<p>Lors de l'examen du 16 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Mars 2017</p>
<p>Le 19 décembre, la BNS annonce qu'elle relève le montant de l'attribution à la provision pour réserves monétaires. A l'avenir, le double du taux de croissance moyen du PIB nominal des cinq dernières années continuera à servir de base pour le calcul du montant attribué. Mais désormais, ce dernier devra s'élever au moins à 8% de la provision pour réserves monétaires. Cette règle garantit une alimentation suffisante de la provision et un renforcement du bilan, même dans des périodes de faible croissance du PIB nominal. La croissance du PIB nominal s'étant inscrite, en moyenne, à seulement $1,9\%$ au cours des cinq dernières années, le taux minimal de 8% doit être pris en compte pour l'exercice 2016.</p>	<p>Décembre 2016</p>
<p>Lors de l'examen du 15 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Décembre 2016</p>
<p>Le 10 novembre, le Département fédéral des finances (DFF) et la BNS annoncent qu'ils ont signé une nouvelle convention concernant la distribution du bénéfice de la BNS au titre des exercices 2016 à 2020. A condition que sa réserve pour distributions futures soit positive, la BNS continuera de verser à la Confédération et aux cantons le montant annuel de 1 milliard de francs. Les distributions n'ayant pas eu lieu seront désormais compensées les années suivantes, pour autant que la réserve pour distributions futures le permette.</p>	<p>Novembre 2016</p>
<p>Le 9 novembre, le Conseil fédéral adopte le message relatif à l'initiative populaire «Pour une monnaie à l'abri des crises: émission monétaire uniquement par la Banque nationale! (Initiative Monnaie pleine)». Il recommande aux Chambres fédérales de rejeter cette initiative sans lui opposer de contre-projet.</p>	<p>Novembre 2016</p>

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.

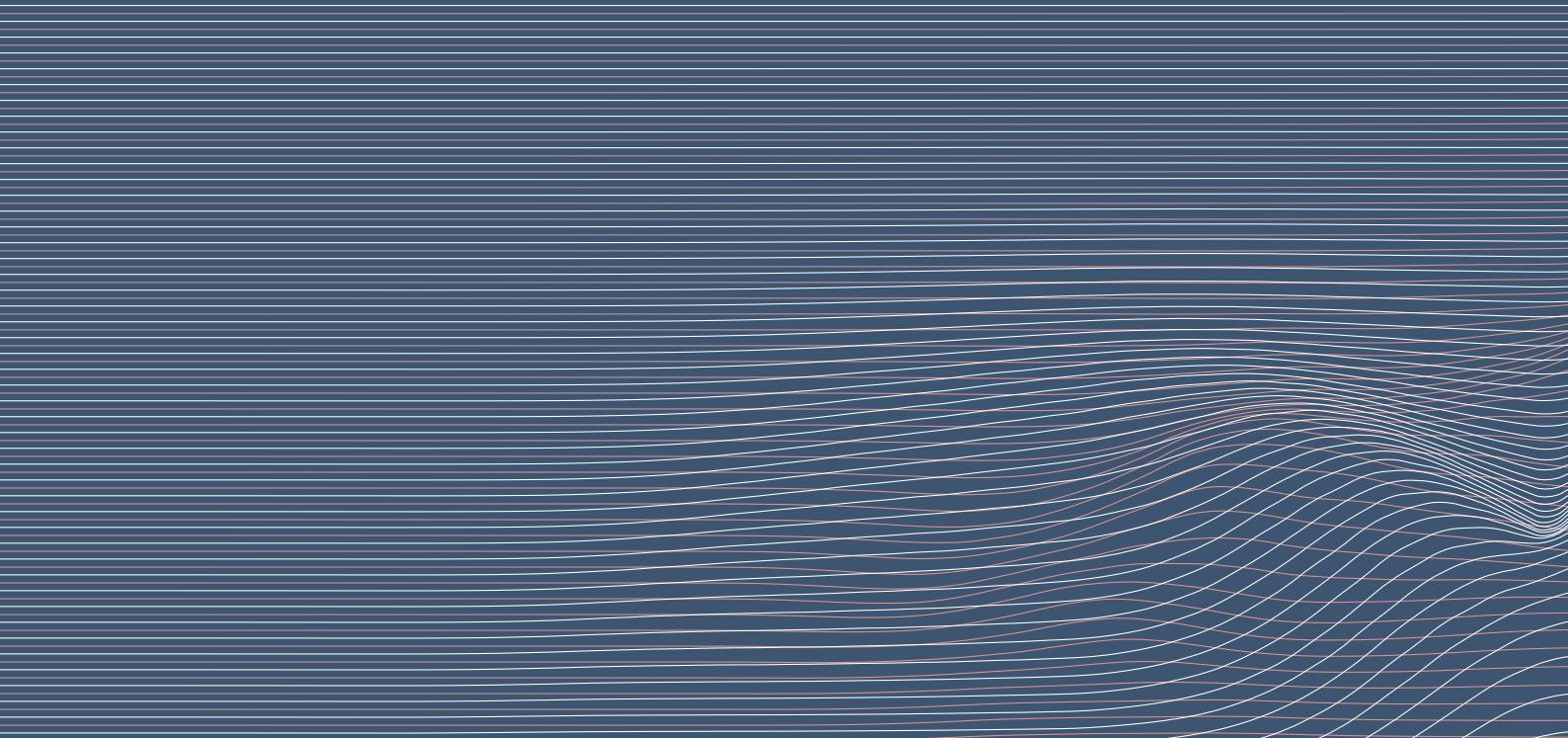
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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 2017



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

