

---

Bulletin trimestriel  
3/2018 Septembre

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





---

Bulletin trimestriel  
3/2018 Septembre

36<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 20 septembre 2018	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
<b>Chronique monétaire</b>	<b>34</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 2018 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 20 septembre 2018) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 20 septembre 2018. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

# 1

## Décision de politique monétaire du 20 septembre 2018

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cap expansionniste de sa politique monétaire. De cette manière, elle stabilise l'évolution des prix et soutient 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 reste comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis l'examen de juin 2018, le franc s'est sensiblement apprécié, aussi bien face aux principales monnaies que vis-à-vis des monnaies des économies émergentes. Il s'inscrit à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes restent nécessaires pour maintenir à bas niveau l'attrait des placements en francs et, partant, réduire les pressions à la hausse sur le franc.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus élevée que celle de juin pour la période allant jusqu'au début de 2019 (voir graphique 1.1), ce qui s'explique par une légère hausse du renchérissement des biens et services suisses. A partir du deuxième trimestre 2019, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle s'inscrit à un niveau inférieur à celle de juin, en raison de l'appréciation du franc. Pour l'année 2018, la BNS continue de tabler sur une inflation de  $0,9\%$ . Pour 2019, la prévision d'inflation s'établit désormais à  $0,8\%$ , soit à un niveau inférieur de  $0,1$  point par rapport à celle de juin. Pour 2020, la BNS s'attend à une inflation de  $1,2\%$ , contre  $1,6\%$  dans la prévision du trimestre précédent. 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.

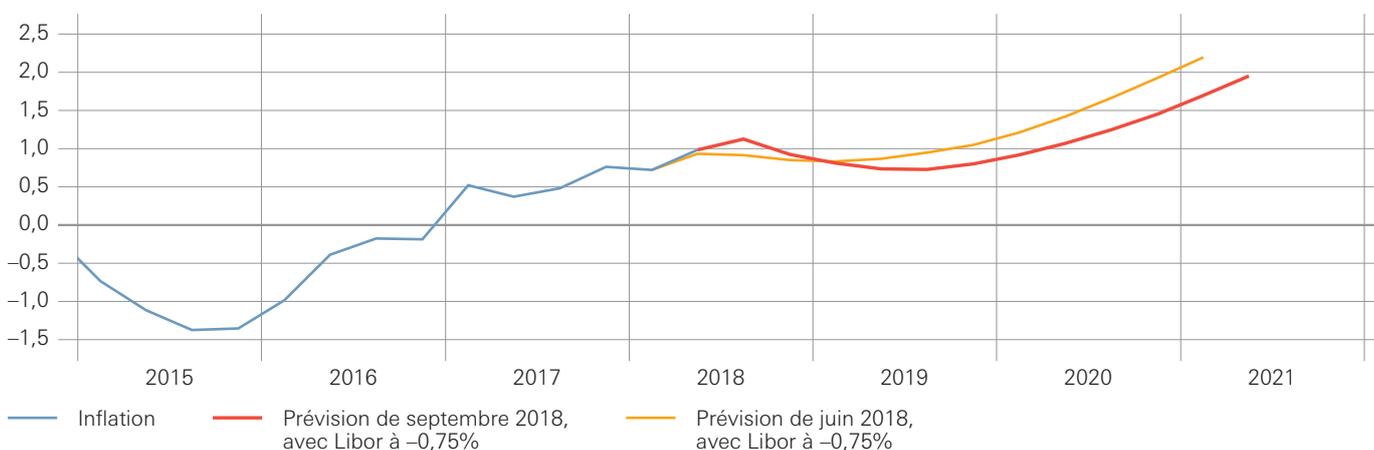
Au deuxième trimestre 2018, l'économie mondiale a dans l'ensemble connu une expansion robuste. Dans les pays industrialisés, l'utilisation des capacités de production s'est encore améliorée, et les effectifs ont affiché une nouvelle progression. Dans les économies émergentes également, la dynamique conjoncturelle demeure globalement favorable. Les échanges internationaux de biens ont toutefois un peu perdu de leur vigueur.

Les indicateurs conjoncturels restent propices pour les mois à venir. Etant donné que les pays industrialisés mènent toujours une politique monétaire expansionniste et que la situation sur le marché du travail s'améliore, l'expansion de l'économie mondiale devrait se poursuivre. Il faut cependant s'attendre à un certain ralentissement du fait que la progression a été forte les trimestres précédents. Les crises de confiance en Turquie et en Argentine n'ont jusqu'ici pas eu d'effet notable sur les perspectives de l'économie mondiale.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2018

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



Sources: BNS et OFS.

Par rapport à ce scénario de base positif, les risques sont plutôt orientés à la baisse. Ils concernent au premier chef les incertitudes politiques dans certains pays, d'éventuelles tensions sur le plan international et des tendances protectionnistes.

En Suisse, l'économie a continué de se redresser. Les chiffres révisés du produit intérieur brut (PIB) indiquent pour les dernières années une croissance plus soutenue que ce qui avait été initialement annoncé. Au deuxième trimestre 2018, le PIB a progressé de 2,9% en données annualisées, soit de nouveau à un rythme supérieur au potentiel estimé. Cette évolution marquée durant le premier semestre s'explique toutefois en partie par des facteurs extraordinaires. D'une manière générale, l'utilisation des capacités de production s'est encore améliorée dans l'ensemble de l'économie, et la baisse du chômage s'est poursuivie au cours des derniers mois.

Il ressort des indicateurs avancés que les perspectives conjoncturelles restent favorables. Cependant, l'évolution

donne des signes de ralentissement, car la croissance internationale marque un léger fléchissement, et la récente appréciation du franc aura des effets modérateurs. Pour l'année en cours, la BNS s'attend désormais à une croissance du PIB de l'ordre de 2,5% à 3% et à une nouvelle baisse modérée du chômage. La prévision de croissance plus positive s'explique par la révision à la hausse des données relatives aux trimestres précédents.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Tant les prêts hypothécaires que les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage ont continué d'afficher une hausse modérée au cours des derniers trimestres. Dans le segment des objets résidentiels de rendement, les prix se sont stabilisés, mais risquent de subir une correction du fait de leur forte progression au cours des dernières années et du nombre croissant de logements vacants. La BNS observe toujours attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier, et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

### Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, SEPTEMBRE 2018

	2015				2016				2017				2018				2015	2016	2017	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0				-1,1	-0,4	0,5

Source: OFS.

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2018

	2018				2019				2020				2021				2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de juin 2018, avec Libor à -0,75%	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9	2,2					0,9	0,9	1,6
Prévision de septembre 2018, avec Libor à -0,75%		1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,5	1,7	2,0				0,9	0,8	1,2

Source: BNS.

## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au deuxième trimestre, l'économie mondiale a dans l'ensemble connu une expansion robuste. Dans les pays industrialisés, l'utilisation des capacités de production s'est encore améliorée, et les effectifs ont affiché une nouvelle progression. Dans les économies émergentes également, la dynamique conjoncturelle est globalement demeurée favorable. Les échanges internationaux de marchandises ont toutefois un peu perdu de leur vigueur (voir graphique 2.1).

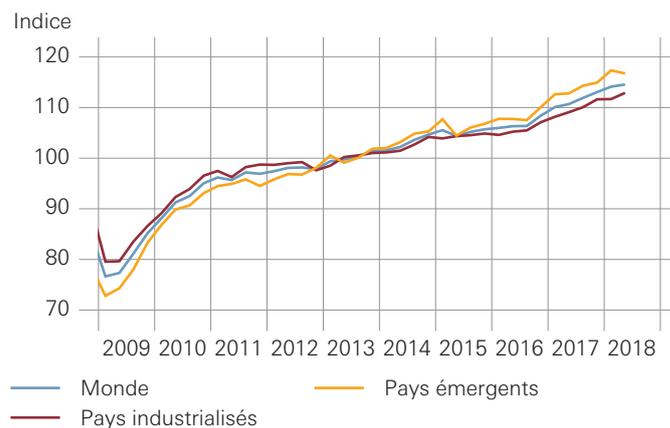
Les indicateurs conjoncturels restent propices pour les mois à venir. Etant donné que les pays industrialisés mènent toujours une politique monétaire expansionniste et que la situation sur le marché du travail s'améliore, l'économie mondiale devrait continuer de croître plus rapidement que son potentiel. Il faut cependant s'attendre à un certain ralentissement du fait que la progression a été forte les trimestres précédents. Les crises de confiance en Turquie et en Argentine n'ont jusqu'ici pas eu d'effet notable sur les perspectives de l'économie mondiale.

Par rapport à ce scénario de base positif, les risques sont plutôt orientés à la baisse. Ils concernent au premier chef les incertitudes politiques dans certains pays, d'éventuelles tensions sur le plan international et des tendances protectionnistes. Par ailleurs, des défis supplémentaires découlent de la normalisation de la politique monétaire dans les pays industrialisés.

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

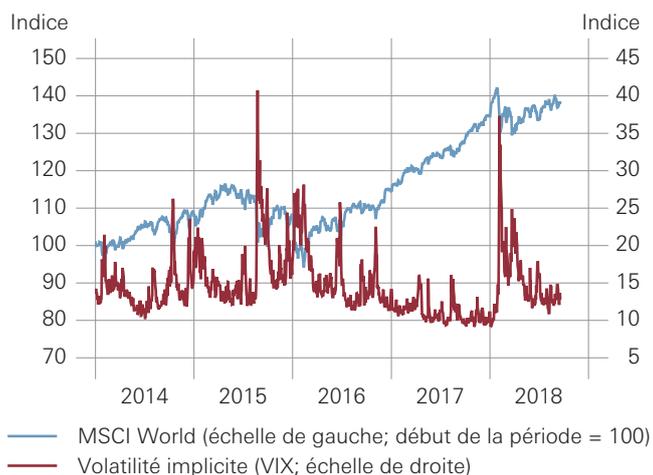
### SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2014	2015	2016	2017	Scénario	
					2018	2019
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,6	3,5	3,3	3,9	4,0	3,9
États-Unis	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,6
Zone euro	1,4	1,9	1,9	2,5	2,0	1,6
Japon	0,3	1,4	1,0	1,7	0,9	1,1
<b>Prix du baril de pétrole en USD</b>	99,0	52,5	43,8	54,3	71,9	73,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

**TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE**

Titres d'Etat à 10 ans

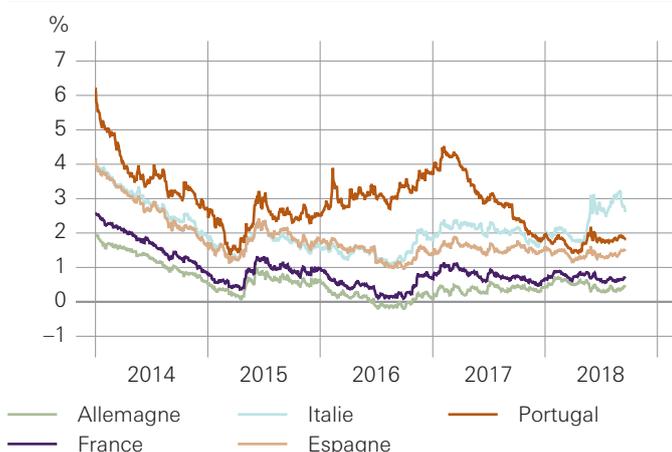


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

**TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE**

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Aux Etats-Unis, le renchérissement a atteint l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed). Celle-ci prévoit donc de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) s'attend à une hausse de l'inflation sous-jacente, qui avait stagné pendant une période prolongée. La BCE entend dès lors arrêter ses achats de titres à la fin de l'année. La politique monétaire de la zone euro reste cependant expansionniste; les taux directeurs devraient se maintenir à leur niveau actuel au moins au-delà de l'été 2019. Le Japon conservera lui aussi sa politique monétaire très souple en raison d'un renchérissement toujours modeste.

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 73 dollars des Etats-Unis le baril de brent, soit 4 dollars de moins que dans le scénario de base du mois de juin (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,16 dollar pour 1 euro, contre 1,19 dollar en juin. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire de juin, les marchés financiers internationaux ont continué d'évoluer dans un contexte contradictoire caractérisé d'un côté par une économie mondiale solide et, de l'autre côté, par des risques politiques. Aux Etats-Unis, le marché des actions a ainsi bénéficié du développement dynamique de la conjoncture et des bénéfices sur le plan national. La volatilité des actions américaines, qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, est demeurée relativement faible. De nombreux facteurs ont cependant constitué une source d'inquiétude au niveau mondial, notamment les incertitudes concernant la politique budgétaire en Italie, les négociations sur le Brexit, la persistance des conflits commerciaux opposant les Etats-Unis à la Chine en particulier, ainsi que les crises de confiance en Turquie et en Argentine. Dans ce contexte, l'indice mondial MSCI tend à stagner depuis le début de l'année, après avoir fortement augmenté en 2017 (voir graphique 2.2).

Les rendements des obligations d'Etat à dix ans sont pour la plupart restés inchangés dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). En Italie, ils se sont accrus en raison des incertitudes politiques pour atteindre, durant la période examinée, leur plus haut niveau depuis mi-2014 (voir graphique 2.4).

Les craintes d'un éventuel ralentissement de la croissance en Chine, les signaux reflétant un durcissement légèrement plus rigoureux de la politique monétaire aux Etats-Unis ainsi que les évolutions en Turquie et en Argentine ont conduit à la dépréciation de la monnaie de certains pays émergents. Dans les pays industrialisés, la valeur de la plupart des monnaies respectives s'est accrue en termes pondérés par le commerce extérieur. Seule la livre sterling s'est encore dévalorisée à cause des incertitudes liées au Brexit (voir graphique 2.5).

Le prix du pétrole a eu tendance à stagner malgré la décision de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) d'étendre l'offre. Les prix des métaux industriels ont sensiblement baissé, car les conflits commerciaux inquiétaient le marché (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

Stimulé par la forte reprise de la consommation privée, le PIB américain a crû de 4,2% au deuxième trimestre, soit à un rythme sensiblement plus vif qu'au trimestre précédent (voir graphique 2.7). De plus, l'emploi a continué de progresser ces derniers mois. Le taux de chômage était quasiment inchangé en août, à 3,9% (voir graphique 2.10).

Les indicateurs les plus récents montrent un dynamisme économique durablement solide. Compte tenu de l'évolution robuste du revenu disponible et du taux d'épargne toujours élevé sur le long terme, les perspectives de croissance de la consommation privée restent favorables. La politique budgétaire expansionniste devrait soutenir la croissance dans les années à venir. Les prévisions concernant le PIB américain ont été légèrement revues à la hausse depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. La BNS table désormais sur une progression de 2,9% en 2018 et de 2,6% en 2019 (voir tableau 2.1).

Le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a fluctué ces derniers mois principalement à cause des prix de l'énergie. En août, la hausse des prix s'inscrivait à 2,7% (voir graphique 2.11), tandis que l'inflation sous-jacente stagnait à 2,2% (voir graphique 2.12). Privilégié par la Fed en tant qu'indice des prix, le déflateur de la consommation privée est conforme à la valeur cible de 2% fixée par la Fed. En août, celle-ci a maintenu la marge de fluctuation de son taux directeur à 1,75%-2,0% (voir graphique 2.13). Compte tenu de la dynamique inflationniste actuelle et des progrès réalisés sur le marché du travail, la Fed prévoit de poursuivre le durcissement de sa politique monétaire.

Graphique 2.5

### COURS DE CHANGE

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

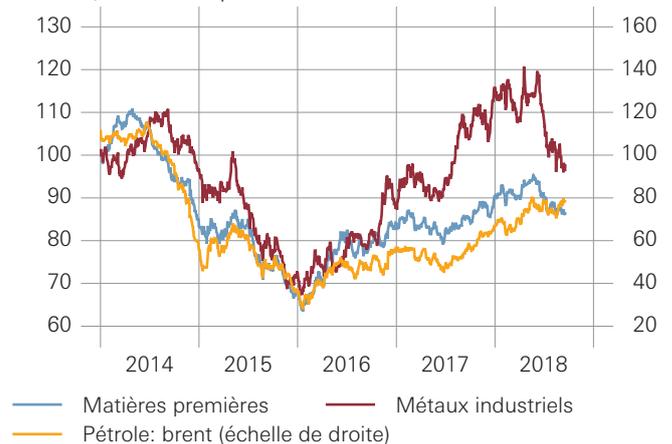


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100 USD/baril

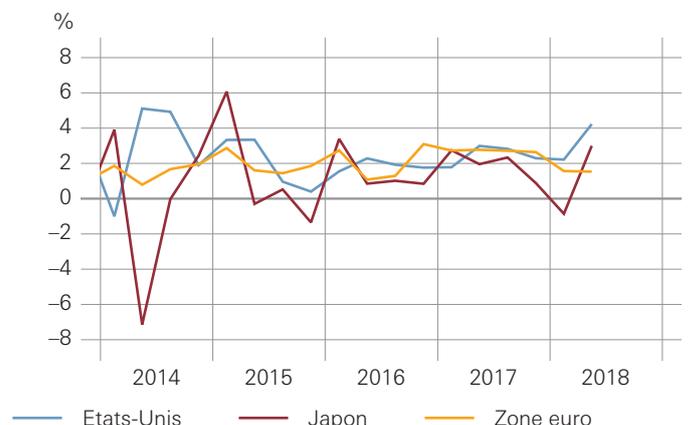


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

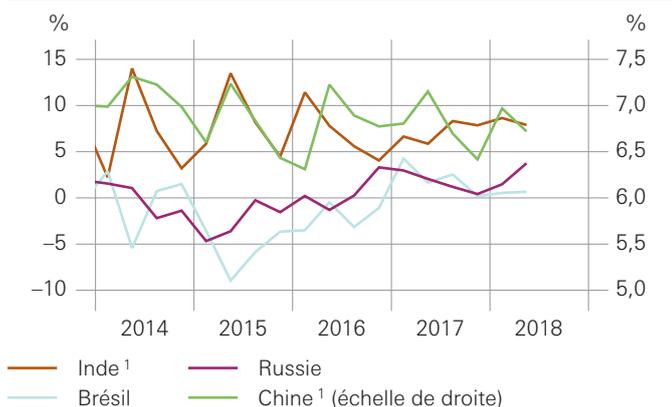


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

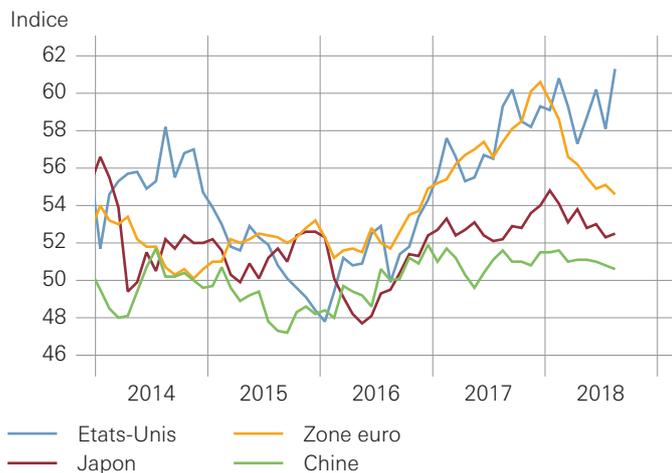
**PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS**

Variation par rapport à la période précédente



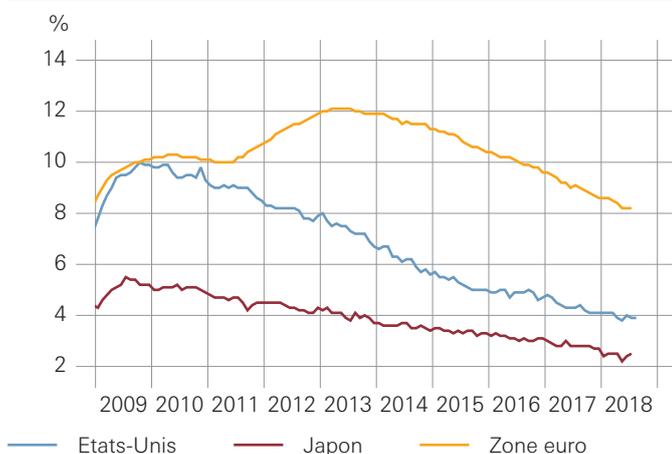
1 Correction des variations saisonnières: BNS.  
 Estimation BNS.  
 Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

**INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)**

Source: Markit Economics Limited.

Graphique 2.10

**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

**ZONE EURO**

La conjoncture a perdu de sa vigueur dans la zone euro au premier semestre en raison d'un affaiblissement de la demande à l'étranger, qui était auparavant forte. La demande intérieure est, quant à elle, demeurée solide. Le PIB a augmenté de 1,5% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7). Les effectifs ont affiché une nouvelle progression, et le chômage a atteint 8,2% en juillet, soit son plus bas niveau des dix dernières années (voir graphique 2.10).

Les enquêtes réalisées auprès des ménages et des entreprises reflètent une conjoncture durablement solide, qui devrait encore être soutenue par des conditions de financement favorables et une évolution robuste des revenus des ménages. Dans l'ensemble, la BNS n'a guère modifié ses prévisions de croissance pour la zone euro. Celles-ci s'inscrivent à 2% pour 2018 et à 1,6% pour 2019 (voir tableau 2.1). Les perspectives encourageantes continuent cependant de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent les aléas budgétaires en Italie, les incertitudes liées aux différends commerciaux sur le plan international et les futures relations entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni.

A la suite du renchérissement des prix de l'énergie, la hausse des prix à la consommation s'est accentuée dans la zone euro pour s'établir à 2% en août (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est cependant demeurée modeste, oscillant autour de 1%, comme c'est le cas depuis quelques années (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers ont stagné en deçà de l'objectif d'inflation d'un peu moins de 2% fixé par la BCE. En revanche, la croissance des salaires s'est un peu raffermie dans la zone euro au premier semestre.

La BCE a décidé de maintenir ses taux directeurs tels quels en septembre. Comme annoncé en juin, elle entend poursuivre ses achats mensuels nets de titres à hauteur de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018, les réduire ensuite à 15 milliards et les arrêter à la fin de l'année. Le réinvestissement des titres arrivés à échéance devrait continuer. De plus, la BCE considère que les taux directeurs resteront à leur niveau actuel pendant une période allant au-delà de l'été 2019 au moins.

## JAPON

Au Japon, la croissance s'est redressée au deuxième trimestre, après qu'une violente tempête de neige a pesé sur l'activité intérieure en début d'année. Le PIB a progressé de 3% au deuxième trimestre, alors qu'il avait reculé de 0,9% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). L'utilisation des capacités économiques est ainsi demeurée bonne. Le taux de chômage s'est établi à 2,5% en juillet, soit son plus bas niveau depuis le début des années 1990 et sensiblement en dessous du taux de chômage naturel estimé (voir graphique 2.10).

La conjoncture solide dans l'industrie au niveau mondial ainsi que les investissements dans les infrastructures et le tourisme en prévision des Jeux olympiques de Tokyo en 2020 permettront à l'économie japonaise de conserver sa vigueur au cours des trimestres à venir. Par ailleurs, de nouvelles incitations fiscales devraient pousser les entreprises à augmenter les salaires, ce qui devrait soutenir la consommation privée. Compte tenu des différentes catastrophes naturelles survenues cet été, il faut cependant s'attendre à une évolution volatile de la croissance au second semestre 2018. La BNS n'a guère modifié ses prévisions de croissance du PIB et table sur une progression de 0,9% en 2018 et de 1,1% en 2019 (voir tableau 2.1).

A la suite du renchérissement de l'énergie et des denrées alimentaires, la hausse des prix à la consommation s'est de nouveau un peu accentuée ces derniers mois pour s'établir à 0,9% en juillet (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a encore fluctué autour de 0% (voir graphique 2.12). Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont elles aussi été relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon.

Eu égard à la dynamique inflationniste étonnamment faible, la Banque du Japon envisage de conserver des taux bas pendant une période prolongée. Elle souhaite cependant permettre au taux d'intérêt à long terme de fluctuer un peu plus librement autour de 0%.

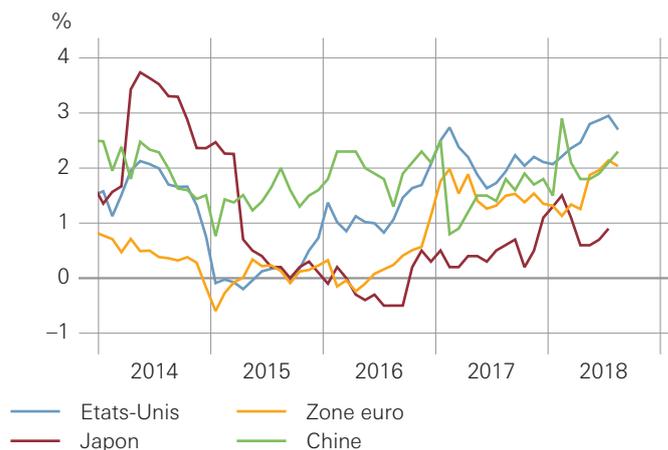
## CHINE

En Chine, le PIB a progressé de 6,7% au deuxième trimestre, soit un peu plus faiblement que durant la période précédente (voir graphique 2,8). Après une forte croissance en début d'année, le rythme d'expansion s'est ralenti dans l'industrie, alors que le secteur tertiaire a repris de la vigueur.

Graphique 2.11

### PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

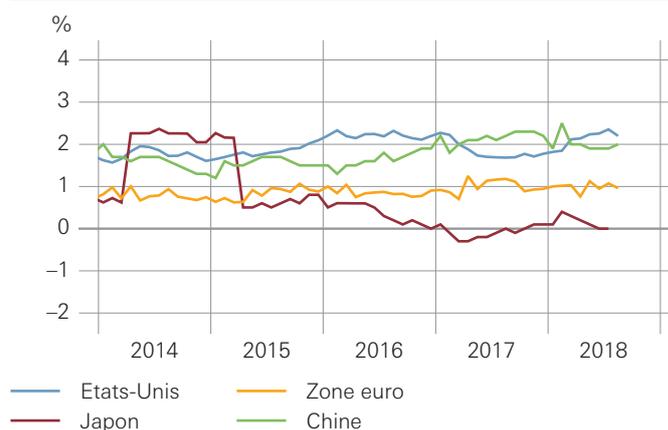


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

### INFLATION SOUS-JACENTE<sup>1</sup>

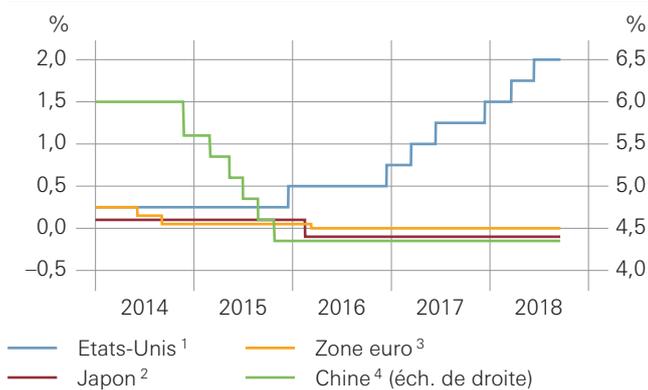
Variation par rapport à l'année précédente



<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

**TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS**

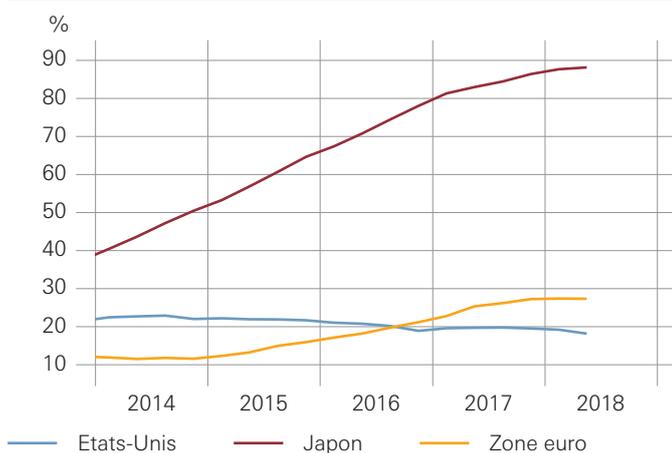
- 1 Taux des fonds fédéraux (limite supérieure de la marge de fluctuation).  
 2 Taux cible au jour le jour.  
 3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.  
 4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

**BASE MONÉTAIRE**

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les perspectives conjoncturelles de la Chine demeurent pour l'essentiel inchangées. Les récents indicateurs sur l'activité industrielle, le commerce de détail et les investissements laissent entrevoir un nouveau recul du dynamisme conjoncturel au second semestre. L'affaiblissement progressif de la croissance observé depuis plusieurs années se poursuit donc au même rythme que le ralentissement de la croissance potentielle. Compte tenu du resserrement graduel de la réglementation des marchés financiers depuis fin 2016 et de la hausse des taux courant 2017, la progression du crédit a encore ralenti. Cette évolution devrait principalement peser sur l'activité dans l'immobilier et dans la construction. A cela s'ajoutent les effets potentiellement négatifs du conflit commercial avec les États-Unis. Pour éviter que le dynamisme conjoncturel ne s'effondre, le gouvernement entend désormais réaliser certains projets d'infrastructure plus rapidement que prévu et baisser les impôts. De plus, la banque centrale de Chine a légèrement assoupli sa politique monétaire en juillet. Elle a réduit le taux des réserves minimales de 50 points de base et augmenté sa facilité de crédit à moyen terme, ce qui a fait baisser les taux d'intérêt sur le marché monétaire. Parallèlement, le renminbi s'est déprécié ces derniers mois face au dollar des États-Unis. La dynamique inflationniste n'a guère changé. L'inflation sous-jacente avoisine les 2% depuis plus d'un an.

La BNS table sur une croissance du PIB de 6,7% en 2018 et pense que le gouvernement atteindra d'ici 2020 son objectif de croissance à moyen terme, qui est fixé à 6,3% en moyenne.

**BRÉSIL, INDE ET RUSSIE**

La conjoncture a évolué de manière hétérogène dans les autres principaux pays émergents. Le PIB a fortement progressé au deuxième trimestre en Inde et en Russie. En revanche, le dynamisme économique est resté faible au Brésil à cause d'une grève dans le secteur des transports (voir graphique 2.8).

L'utilisation des capacités de production devrait augmenter à moyen terme dans ces pays. En 2018, l'économie indienne affichera vraisemblablement une croissance nettement supérieure à celle de 2017. La recapitalisation des établissements de crédit proches de l'Etat et les dépenses publiques en matière d'infrastructures devraient avoir des effets positifs. La dynamique inflationniste croissante a contraint la banque centrale d'Inde à durcir sa politique monétaire en juin et en août. Au Brésil, la politique monétaire plus souple, le faible renchérissement et la solide croissance mondiale devraient favoriser la reprise économique. Toutefois, la grande incertitude politique représente encore un risque considérable. En Russie, la consommation privée devrait bénéficier d'un faible taux de chômage et de revenus réels en hausse.

# 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, l'économie a continué de se redresser. Les chiffres révisés du PIB indiquent pour les dernières années une croissance plus soutenue que ce qui avait été initialement annoncé. Au deuxième trimestre, la croissance du PIB a de nouveau été supérieure à son potentiel estimé. L'évolution durant le premier semestre s'explique toutefois en partie par des facteurs extraordinaires.

Du fait de cette évolution, l'utilisation des capacités de production de l'économie s'est encore améliorée. L'écart de production estimé a été comblé depuis le début de l'année après avoir longtemps évolué dans la zone négative. De plus, le taux de chômage a de nouveau reculé au cours des derniers mois.

Il ressort des indicateurs avancés que les perspectives conjoncturelles restent favorables dans l'ensemble. Néanmoins, un certain ralentissement se dessine après la forte croissance enregistrée dans le passé récent. En raison de la révision des données des trimestres précédents, la Banque nationale suisse table sur une croissance du PIB de 2,5% à 3% pour l'année en cours. Le chômage devrait encore légèrement baisser.

## PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. Celles-ci indiquent que la dynamique conjoncturelle positive s'est poursuivie au deuxième trimestre. En outre, les estimations trimestrielles révisées du PIB, font apparaître qu'elle s'est renforcée récemment.

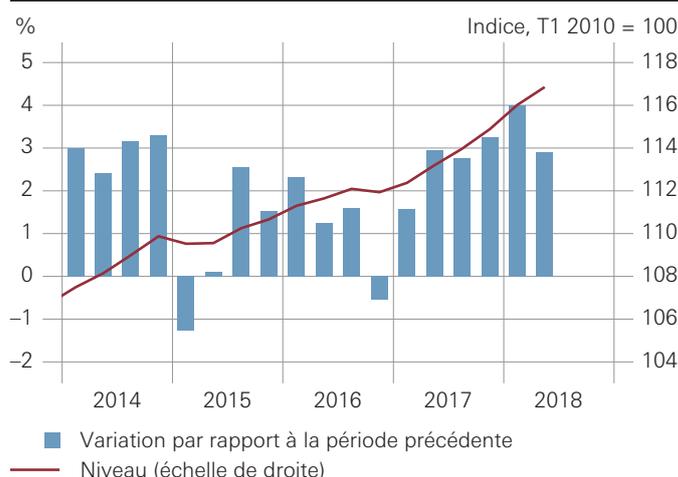
### Croissance enregistrée ces trois dernières années supérieure aux prévisions passées

Les chiffres annuels des comptes nationaux révisés par l'Office fédéral de la statistique (OFS) révèlent que la croissance du PIB au cours des trois dernières années a été plus vigoureuse que ce qui avait été précédemment estimé. En 2017, notamment, elle a connu une progression notable, passant de 1,1% à 1,6%.

La hausse des chiffres annuels se reflète également dans les estimations trimestrielles du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). Selon ces estimations, l'économie suisse a connu au cours des derniers trimestres une évolution nettement plus dynamique que prévu. Au premier trimestre 2018, la croissance du PIB s'établit désormais à 4% (contre 2,3% d'après les anciennes estimations), soit

Graphique 3.1

### PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

### INDICE BNS DU CYCLE DES AFFAIRES



Source: BNS.

Graphique 3.3

### PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

la plus forte croissance depuis huit ans; le PIB s'inscrivait ainsi à un niveau supérieur de 1,5% au niveau estimé antérieurement.

### Croissance robuste du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre 2018

Selon les estimations provisoires du SECO, la croissance du PIB est demeurée robuste au deuxième trimestre, s'établissant à 2,9% (voir graphique 3.1). Elle est ainsi restée nettement supérieure à son potentiel estimé. Du côté de la production, elle a continué d'être surtout soutenue par l'industrie manufacturière. Comme au trimestre précédent, la création de valeur s'est considérablement accrue dans la branche du divertissement, du fait de recettes perçues en lien avec l'organisation de manifestations sportives internationales. Du côté de la demande, ce sont les exportations de biens qui ont le plus fortement contribué à la croissance du PIB (voir tableau 3.1).

### Indicateurs conjoncturels positifs

Outre le PIB, d'autres indicateurs conjoncturels laissent présager une évolution positive. Lors du passage à la nouvelle année, tous les indicateurs composites s'inscrivaient à un très haut niveau. Au premier semestre, ils ont légèrement faibli, tout en conservant un rythme de croissance soutenu.

L'indice du cycle des affaires calculé par la BNS, qui offre une vue exhaustive du rythme de la conjoncture, évolue depuis longtemps à un niveau supérieur à sa moyenne (voir graphique 3.2). Le PMI est également resté élevé, tandis que le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) n'était plus que légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.3).

Tableau 3.1

### PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2014	2015	2016	2017	2016		2017				2018	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	1,3	1,7	1,5	1,1	1,0	3,0	0,2	0,5	1,7	0,6	1,6	1,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,2	1,1	1,2	0,9	0,3	0,8	0,3	0,9	1,7	2,5	0,2	0,6
Investissements	3,0	2,3	3,4	3,3	-1,0	0,8	8,6	1,1	3,8	3,6	5,0	0,5
Construction	3,2	1,6	0,5	1,4	1,5	-0,5	2,7	0,7	1,8	3,1	0,7	3,4
Biens d'équipement	2,9	2,7	5,4	4,5	-2,5	1,7	12,3	1,3	5,0	4,0	7,6	-1,2
Demande intérieure finale	1,9	1,8	2,0	1,7	0,4	2,1	2,4	0,7	2,3	1,6	2,3	0,9
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0,5	-0,4	-1,9	-0,1	8,3	-6,9	-2,5	8,1	-9,5	9,8	2,5	-3,2
Exportations totales <sup>2</sup>	5,2	2,6	7,0	3,6	-9,8	14,8	0,2	1,4	16,5	-4,8	0,7	7,4
Biens <sup>2</sup>	5,8	2,6	6,7	5,1	-12,5	-1,3	18,6	4,9	17,1	-4,9	2,4	11,0
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	4,0	0,7	6,6	6,0	6,2	-7,2	17,7	6,5	5,5	8,8	0,6	8,9
Services	4,0	2,4	7,6	0,7	-4,2	50,6	-26,1	-4,9	15,2	-4,7	-2,5	0,6
Importations totales <sup>2</sup>	3,3	3,0	4,7	4,1	4,4	7,9	-4,0	15,8	-3,2	12,4	2,4	-2,7
Biens <sup>2</sup>	1,7	0,0	4,4	5,5	1,5	0,6	-1,4	25,7	-3,6	25,0	9,6	-4,3
Services	6,8	8,8	5,3	1,6	9,9	22,7	-8,7	-0,2	-2,4	-8,6	-10,8	0,8
Commerce extérieur <sup>3</sup>	1,3	0,1	1,7	0,2	-7,0	4,4	1,8	-5,8	10,2	-8,0	-0,7	5,3
<b>PIB</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution positive sur le marché du travail s'est poursuivie. L'emploi a progressé et le taux de chômage s'est encore réduit.

### Recul continu du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a enregistré un nouveau repli ces derniers mois. Fin août, 114 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées établi par le SECO s'inscrivait fin août à 2,6% (voir graphique 3.4). Le recul du chômage au cours des derniers mois est toutefois légèrement surévalué en raison de modifications techniques introduites dans l'enregistrement des chômeurs.

Par ailleurs, l'OFS calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de son Enquête suisse sur la population active (ESPA), 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 du SECO. Au deuxième trimestre 2018, il s'est maintenu à 4,9% en données corrigées des variations saisonnières.

Ces deux statistiques n'évoluent pas toujours de manière identique, comme on a pu l'observer au cours des derniers trimestres. En règle générale, le taux de chômage établi par le SECO permet d'estimer les variations à court terme du chômage avec une plus grande fiabilité que celui calculé par l'OFS.

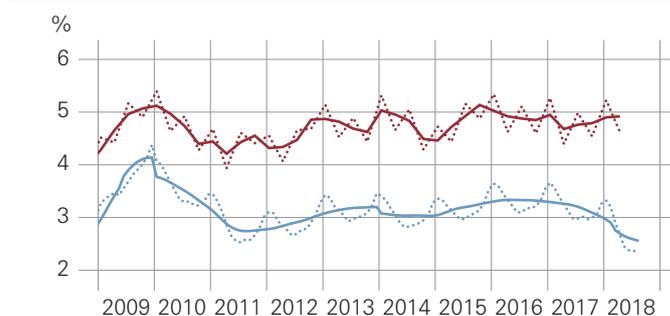
### Solide croissance de l'emploi

Au deuxième trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) a continué de croître légèrement (voir graphique 3.5). Cette statistique mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose elle aussi principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi auprès des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. D'après cette statistique, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a fortement augmenté au deuxième trimestre (voir graphique 3.6). Dans les branches des services et dans l'industrie manufacturière, davantage de postes ont été créés. Dans la construction, en revanche, l'emploi a légèrement reculé.

Graphique 3.4

### TAUX DE CHÔMAGE



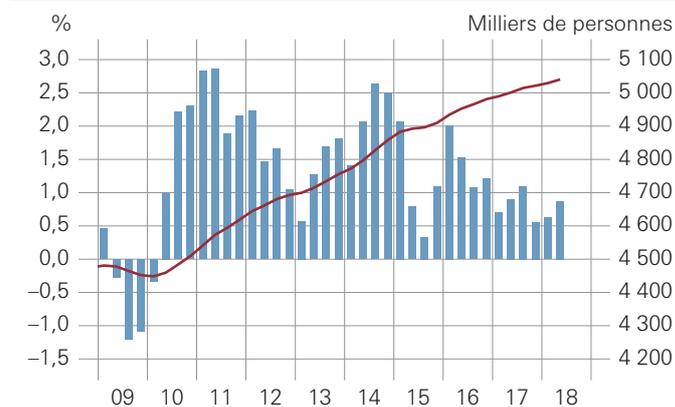
— SECO, série désaisonnalisée      - - - - - SECO  
— OIT, série désaisonnalisée      - - - - - OIT

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

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

Graphique 3.5

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



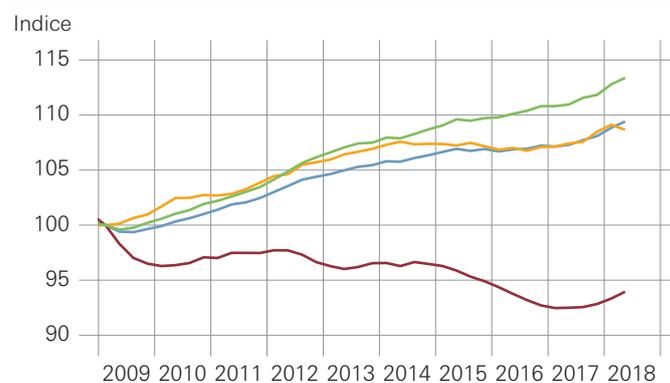
■ Variation par rapport à la période précédente  
— Niveau (échelle de droite)

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

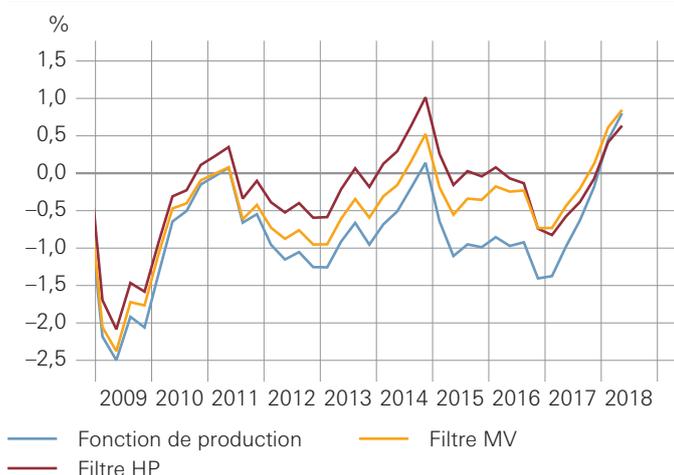
Début de la période = 100



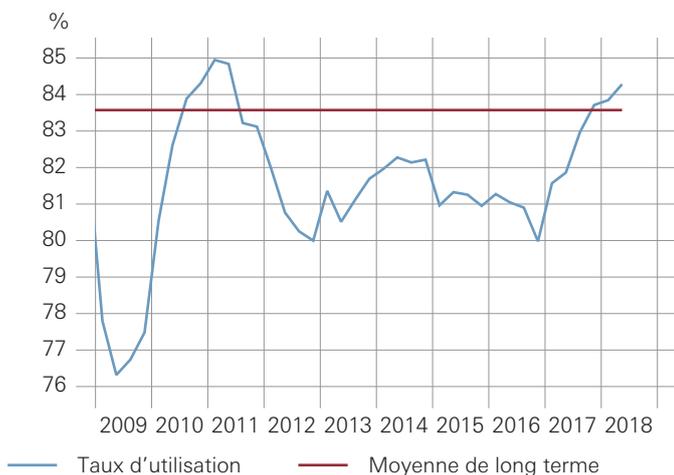
— Total      — Construction  
— Industrie      — Services

Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

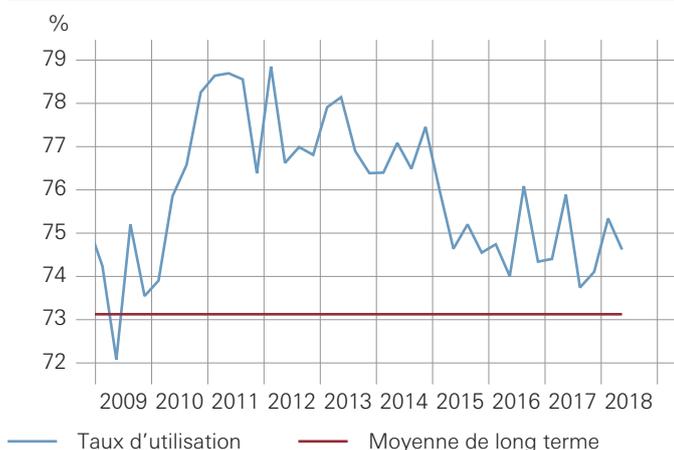
## ÉCART DE PRODUCTION



## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

## Réduction de l'écart de production

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Les estimations reposant sur les chiffres trimestriels révisés du PIB font apparaître un écart légèrement positif depuis le début de l'année. Sur la base du potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart est de 0,8% au deuxième trimestre, contre 0,4% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu a aussi évolué dans la zone positive au cours des trimestres passés (voir graphique 3.7).

## Utilisation satisfaisante des capacités d'après les enquêtes

D'après l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a augmenté au deuxième trimestre, s'inscrivant à 84,3%. Il dépasse ainsi légèrement sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a reculé au deuxième trimestre, mais est resté supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les branches des services, les réponses aux enquêtes indiquent un taux d'utilisation des capacités techniques moyen. Les enquêtes sur la situation de la main-d'œuvre réalisées dans les différentes branches révèlent que les entreprises ont de plus en plus de difficultés à pourvoir les postes vacants. Dans l'ensemble, les enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production fournissent une image similaire à celle qui ressort des chiffres de l'écart de production basés sur le PIB.

## PERSPECTIVES

Globalement, les perspectives restent positives pour la Suisse. A moyen terme, la BNS s'attend toujours à une croissance économique reposant sur une large assise. Plusieurs facteurs sous-tendent ces perspectives. D'abord, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait encore favoriser la demande extérieure. De plus, la croissance démographique devrait aussi stimuler la demande. Enfin, le bas niveau des taux d'intérêt continue de soutenir l'activité économique. Cependant, l'évolution donne des signes de ralentissement, car la croissance internationale marque un léger fléchissement, et la récente appréciation du franc aura des effets modérateurs.

De nombreux indicateurs avancés, tel que le PMI des pays étrangers, ont accusé un léger repli au premier semestre (voir graphique 3.10). Par ailleurs, les exportations ont perdu de leur vigueur en juillet et en août. D'après les enquêtes menées auprès des entreprises, les perspectives conjoncturelles sont un peu moins euphoriques qu'en début d'année (voir graphique 3.11). Cependant, les indicateurs conjoncturels laissent toujours présager une évolution favorable dans l'ensemble, et ce également pour le marché du travail (voir graphique 3.12).

D'après les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre mi-juillet et début septembre auprès des entreprises, le rythme de la croissance s'est quelque peu affaibli après avoir atteint un sommet durant le semestre d'hiver. Néanmoins, la marche des affaires reste satisfaisante. Les entreprises interrogées sont également très confiantes s'agissant des six prochains mois (voir la partie *Signaux conjoncturels* à la page 28).

En raison de la révision des données des trimestres précédents, la Banque nationale suisse table à présent sur une croissance du PIB de 2,5% à 3% pour 2018. Comme à l'accoutumée, cette prévision reste entachée d'incertitudes, dues surtout à l'évolution à l'étranger (voir chapitre 2).

Graphique 3.10

### PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

### PERSPECTIVES CONJONCTURELLES

Evolution des anticipations pour les 6 prochains mois

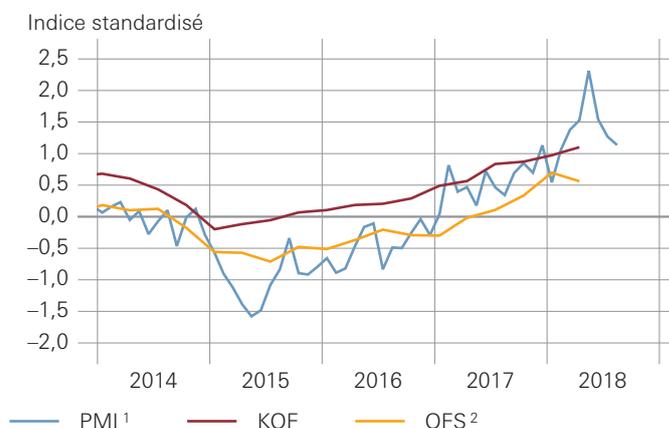


— CS-CFA, enquête sur le marché financier (éch. de gauche)  
— KOF, indicateur de la situation des affaires (éch. de droite)

Sources: CFA Society Switzerland, Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.12

### INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

# 4

## Prix et anticipations d'inflation

Pour les prix à la consommation, le taux de renchérissement annuel a poursuivi sa progression ces derniers mois en raison des biens et services importés, et tout particulièrement des produits pétroliers. Par contre, les taux d'inflation sous-jacente n'ont guère varié et se maintiennent donc en-deçà de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC).

Les anticipations d'inflation à moyen terme sont restées largement inchangées. Elles demeurent dans la zone assimilée à la stabilité des prix, que la BNS définit comme une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

### PRIX À LA CONSOMMATION

#### Renchérissement annuel en hausse

Le renchérissement annuel mesuré par l'IPC s'est établi à 1,2% en juillet et en août 2018. Il s'agit ainsi de son plus haut niveau depuis début 2010. Bien que les taux de renchérissement de la plupart des composantes de l'IPC aient progressé au cours des derniers mois, la hausse de l'inflation s'explique toujours essentiellement par les prix des biens et services importés, en particulier des produits pétroliers (voir tableau 4.1).

#### Renchérissement plus fort des biens et services importés ...

Le renchérissement des biens et services importés s'est encore renforcé durant la mi-2018, pour s'établir à 3,2% en août. Alors que la contribution des produits pétroliers au renchérissement s'est nettement accrue depuis le début de l'année, celle des autres biens et services importés est restée quasiment inchangée (voir graphique 4.1).

#### ... et des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses a progressé en juillet et en août 2018, s'inscrivant à 0,5% (voir graphique 4.2). Tant les biens que les services hors loyers ont enregistré ces derniers mois des taux de renchérissement en hausse. Le renchérissement des services publics se situe cependant toujours dans la zone négative et constitue ainsi une exception parmi les principales composantes de l'IPC (voir tableau 4.1).

Tableau 4.1

### INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2017		2017		2018		2018		
			T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
<b>IPC, indice total</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
Biens et services suisses	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Biens	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
Services	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Services privés (hors loyers des logements)	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	1,0	0,9	0,9
Loyers des logements	1,1	1,3	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Services publics	-0,1	0,1	0,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7
Biens et services importés	1,2	0,8	2,0	1,9	2,7	3,3	3,4	3,2	3,2
Hors produits pétroliers	0,2	0,2	1,3	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
Produits pétroliers	8,8	5,5	6,8	4,9	13,9	18,2	18,7	16,2	16,2

Sources: BNS et OFS.

### Léger recul du renchérissement des loyers

L'indice des loyers n'a pratiquement pas varié depuis le début de l'année. Toutefois, le taux de renchérissement des loyers a reculé en raison d'effets de base, passant de 0,7% en janvier à 0,2% en août 2018 (voir graphique 4.3). Le taux d'intérêt de référence, qui sert de point de repère pour les adaptations de loyers en fonction des variations des taux hypothécaires, s'élève à 1,5% depuis juin 2017.

### Inflation sous-jacente stable

Les taux d'inflation sous-jacente sont quasiment les mêmes depuis le début de l'année (voir graphique 4.4). En août 2018, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à 0,6%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) était de 0,5%.

Les taux d'inflation sous-jacente sont donc clairement en deçà du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC. Cet écart croissant découle surtout du fait que la forte hausse des prix des produits pétroliers n'a guère ou pas du tout influé sur les taux d'inflation sous-jacente.

Les deux taux d'inflation sous-jacente indiqués ici reposent sur un panier réduit: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut du panier les produits dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois.

### PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

#### Nouvelle accentuation du renchérissement des prix de l'offre totale

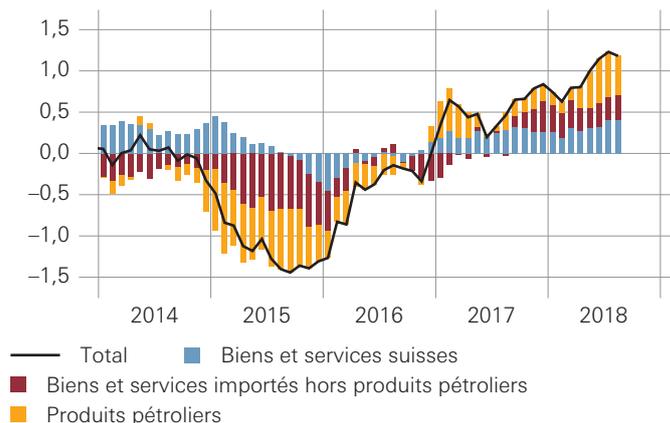
Le renchérissement annuel des prix de l'offre totale a continué à s'accroître jusqu'en juillet 2018 (voir graphique 4.5). Il s'est établi à 3,4% en août 2018, les indices des prix à la production et des prix à l'importation ayant augmenté en l'espace d'un an de respectivement 2,2% et 5,7%.

Par rapport à 2017, les prix à la production comme les prix à l'importation ont enregistré la progression la plus forte dans la branche de l'énergie; des progressions importantes ont également été constatées dans les biens et services intermédiaires et les biens d'équipement. Les biens et services de consommation continuent à enregistrer le taux de renchérissement le plus bas des principales composantes de l'indice des prix de l'offre totale.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

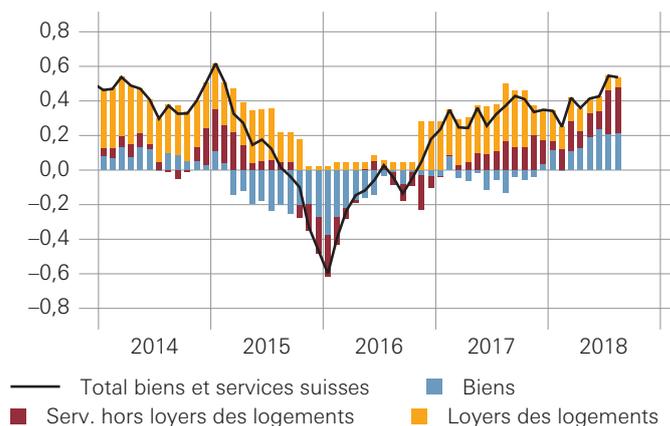


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

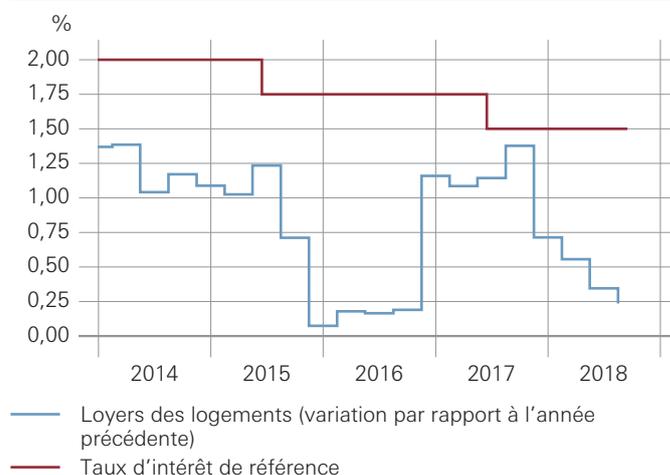
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

### LOYERS DES LOGEMENTS



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

Graphique 4.4

**INFLATION SOUS-JACENTE**

Variation par rapport à l'année précédente

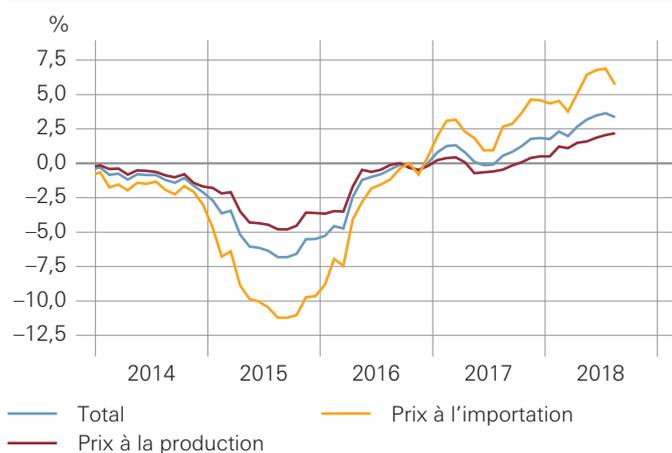


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

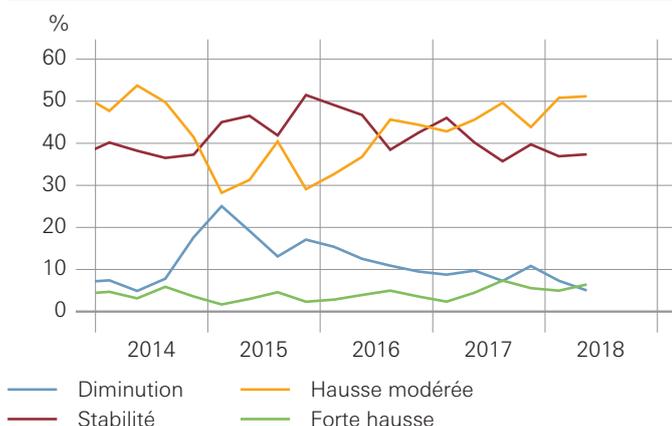


Source: OFS.

Graphique 4.6

**ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX**

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



Sources: BNS et SECO.

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

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

**Résultats des enquêtes largement inchangés**

L'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages concernant l'évolution des prix attendue pour les douze prochains mois a donné pratiquement les mêmes résultats en juillet 2018 qu'au trimestre précédent. Parmi les personnes interrogées, 58% pensent que les prix vont augmenter, tandis que 37% tablent sur des prix inchangés, et 5% misent sur une baisse des prix.

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, un peu plus de la moitié des analystes interrogés en août 2018 escomptent une progression des taux d'inflation dans les six prochains mois. Tous les autres anticipent des taux d'inflation inchangés; aucun ne s'attend donc à une diminution. Les parts sont quasiment les mêmes depuis le début de l'année.

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 fournissent des indications sur le niveau des anticipations d'inflation. Au troisième trimestre 2018, les personnes interrogées continuaient de miser, en moyenne, sur un renchérissement annuel de 0,7% pour les six à douze prochains mois.

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

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

# 5

## Evolution monétaire

---

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 21 juin 2018, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Ces trois derniers mois, la politique monétaire a ainsi continué à reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Sur les marchés monétaire et des capitaux, les taux d'intérêt sont demeurés largement inchangés ces trois derniers mois. La courbe des rendements des obligations fédérales ne s'est donc modifiée que légèrement. Les rendements des obligations fédérales d'une durée inférieure à neuf ans sont restés négatifs.

Sur le marché des changes, le franc s'est sensiblement apprécié face à la plupart des monnaies. En données réelles et pondérées par le commerce extérieur, la valeur extérieure du franc a elle aussi progressé. Le franc s'inscrit à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile.

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

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-JUIN

---

#### **Politique monétaire toujours expansionniste**

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 21 juin 2018, la BNS a confirmé le cap de sa politique monétaire expansionniste. Elle a décidé de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Elle a également laissé inchangé à  $-0,75\%$  le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait à intervenir au besoin sur le marché des changes, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

#### **Avoirs à vue à la BNS pratiquement inchangés**

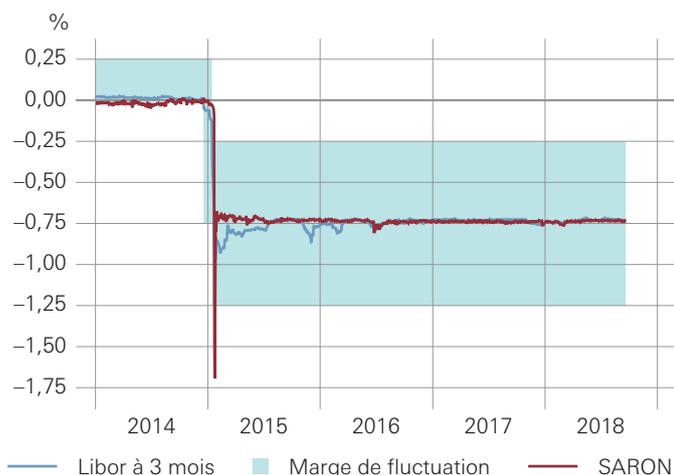
Depuis mi-juin 2018, les avoirs à vue détenus à la BNS sont restés pratiquement inchangés. Dans la semaine du 10 au 14 septembre 2018 (la dernière semaine avant l'examen de mi-septembre), ils portaient sur 577,1 milliards de francs et ne dépassaient ainsi que très légèrement leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2018 (576,5 milliards). Entre mi-juin et mi-septembre 2018, ils s'établissaient en moyenne à 576,4 milliards de francs (473,9 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 102,5 milliards pour les autres avoirs à vue).

#### **Niveau élevé des réserves excédentaires des banques**

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 16,4 milliards de francs pour la période allant du 20 mai au 19 août 2018. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 457 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 453,9 milliards). Leurs réserves excédentaires ont ainsi légèrement augmenté.

Graphique 5.1

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

## RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

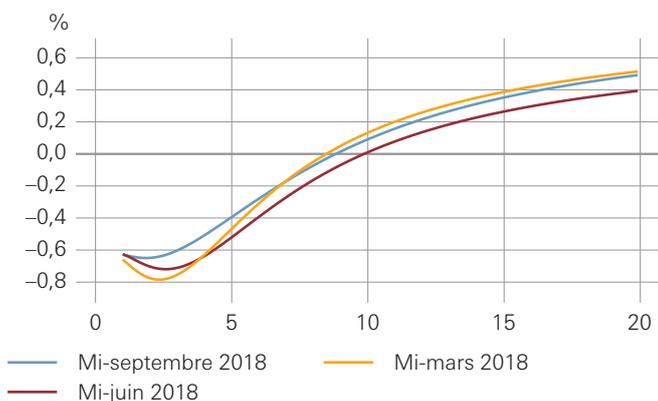


Source: BNS.

Graphique 5.3

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS DE LA CONFÉDÉRATION

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



Source: BNS.

## TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

### Taux d'intérêt pratiquement inchangés sur le marché monétaire

Depuis l'examen de mi-juin, les taux à court terme sur les opérations gagées (Saron) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont toujours restés proches de  $-0,75\%$ , soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

### Taux d'intérêt stables sur le marché des capitaux

Depuis l'examen de la mi-juin, les taux d'intérêt à long terme ont très peu évolué. Les risques au niveau international tels que le conflit commercial latent entre les Etats-Unis et la Chine ou la crise de confiance en Turquie n'ont pas eu de conséquences significatives. Les rendements des emprunts à dix ans de la Confédération ont constamment fluctué dans une marge étroite de quelques points de base autour de zéro (voir graphique 5.2).

### Légère modification de la courbe des taux

La courbe des taux des emprunts de la Confédération s'est quelque peu déplacée vers le haut depuis l'examen de mi-juin 2018 (voir graphique 5.3). Mi-septembre, les rendements des emprunts d'une durée inférieure à neuf ans s'inscrivaient toujours dans la zone négative.

## COURS DE CHANGE

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

Depuis l'examen de mi-juin 2018, le franc s'est apprécié face à l'euro et au dollar des Etats-Unis.

Il a tout d'abord légèrement fléchi vis-à-vis de l'euro jusqu'à mi-juillet, mais s'est ensuite raffermi par rapport à la plupart des monnaies, dont l'euro, en raison des incertitudes croissantes sur les marchés financiers. Face au franc, le cours du dollar des Etats-Unis a reculé lui aussi vers fin août, après être resté jusque-là généralement stable.

### Hausse sensible de la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur

Sur une base nominale pondérée par le commerce extérieur, le franc s'est raffermi de moins de 4% entre mi-juin et mi-septembre 2018 (voir graphique 5.5). Cette évolution reflète la hausse du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis, qui représentent à eux seuls une pondération d'environ 55% dans l'indice, et la nette appréciation du franc vis-à-vis des monnaies des pays émergents.

### Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

En termes réels, la valeur extérieure du franc calculée par la BNS a également progressé en raison de l'appréciation nominale de ce dernier. En août 2018, elle a ainsi retrouvé approximativement son niveau de février (voir graphique 5.6). Les indices réels de cours de change pondérés par le commerce extérieur, tels qu'ils sont calculés par la Banque des Règlements internationaux (BRI) et par le Fonds monétaire international (FMI), affichent une évolution similaire. Au total, le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé.

Graphique 5.4

### COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC

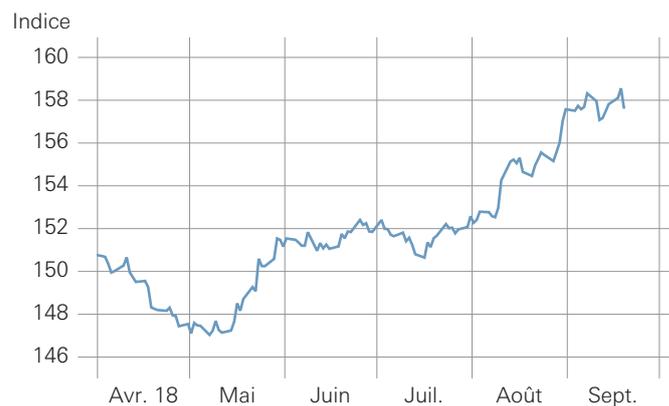


Source: BNS.

Graphique 5.5

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

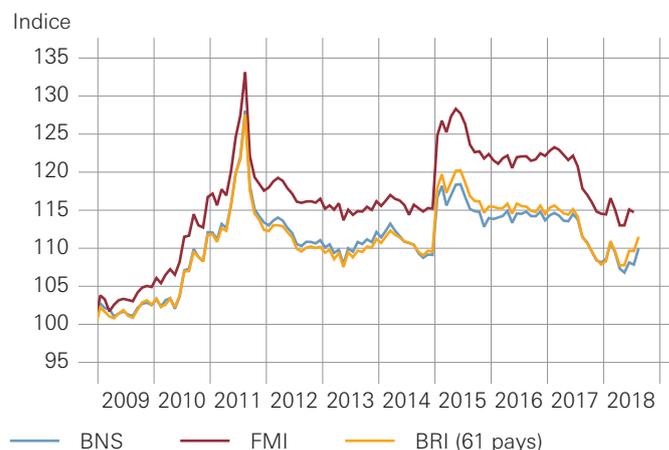


Source: BNS.

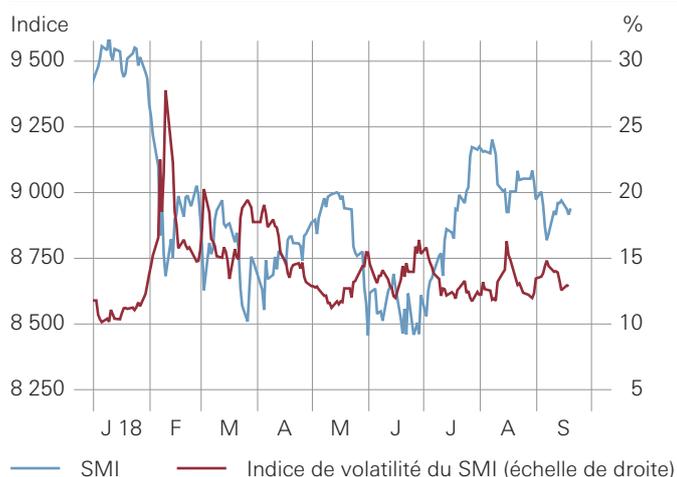
Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Décembre 2000 = 100

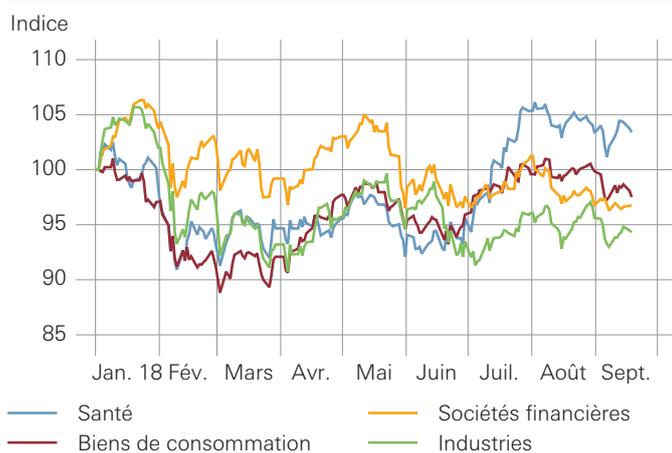


Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI), BNS et FMI.

**COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ**

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

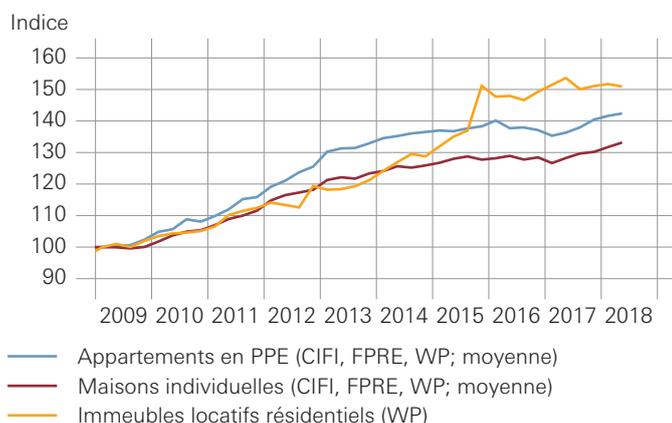
**SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES**1<sup>er</sup> janvier 2018 = 100

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

**PRIX DES TRANSACTIONS POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL**

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



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

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

Depuis le printemps 2018, le Swiss Market Index (SMI) tend à se stabiliser malgré des fluctuations parfois importantes (voir graphique 5.7). Il s'est replié pendant la seconde quinzaine de mai au même rythme que l'appréciation du franc, puis a progressé en juillet après la publication de données économiques favorables et une certaine atténuation des tensions commerciales, avant de fléchir de nouveau légèrement en août en réaction aux crises de confiance en Turquie et en Argentine. Mi-septembre, le SMI était inférieur de plus de 5% à son niveau du début de l'année.

**Légère fluctuation de l'incertitude sur le marché**

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Il a temporairement augmenté durant la seconde quinzaine de mai et à la mi-août, mais était de nouveau proche, mi-septembre, des valeurs les plus basses enregistrées en 2018.

**Evolution des indices sectoriels**

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Il en ressort que la hausse des cours des actions en juillet et leur recul mi-août reposaient sur une très large assise. En outre, depuis le début de l'année, le sous-indice relatif à la santé affiche, dans l'ensemble, une performance légèrement supérieure à celle des sous-indices concernant les biens de consommation, les sociétés financières et les industries, et ce en raison principalement de l'évolution enregistrée en juillet (voir graphique 5.8).

**Niveau toujours élevé des prix de l'immobilier résidentiel**

Les indices des prix des transactions disponibles pour les logements occupés par leur propriétaire (appartements en propriété par étage, PPE, et maisons individuelles) ont légèrement augmenté au deuxième trimestre 2018, alors que les prix des immeubles locatifs résidentiels (objets résidentiels de rendement) ont stagné. L'évolution qui se dessinait depuis plusieurs trimestres s'est donc poursuivie (voir graphique 5.9).

D'après les permis de construire, les projets de construction concernent davantage des appartements en location que des appartements en PPE. Dans le même temps, le taux de vacance des premiers a augmenté plus fortement que celui des seconds. Ces deux évolutions devraient contribuer à une hausse plus faible du prix des immeubles locatifs résidentiels que de celui des logements occupés par leur propriétaire.

**Monnaie centrale largement stable**

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, est restée largement stable depuis mi-2017. En août 2018, elle s'inscrivait à 554,3 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Pendant cette même période, les avoirs en comptes de virement des banques résidentes ont présenté de légères fluctuations, comme les autres avoirs à vue détenus à la BNS. Le total des avoirs à vue à la BNS est toutefois demeuré pratiquement inchangé.

**Croissance plus lente des agrégats au sens large**

La croissance des agrégats M1, M2 et M3 s'est stabilisée ces derniers mois, après avoir marqué un léger ralentissement en début d'année. En août 2018, les agrégats M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions), M2 (M1 plus les dépôts d'épargne) et M3 (M2 plus les dépôts à terme) ont dépassé de respectivement 5%, 2,7% et 2,5% leur niveau d'août 2017 (voir tableau 5.1).

L'agrégat M3 reste constitué en majeure partie du total des dépôts à vue et des dépôts sur les comptes de transactions, lesquels sont suivis par les dépôts d'épargne, le numéraire en circulation et les dépôts à terme. La part modeste de ces derniers s'explique par le bas niveau des taux et le faible écart de rendement qui en résulte par rapport aux dépôts à vue.

**Légère accélération de la croissance des crédits au 2<sup>e</sup> trimestre**

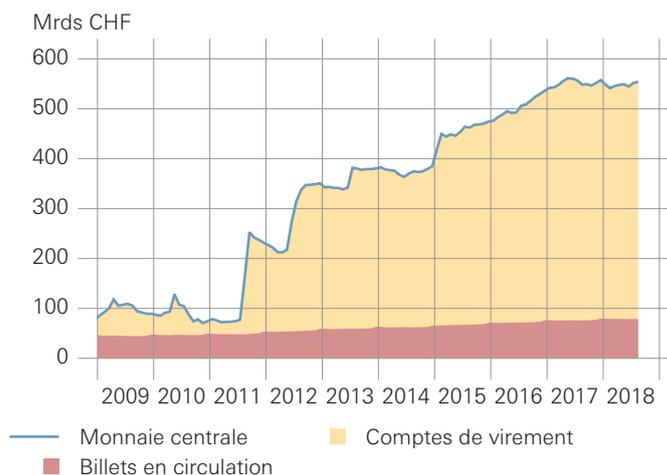
Au deuxième trimestre, les crédits bancaires ont progressé de 3,4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, contre 2,9% au premier trimestre 2018 (voir tableau 5.1). D'un trimestre à l'autre, le taux de croissance des crédits hypothécaires n'a pas varié, alors qu'il a sensiblement augmenté du côté des autres crédits.

**Croissance inchangée des crédits hypothécaires**

Comme au premier trimestre, les créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des résidents, ont crû de 2,8% au deuxième trimestre 2018 par rapport au niveau enregistré un an auparavant. Après avoir diminué de moitié entre 2012 et 2015, leur rythme de croissance est resté largement stable depuis lors (voir graphique 5.12). La demande de prêts hypothécaires reste soutenue par le bas niveau des taux qui, même s'ils ont légèrement augmenté en début d'année, restent proches de leur plancher historique. Le taux hypothécaire à dix ans s'inscrivait à 1,7% en juillet 2018.

Graphique 5.10

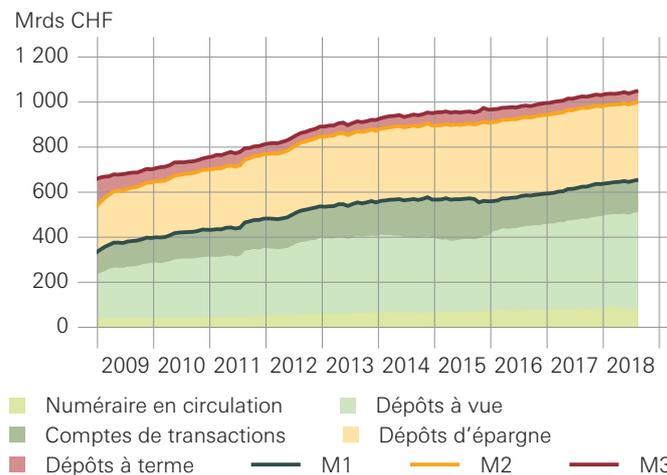
**MONNAIE CENTRALE**



Source: BNS.

Graphique 5.11

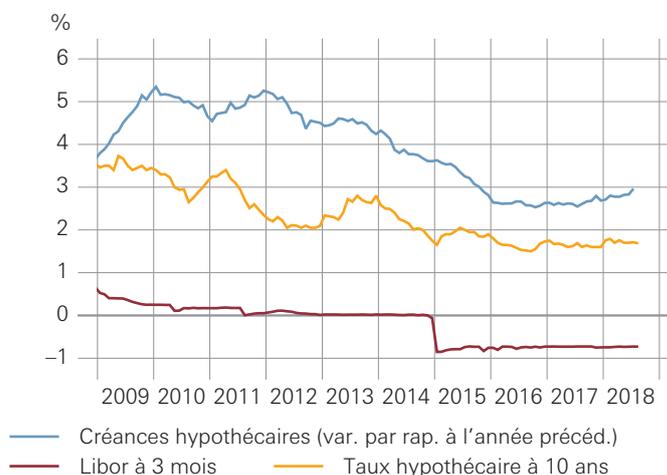
**AGRÉGATS MONÉTAIRES**



Source: BNS.

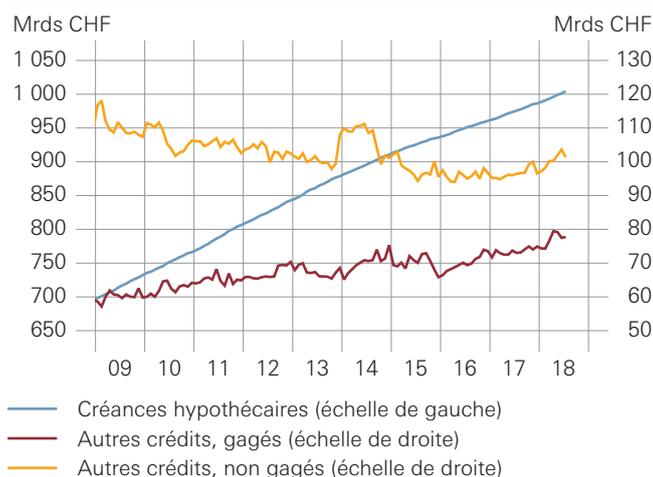
Graphique 5.12

**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT**



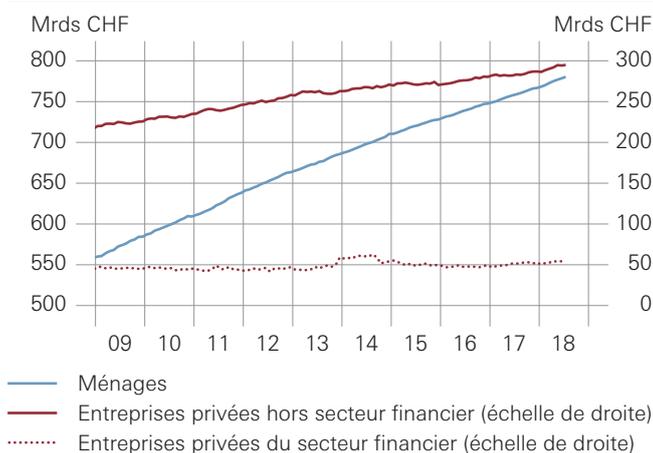
Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.13

**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS**

Source: BNS.

Graphique 5.14

**CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES**

Source: BNS.

**Croissance plus forte des autres crédits**

Au deuxième trimestre 2018, les autres crédits ont progressé de 7% en comparaison annuelle, après un accroissement de 3,4% au premier trimestre (voir tableau 5.1). Ces dix dernières années, leur volume était relativement stable, la croissance des crédits garantis étant largement compensée par le recul des crédits non garantis. Au cours des derniers trimestres, les autres crédits tant garantis que non garantis ont toutefois enregistré une hausse sensible (voir graphique 5.13). Cette évolution des autres crédits, qui est en général clairement cyclique, reflète parfaitement la reprise conjoncturelle.

**Croissance des crédits par secteurs**

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

Fin juin 2018, les crédits aux ménages dépassaient de 21,4 milliards de francs ou de 2,8% le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 11,7 milliards de francs ou de 4,1%. Quant aux crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins élevé et se distinguent par leur relative volatilité, ils ont progressé de 2,6 milliards de francs ou de 5,1% par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Tableau 5.1

**AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES**

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2017	2017	2018	2018	2018	2018	2018	2018
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
<b>M1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>
<b>M2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
<b>M3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0
Ménages <sup>2,3</sup>	2,6	2,5	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	3,4	3,5	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4	3,9
Autres crédits <sup>1,3</sup>	2,4	2,3	2,1	3,4	7,0	6,7	5,7	
gagés <sup>1,3</sup>	4,9	4,6	2,1	3,1	8,0	5,1	6,5	
non gagés <sup>1,3</sup>	0,6	0,7	2,1	3,6	6,3	7,9	5,1	

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

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

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

Source: BNS.

---

# Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS  
avec les entreprises

## 3<sup>e</sup> trimestre 2018

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les  
informations recueillies auprès de décideurs économiques de  
toute la Suisse. Au total, 208 entretiens ont eu lieu avec des  
représentants d'entreprises entre mi-juillet et début septembre.

### Régions

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

### Délégués

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

## L'essentiel en bref

---

- Au troisième trimestre, l'économie suisse affiche toujours une croissance robuste, qui repose sur une large assise dans les branches et les régions.
- L'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure est dans l'ensemble normale. Certaines branches de l'industrie sont de plus en plus confrontées à des goulets d'étranglement. La pénurie de personnel qualifié s'est également accentuée.
- Les marges bénéficiaires continuent de s'améliorer peu à peu, comme les deux années précédentes. Dans certains pans de l'économie, toutefois, les marges restent sous pression.
- Les entreprises sont confiantes pour les deux prochains trimestres, bien que dans une mesure moindre qu'au trimestre précédent. Cet optimisme est essentiellement dû à la conjoncture internationale favorable et au positionnement de la propre entreprise des interlocuteurs.
- Les entreprises prévoient d'augmenter sensiblement leurs effectifs. Elles sont prêtes à accroître leurs investissements.

## SITUATION ACTUELLE

### Poursuite d'une croissance robuste

Au troisième trimestre, l'économie a été caractérisée par une forte croissance, bien que légèrement moins marquée qu'aux trimestres précédents. Les chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises sont nettement plus élevés qu'au trimestre précédent (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). En comparaison annuelle, ils affichent une croissance robuste.

La conjoncture généralement favorable profite tant aux entreprises axées sur le marché intérieur qu'aux entreprises à vocation exportatrice. Ces dernières bénéficient toujours de facteurs qui stimulent une demande géographiquement diversifiée. Les interlocuteurs évoquent notamment une marche des affaires très positive avec les pays européens (en particulier, l'Allemagne, le Benelux, la Scandinavie et le Royaume-Uni) ainsi qu'avec les Etats-Unis et plusieurs pays d'Asie. Les signaux venant de l'Italie et de la Russie sont mitigés. Les ventes de biens d'équipement et de biens destinés à l'industrie des transports et au secteur des technologies médicales sont particulièrement dynamiques.

### Utilisation normale des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est toujours normal dans l'ensemble (voir graphique 2). Certaines entreprises, notamment dans l'industrie, enregistrent toutefois un taux d'utilisation très élevé.

L'utilisation des capacités techniques de production est normale pour 42% des entreprises, tandis que 33% constatent une surutilisation légère, voire nette. Certains interlocuteurs ont déclaré n'avoir pas observé de tassement saisonnier de la demande pendant l'été,

contrairement aux autres années. Les difficultés d'approvisionnement et les délais de livraison parfois beaucoup plus longs qu'auparavant ont été jugés problématiques à plusieurs reprises. Cela concerne souvent les matières premières ainsi que les composants techniques et électroniques. Un certain nombre d'entreprises tentent de réagir en accroissant les stocks, en augmentant le nombre d'équipes dans le cadre du travail posté, en réduisant les vacances et en recourant au personnel temporaire. En outre, les investissements visant à élargir les capacités de production s'intensifient.

### Effectifs toujours légèrement insuffisants

Dans chacun des trois domaines d'activité, les interlocuteurs considèrent leurs effectifs un peu trop justes. Le manque de main d'œuvre s'est encore un peu accentué par rapport au trimestre précédent. Au total, 37% des entreprises décrivent leurs effectifs comme légèrement, voire nettement trop faibles, tandis que seules 7% déclarent avoir des effectifs trop élevés.

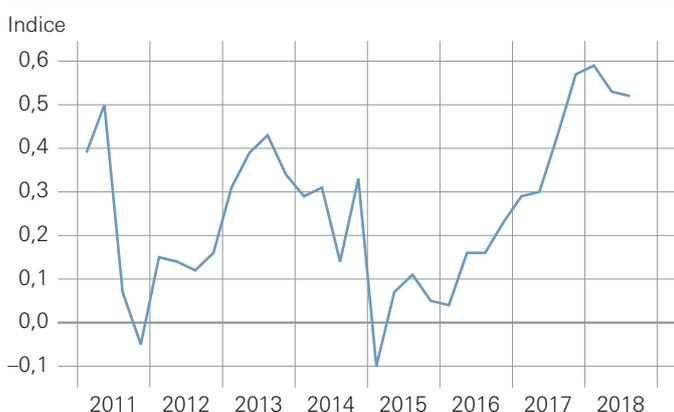
Dans l'industrie, les difficultés d'embauche se sont encore accrues. La moitié des entreprises partagent désormais cette estimation. Les experts, les ingénieurs et les spécialistes en technologies de l'information restent très recherchés. Ces derniers se font rares dans de nombreuses branches. Par ailleurs, les entreprises peinent toujours à trouver suffisamment d'apprentis.

### Marges légèrement inférieures au niveau habituel

Les marges bénéficiaires se sont légèrement améliorées en comparaison trimestrielle. Dans l'ensemble, elles sont quelque peu inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs. Lorsqu'une contraction des marges est encore manifeste, cela est dû tout d'abord au fait que la hausse du prix d'achat des matières premières et des biens de consommation intermédiaires n'a pas ou pas encore pu être totalement répercutée sur les

Graphique 1

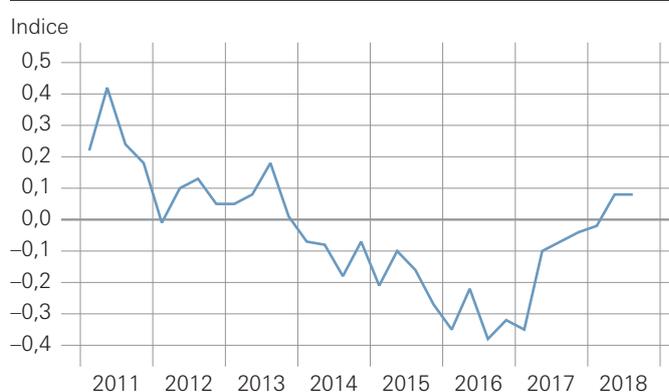
### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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 niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale. Source: BNS.

consommateurs. Cela tient ensuite au fait que certaines entreprises ont atteint leur capacité maximale et sont contraintes de réagir en prenant des mesures coûteuses telles que l'augmentation du nombre d'équipes dans le cadre du travail posté, le travail le week-end ou le recours accru au personnel temporaire. Enfin, dans certaines branches de l'économie, la sous-utilisation des infrastructures et la pression exercée sur les prix par les consommateurs pèsent également sur les marges.

## **ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES**

---

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et nettement plus élevés que ceux réalisés un an auparavant. Cette évolution s'explique principalement par le commerce de gros et dans une mesure légèrement moindre par le commerce de détail, dont les infrastructures sont du reste toujours sous-utilisées. Les interlocuteurs jugent le climat de consommation dans l'ensemble favorable. Selon certains, le tourisme d'achat à l'étranger continue de reculer. En outre, plusieurs signes indiquent que les frontaliers effectuent de nouveau davantage leurs achats en Suisse. Dans le commerce automobile, par contre, la marche des affaires a stagné, voire légèrement reculé. D'une manière générale, le commerce enregistre toujours des marges bénéficiaires clairement inférieures au niveau considéré comme normal.

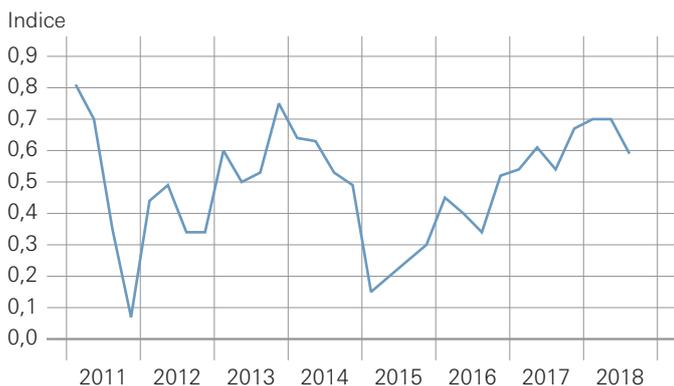
Dans le secteur financier, la marche des affaires s'est accélérée par rapport au trimestre précédent. Les banques affichent des marges quelque peu inférieures aux valeurs jugées normales; dans l'assurance, les marges sont nettement au-dessous des valeurs de référence en raison de la sinistralité et des forts investissements dans les technologies de l'information. L'utilisation des capacités dans le secteur financier est quasi-normale. Certaines banques estiment toujours leurs réseaux d'agences trop denses.

Durant les mois d'été, de nombreuses entreprises touristiques ont profité des très bonnes conditions météorologiques et de la conjoncture économique favorable. Dans l'hôtellerie comme dans la restauration, les chiffres d'affaires en termes réels sont nettement supérieurs à ceux du trimestre précédent et à ceux enregistrés un an auparavant. Les marges sont plus élevées qu'à l'accoutumée. L'utilisation des capacités est normale dans l'ensemble. Les pics de fréquentation ponctuels incitent toutefois à réfléchir à un meilleur échelonnement des flux de touristes. De nouvelles possibilités de modèles de tarification sont en outre testées. Les principaux pays d'origine des visiteurs sont la Chine, les États-Unis, le Royaume-Uni, ainsi que l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie, dont la fréquentation a repris. On observe par ailleurs une hausse de la demande émanant des entreprises (séminaires, manifestations). Les hôteliers se montrent très confiants quant à la marche des affaires l'hiver prochain.

Les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication font preuve d'une activité florissante et enregistrent des chiffres d'affaires en forte hausse. Pour les entreprises des transports et de la logistique, les réviseurs, les bureaux d'ingénieurs et de conseil, la marche des affaires est aussi toujours favorable.

Dans l'industrie, la plupart des branches affichent des chiffres d'affaires et un taux d'utilisation des capacités plus élevés qu'au deuxième trimestre. Les entreprises actives dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux font état d'une marche des affaires particulièrement vigoureuse, mais les marges restent très hétérogènes d'une entreprise à l'autre. La marche des affaires toujours favorable dans l'horlogerie a des retombées positives sur d'autres branches. L'industrie pharmaceutique décrit les capacités de ses sites de production comme plutôt sous-utilisées.

Dans la construction, la marche des affaires affiche toujours une dynamique soutenue. Le second œuvre et le génie civil en particulier ont enregistré une forte progression des chiffres d'affaires. Les capacités de production sont légèrement surutilisées dans ce domaine, comme cela est le cas depuis plusieurs trimestres. Les commandes doivent parfois être refusées par manque de capacités et de personnel. Les pressions sur les marges persistent dans le bâtiment. Les carnets de commande sont toujours bien remplis. Certains interlocuteurs sont préoccupés par le nombre croissant de logements vacants et par les prix élevés de l'immobilier, notamment dans les zones périphériques.

**CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE**

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

Source: BNS.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE**

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

Source: BNS.

**ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS**

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

Source: BNS.

**Optimisme pour les prochains trimestres**

Les interlocuteurs restent confiants quant aux perspectives commerciales pour les deux prochains trimestres. Ils tablent dans l'ensemble sur une augmentation des chiffres d'affaires en termes réels, bien que dans une mesure moindre qu'au deuxième trimestre (voir graphique 3). Cet optimisme s'explique par la conjoncture positive dans le monde et en Suisse. L'espoir souvent évoqué de pouvoir imposer de nouvelles hausses de prix a également un effet bénéfique. Comme au trimestre précédent, un grand nombre d'interlocuteurs voient dans cette évolution une belle opportunité pour positionner favorablement leur entreprise en termes de taille, de produits, d'innovation, de flexibilité, de débouchés et de tendances sociales. De nombreuses entreprises enregistrent des entrées de commande particulièrement satisfaisantes; les carnets de commande sont parfois pleins jusqu'à une période avancée de l'année prochaine.

Les entreprises s'attendent encore à une légère augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 4). Ici aussi, la hausse escomptée n'est toutefois pas aussi marquée qu'aux trimestres précédents. Cela est notamment dû au fait que de nombreuses entreprises envisagent d'élargir leurs installations de production et leurs infrastructures.

Dans les trois domaines d'activité, un accroissement des dépenses engagées dans les biens d'équipement et les constructions est prévu au cours des douze prochains mois. Près d'un tiers des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production. La faiblesse persistante des taux d'intérêt soutient les investissements. Le commerce de détail compte parmi les branches qui tablent sur un recul du volume total des investissements.

**Persistance d'une légère hausse des prix**

L'évolution attendue des prix d'achat et de vente est restée pratiquement la même qu'au deuxième trimestre. Les interlocuteurs continuent de tabler sur une légère hausse des prix d'achat et de vente au cours des six prochains mois. Certaines entreprises prévoient de procéder à des augmentations de prix début 2019. Dans le commerce de détail, en revanche, les interlocuteurs anticipent une nouvelle baisse des prix.

La hausse des prix d'achat est due au renchérissement des matières premières et à une utilisation des capacités satisfaisante du côté des fournisseurs. Quelques interlocuteurs partent du principe que ces augmentations pourront être aisément répercutées sur les consommateurs, mais parfois avec un certain retard, ce qui pèsera temporairement sur les marges bénéficiaires.

**Accroissement des effectifs en perspective**

La pénurie de personnel souvent signalée et la hausse attendue de l'utilisation des capacités se reflètent dans les

plans d'embauche: dans les trois domaines d'activité, les interlocuteurs envisagent d'accroître sensiblement les effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 5), pour autant qu'ils trouvent des candidats convenables. La valeur obtenue au troisième trimestre est la plus forte enregistrée depuis le début de cette série chronologique. Pour recruter du personnel et le conserver, de nombreuses entreprises accordent toujours une grande importance à la formation interne et à l'apprentissage. Aucune branche n'envisage de réduire ses effectifs.

## ENVIRONNEMENT ET RISQUES

En raison de la situation économique pour l'heure généralement favorable, les chances sont un thème abordé plus souvent que les risques. Les entreprises estiment que leur environnement présente relativement peu d'incertitudes. Etant donné que la bonne conjoncture est observable sur un large front, certains interlocuteurs jugent réaliste de tabler sur un ralentissement de l'activité.

Le conflit commercial opposant les Etats-Unis à la Chine et à l'Europe ainsi que ses éventuelles répercussions directes ou indirectes sur les entreprises comptent parmi les risques potentiels cités au niveau international. Un possible effondrement de l'économie mondiale, le Brexit et la persistance de problèmes structurels en Europe sont également évoqués.

En Suisse, la forte pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les difficultés d'approvisionnement en matières premières font partie des difficultés majeures signalées. Une nouvelle appréciation du franc figure aussi parmi les risques mentionnés.

La numérisation continue de faire l'objet d'intenses discussions et d'analyses approfondies dans grand nombre de branches. L'appréhension éprouvée face à l'évolution des marchés immobiliers a été abordée encore plus fréquemment que d'habitude. Les interlocuteurs évoquent notamment le nombre croissant de logements vacants, les très faibles rendements sur les investissements immobiliers

### A propos des Signaux conjoncturels

#### Approche

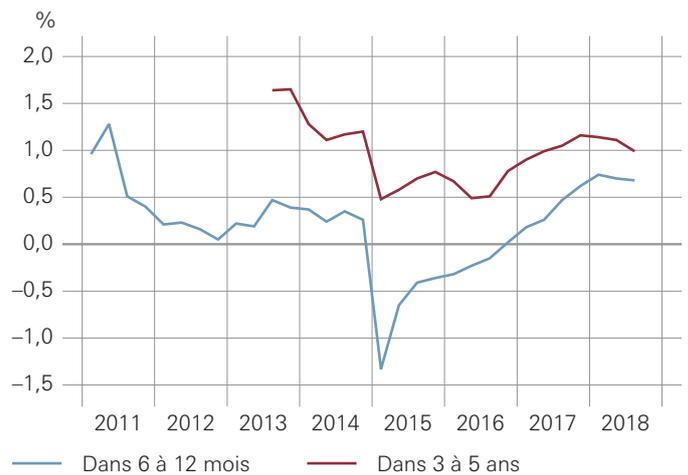
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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

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

Graphique 6

## INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

et les risques pris par les investisseurs. En Suisse, la densité de la réglementation est toujours ressentie comme un poids par de nombreux interlocuteurs, mais elle est moins souvent mentionnée que par le passé.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

Les anticipations d'inflation se sont stabilisées, tant à court qu'à moyen terme. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,7% en moyenne, comme au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). L'inflation attendue pour le moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – est elle aussi restée inchangée par rapport au trimestre précédent et s'inscrit à 1% en moyenne, contre 1,1% au deuxième trimestre (ligne rouge du graphique). Ainsi, la légère tendance à la baisse amorcée fin 2017 se poursuit.

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

#### Interprétation des graphiques

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

#### Informations complémentaires

Des données plus détaillées sur les *Signaux conjoncturels* se trouvent sur le site Internet [www.snb.ch](http://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](http://www.snb.ch).

Lors de l'examen du 20 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à  $-0,75\%$  et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Juin 2018

Lors de l'examen du 21 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 se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Mars 2018

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

Décembre 2017

Lors de l'examen du 14 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à  $-0,75\%$  et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. La situation sur le marché des changes demeure toutefois fragile. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes restent nécessaires. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Septembre 2017

Lors de l'examen du 14 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à  $-0,75\%$  et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Juin 2017

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

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön Group AG, Zurich

### Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:  
Banque nationale suisse, Bibliothèque  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone: +41 (0)58 631 11 50  
Fax: +41 (0)58 631 50 48  
E-mail: library@snb.ch

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

[www.snb.ch](http://www.snb.ch)

### Droits d'auteur/copyright ©

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

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

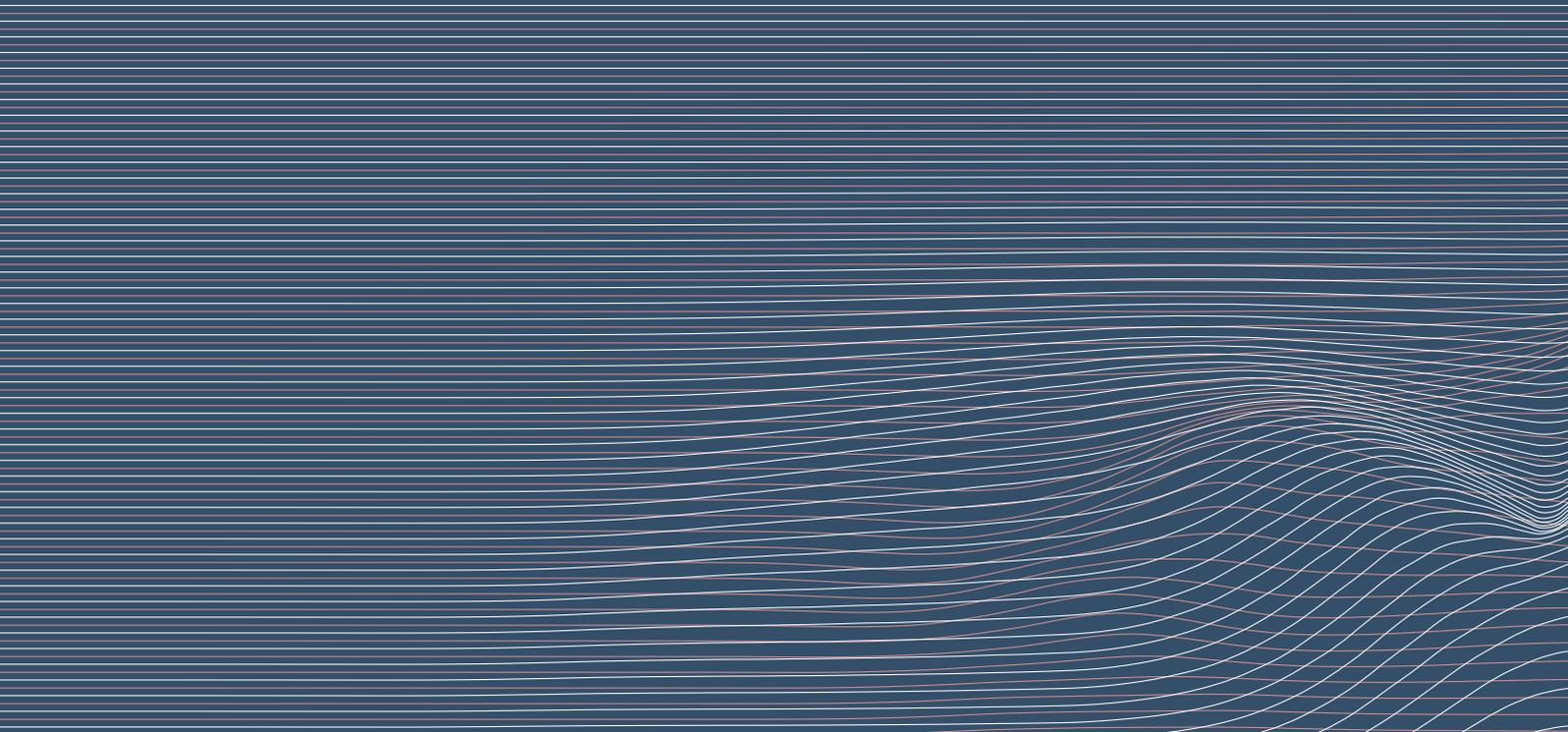
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2018





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

