



Bulletin trimestriel
2/2019 Juin

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



Bulletin trimestriel 2/2019 Juin

37^e année

Table des matières

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

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de juin 2019 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 13 juin 2019) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 13 juin 2019. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 13 juin 2019

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste et introduit le taux directeur de la BNS

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 appliqué aux avoirs à vue à la BNS demeure fixé à $-0,75\%$. La BNS continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

La BNS introduit aujourd'hui son propre taux directeur (taux directeur de la BNS). Désormais, elle prend et communique ses décisions de politique monétaire en fixant le niveau de ce taux. Le taux directeur de la BNS remplace la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois et est actuellement de $-0,75\%$. La politique monétaire présente ainsi le même degré d'expansionnisme. Le taux appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques à la BNS correspond pour l'heure au taux directeur de la BNS et reste fixé à $-0,75\%$. La BNS vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur. Le taux d'intérêt à court terme du marché monétaire le plus représentatif est actuellement le SARON, qui est aussi en train de s'établir comme taux de référence pour les produits financiers.

L'introduction du taux directeur de la BNS s'explique par le fait que l'avenir du Libor n'est pas assuré. L'autorité britannique de surveillance des marchés financiers ne défendra le maintien du Libor que jusqu'à fin 2021. La

prévision d'inflation conditionnelle de la BNS repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt inchangé pendant les trois ans que dure la période de prévision. Jusqu'ici, le taux utilisé à cette fin était le Libor à trois mois. Comme la prévision d'inflation va pour la première fois au-delà de la fin de l'année 2021, l'adoption du taux directeur de la BNS permet d'assurer qu'elle se base sur le même taux d'intérêt pour toute la période de prévision.

Le cap expansionniste de la politique monétaire reste nécessaire étant donné l'évolution actuelle des prix et de la conjoncture. En valeur pondérée par le commerce extérieur, le franc s'est un peu renforcé par rapport à mars et s'inscrit toujours à un niveau élevé. La situation demeure fragile sur le marché des changes. 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.

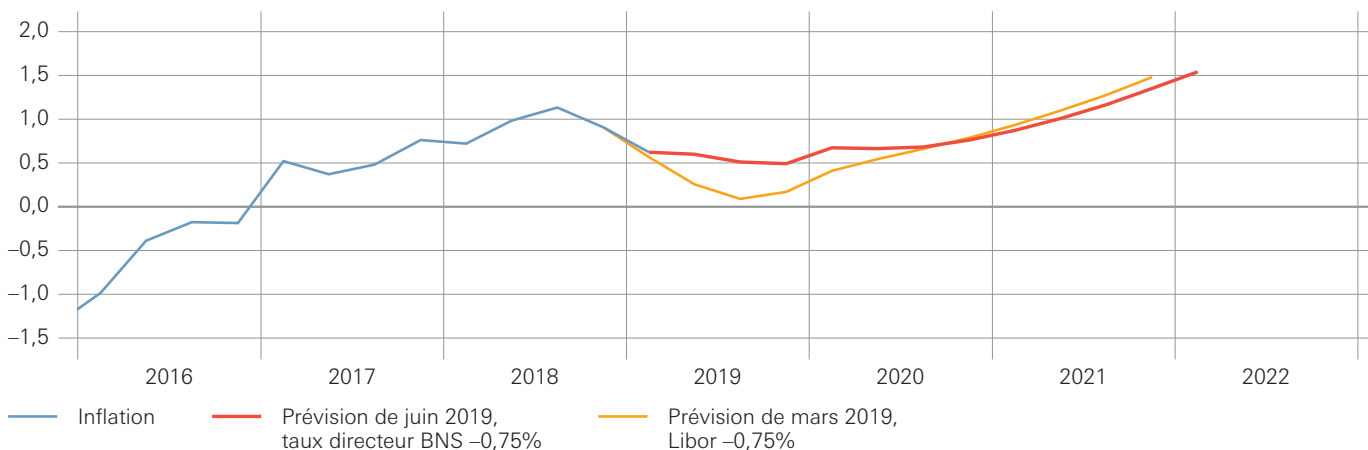
La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle pour les prochains trimestres est légèrement supérieure à celle de mars (voir graphique 1.1). Cela s'explique avant tout par une hausse des prix des produits importés. A plus long terme, la prévision d'inflation conditionnelle reste quasiment inchangée. Pour 2019, elle passe à $0,6\%$, au lieu de $0,3\%$ au trimestre précédent. Pour 2020, la BNS s'attend à un taux d'inflation de $0,7\%$, contre $0,6\%$ dans la prévision de mars. Pour 2021, l'inflation s'établit désormais à $1,1\%$, soit à un niveau inférieur de $0,1$ point à la prévision du trimestre précédent. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

Les signaux provenant de l'économie mondiale demeurent contrastés. La croissance du produit intérieur brut (PIB) a certes connu un regain de vigueur au premier trimestre, et toutes les grandes économies affichent une croissance supérieure à la moyenne. Toutefois, la tendance à un affaiblissement de la production de l'industrie manufacturière s'est poursuivie dans de nombreuses régions. Dans son

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2019

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



Sources: BNS et OFS.

scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'idée que la croissance devrait évoluer dans le cadre de son potentiel au cours des prochains trimestres. Dans les pays industrialisés, cette croissance est soutenue par la politique monétaire expansionniste, et dans certaines économies, également par la politique budgétaire. La pression inflationniste devrait rester modérée. Par rapport à ce scénario de base, les risques sont toujours orientés à la baisse. Toutefois, ils sont plus marqués que lors du dernier examen de la situation économique et monétaire. Ils découlent essentiellement des incertitudes politiques ainsi que des tensions commerciales, qui pourraient engendrer de nouvelles turbulences sur les marchés financiers et entamer davantage le moral des acteurs économiques.

En Suisse également, la dynamique économique a connu un regain de vigueur en début d'année. D'après une première estimation, le PIB a progressé de 2,3% au premier trimestre. L'évolution sur le marché du travail a également été positive. Dans l'ensemble, les capacités de production de l'économie suisse sont bien utilisées. Selon les indicateurs conjoncturels,

la dynamique est toujours favorable. Dans ce contexte, la BNS continue à tabler sur une croissance économique d'environ 1,5% pour 2019. Pour ce scénario, tout comme pour celui relatif à l'économie mondiale, les risques demeurent orientés à la baisse. En particulier, un fort ralentissement imprévu de l'économie mondiale se répercuterait rapidement sur la Suisse.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Tant les prêts hypothécaires que les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage ont continué d'afficher une hausse modérée au cours des derniers trimestres, alors que les prix des immeubles locatifs résidentiels ont légèrement diminué. Le risque d'une correction est particulièrement élevé dans ce segment du fait de la forte progression des prix 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 pour la mise en œuvre de sa politique monétaire le taux directeur de la BNS. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur. Celui-ci remplace depuis juin 2019 la marge de fluctuation du Libor à trois mois utilisée jusqu'alors.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, JUIN 2019

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

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2019

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Les signaux conjoncturels restent contrastés à l'échelle internationale. En ce qui concerne l'économie mondiale, la croissance du PIB a certes connu, comme prévu, un regain de vigueur au premier trimestre, et toutes les grandes économies affichent une croissance supérieure à la moyenne. Toutefois, la tendance à un affaiblissement de la production de l'industrie manufacturière, accompagnée d'un ralentissement des dépenses d'investissement et d'un recul des échanges mondiaux de biens, s'est poursuivie dans de nombreuses régions (voir graphique 2.1). Les signaux sont restés dans l'ensemble positifs sur le marché du travail. L'emploi a de nouveau progressé dans les pays industrialisés, et le chômage a continué de diminuer.

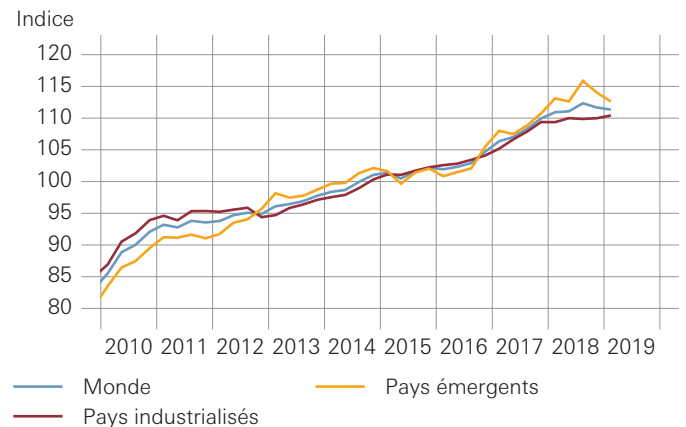
Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'idée que la croissance évoluera dans le cadre de son potentiel au cours des prochains trimestres. Dans les pays industrialisés, cette progression est soutenue par la politique monétaire expansionniste, par la robustesse du marché du travail et, dans certaines économies, également par la politique budgétaire. La pression inflationniste devrait rester modérée.

Par rapport à ce scénario de base, les risques restent orientés à la baisse. Toutefois, ils sont plus marqués que lors du dernier examen de la situation économique et monétaire. Ils découlent avant tout des incertitudes politiques ainsi que des tensions commerciales, qui pourraient engendrer de nouvelles turbulences sur les

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

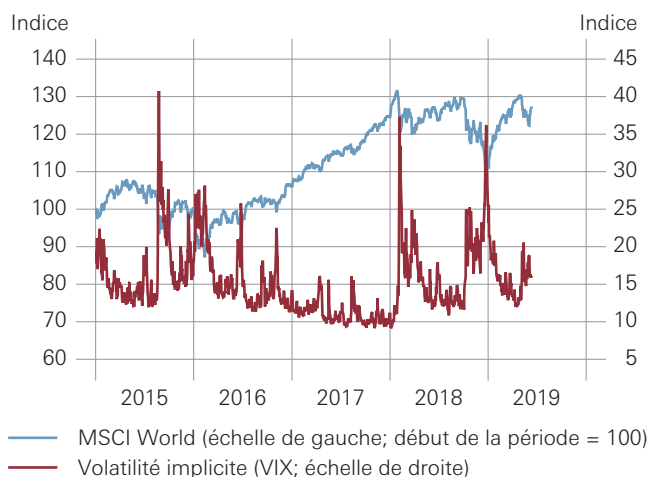
SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2015	2016	2017	2018	Scénario	
					2019	2020
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,5	3,4	3,9	3,9	3,7	3,7
Etats-Unis	2,9	1,6	2,2	2,9	2,6	2,1
Zone euro	2,0	1,9	2,5	1,9	1,2	1,4
Japon	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,4
Prix du baril de pétrole en USD	52,5	43,8	54,3	71,0	69,7	72,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

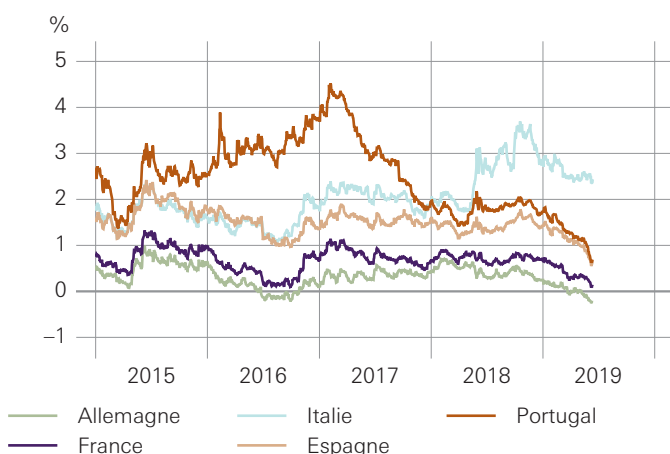


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

marchés financiers et entamer davantage le moral des acteurs économiques.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 72 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 10 dollars de plus que dans le scénario de base du mois de mars, et d'un cours, légèrement plus élevé, de 1,12 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

L'évolution observée depuis mi-mars sur les marchés financiers a été marquée par le durcissement récent du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine, à l'origine d'un climat plus morose depuis début mai. Les incertitudes se sont elles aussi accentuées. Par conséquent, la volatilité des actions américaines (VIX), qui est mesurée à partir des prix des options, s'est accrue, mais est restée inférieure à celle enregistrée à la fin de l'année dernière (voir graphique 2.2).

Les marchés des actions ont d'abord poursuivi leur envolée avant d'enregistrer une correction en mai en raison des tensions commerciales. Mi-juin, l'indice mondial MSCI s'est de nouveau inscrit approximativement au niveau qu'il affichait mi-mars.

La plupart des rendements des obligations d'Etat à dix ans ont baissé dans les pays industrialisés. En Italie, ils sont toutefois restés relativement stables, ce qui a encore légèrement creusé l'écart de rendement avec d'autres Etats de l'Union européenne (UE; voir graphiques 2.3 et 2.4).

Le yen s'est apprécié en termes pondérés par le commerce extérieur. Le dollar des Etats-Unis s'est lui aussi quelque peu raffermi en valeur pondérée par le commerce extérieur, alors que l'euro s'est stabilisé et que la livre sterling a fléchi (graphique 2.5). Sous l'effet des tensions commerciales, le renminbi s'est de nouveau déprécié récemment par rapport au dollar des Etats-Unis, après s'être progressivement rétabli depuis le plus-bas enregistré à la fin de l'année dernière.

Dans un premier temps, le cours du pétrole a continué d'augmenter au cours de la période considérée. Cette hausse a résulté, d'une part, du recul de la production qui s'est poursuivi dans les Etats membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et, d'autre part, du durcissement des menaces de sanctions formulées par les Etats-Unis à l'égard des pays acheteurs de pétrole iranien. Néanmoins, à partir de mi-mai, l'intensification des tensions commerciales a fait chuter fortement le cours du pétrole. Mi-juin, les cours des métaux industriels se situaient eux aussi à un niveau inférieur à ceux enregistrés trois mois auparavant (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a progressé de 3,1% au premier trimestre, soit à un rythme sensiblement supérieur à celui du trimestre précédent (voir graphique 2.7). Cette évolution est principalement due à des facteurs volatils comme les stocks. La demande intérieure finale a temporairement perdu de sa vigueur, en partie à cause des incertitudes liées à la volatilité accrue sur les marchés financiers. La situation sur le marché du travail demeure favorable. La création d'emploi s'est poursuivie, et le taux de chômage est descendu à 3,6% au mois de mai.

Les perspectives de croissance des Etats-Unis restent positives. Dans l'ensemble, les indicateurs témoignent d'une augmentation de la demande intérieure. L'activité dans le secteur industriel demeure toutefois modérée. La BNS table sur une croissance de 2,6% en 2019 et de 2,1% en 2020 (voir tableau 2.1).

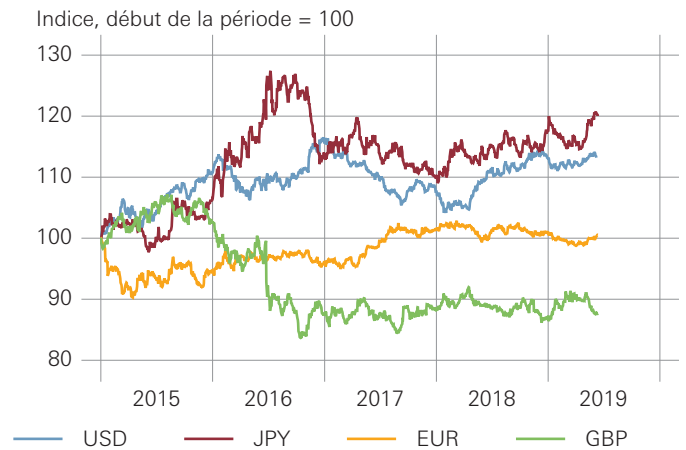
Le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a augmenté en raison du redressement des prix de l'énergie et s'est établi à 1,8% (voir graphique 2.11), tandis que l'inflation sous-jacente a légèrement reculé pour s'établir à 2% (voir graphique 2.12). L'inflation sous-jacente mesurée par le déflateur de la consommation privée s'élevait en avril à 1,6% et était donc inférieure à l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed), ce qui s'explique en partie par des facteurs temporaires. Les anticipations d'inflation des ménages privés sont néanmoins restées stables à moyen terme.

En mai, la Fed a conservé la marge de fluctuation de son taux directeur à 2,25%-2,5% (voir graphique 2.13), et a ainsi signifié une nouvelle fois qu'elle ne modifierait pas son taux directeur pendant un certain temps.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

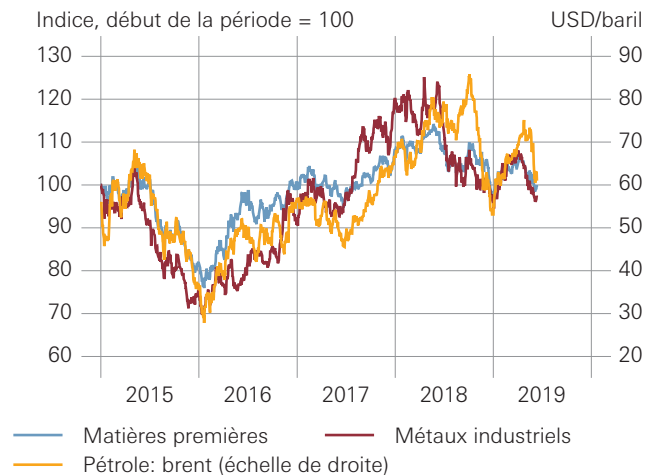
Pondérés par le commerce extérieur



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

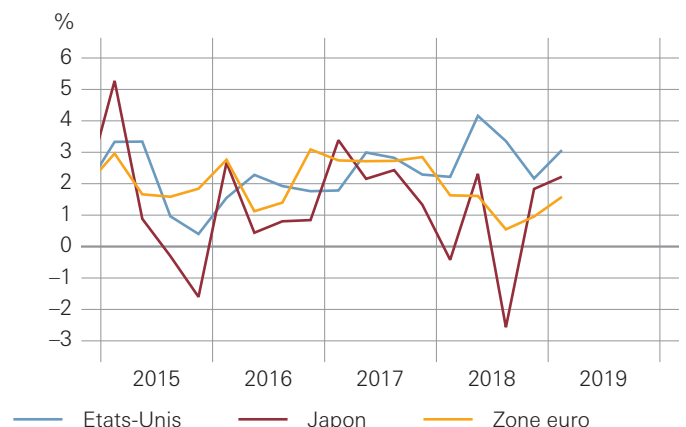


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

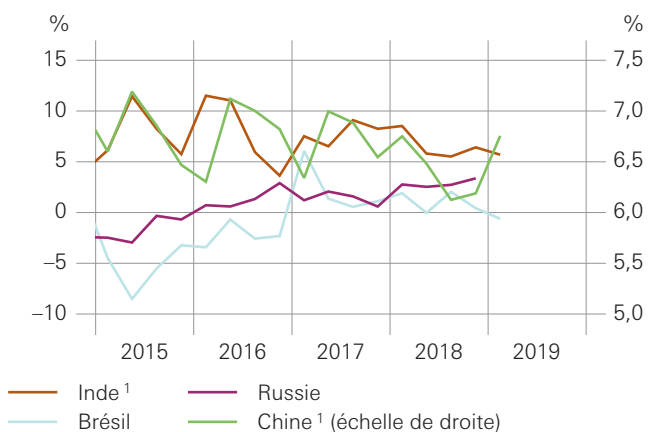


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

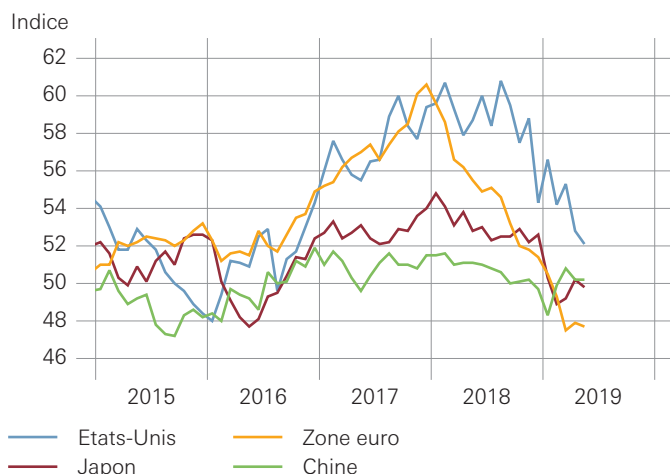
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente



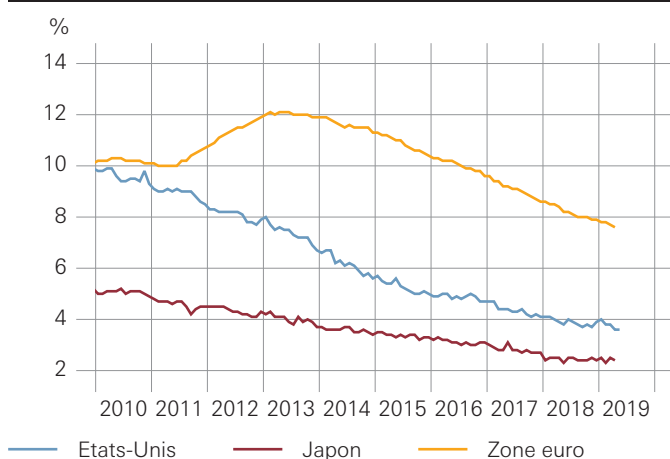
1 Correction des variations saisonnières: BNS.
Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

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

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

Dans la zone euro, la croissance du PIB a repris de la vigueur au premier trimestre pour s'établir à 1,6%, dépassant ainsi légèrement le potentiel estimé. Ce regain de dynamisme a principalement reposé sur l'Allemagne, et en Italie, le PIB a de nouveau augmenté pour la première fois depuis un an. Les facteurs extraordinaires qui avaient pesé sur la croissance au deuxième semestre 2018, notamment les pertes de production dans l'industrie allemande et les mouvements de protestation observés en France, ont cessé de jouer un rôle, ce qui a permis d'inverser la tendance au premier trimestre. De plus, l'activité de construction a nettement progressé en raison des conditions météorologiques. La demande intérieure et la formation brute de capital fixe sont restées solides. Le taux de chômage a continué de baisser et s'est inscrit à 7,6% en avril, se rapprochant du taux le plus bas (7,3%) enregistré depuis la création de la zone euro en 1999.

Après une croissance un peu plus forte au premier trimestre, la conjoncture devrait connaître dans un premier temps une évolution modeste d'après les signaux découlant des enquêtes menées auprès des entreprises. Les prévisions concernant les exportations restent modérées, notamment dans le secteur industriel. La BNS part cependant du principe que la croissance, soutenue par des conditions de financement favorables et la progression solide des revenus des ménages, se renforcera progressivement durant le reste de l'année. La Banque nationale n'a guère modifié ses prévisions de croissance pour la zone euro. Celles-ci s'inscrivent à 1,2% pour 2019 et à 1,4% pour 2020 (voir tableau 2.1). Les perspectives de croissance continuent de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent les aléas politiques en Italie, les incertitudes liées aux différends commerciaux sur le plan international et les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni.

La hausse des prix à la consommation dans la zone euro n'a guère changé au cours des derniers mois, abstraction faite des fluctuations à court terme qui se sont produites aux alentours de Pâques. En mai, le renchérissement annuel s'établissait à 1,2% (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a oscillé autour de 1%, comme c'est le cas depuis quelques années (voir graphique 2.12).

La Banque centrale européenne (BCE) a laissé ses taux directeurs inchangés. A présent, elle a l'intention de les maintenir à leur niveau actuel au moins jusqu'après le milieu de l'année 2020, alors qu'auparavant, elle comptait les maintenir inchangés au moins jusqu'à la fin de l'année 2019. Elle entend poursuivre pendant quelque temps le réinvestissement des titres acquis dans le cadre de son programme d'achat correspondant et arrivés à échéance.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 2,2% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Cette expansion est le reflet principalement d'une contribution positive du commerce extérieur, mais elle cache une faible croissance du secteur industriel, qui s'est accompagnée d'un recul des exportations, notamment vers l'Asie. Quant à la demande intérieure, elle a elle aussi temporairement un peu perdu de sa vigueur.

Les signes légèrement meilleurs qui proviennent récemment de l'industrie d'exportation laissent penser que l'activité industrielle va de nouveau s'accroître peu à peu. Les conditions de financement avantageuses, l'évolution solide des revenus ainsi que les investissements dans les infrastructures et le tourisme en prévision des Jeux olympiques de Tokyo en 2020 devraient continuer de soutenir l'économie japonaise. De plus, des mesures conjoncturelles à hauteur de 1% du PIB, parmi lesquelles figurent des investissements dans des infrastructures et un programme de formation gratuite, ont été définies pour atténuer les effets négatifs du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) qui est prévu en octobre 2019. Pour 2019, la BNS table sur une croissance du PIB de 0,8%. Après le relèvement de la TVA, la croissance devrait s'établir à 0,4% en 2020 et se situer légèrement au-dessous du potentiel (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation s'est quelque peu accélérée ces derniers mois et s'établissait à 0,9% en avril (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a elle aussi un peu progressé pour se monter à 0,4% (voir graphique 2.12). Etablies à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été cependant relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. La baisse des prix dans la téléphonie mobile ainsi que le programme de formation gratuite prévu par le gouvernement atténueront provisoirement l'inflation. Eu égard à la faible dynamique inflationniste, la Banque du Japon envisage de conserver des taux d'intérêt bas pendant une période prolongée, au moins jusqu'au printemps 2020.

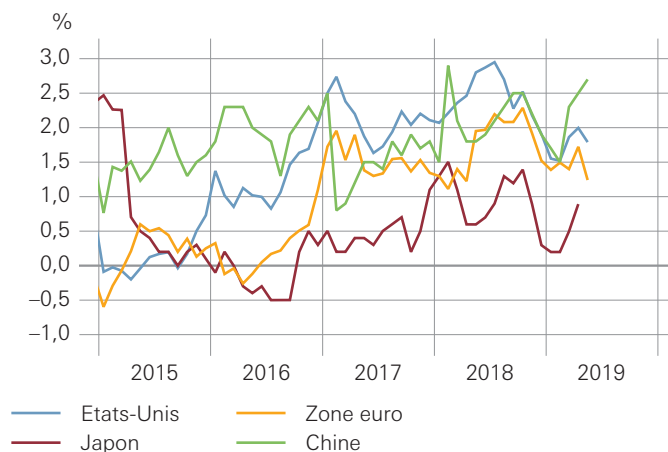
CHINE

En Chine, le PIB a nettement progressé au premier trimestre et s'est inscrit à 6,8% (voir graphique 2.8). Cette évolution est toutefois liée à des facteurs extraordinaires à l'origine d'une forte expansion de l'activité industrielle. Dans le secteur des services, la croissance s'est en revanche essoufflée quelque peu. La croissance économique devrait de nouveau ralentir au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

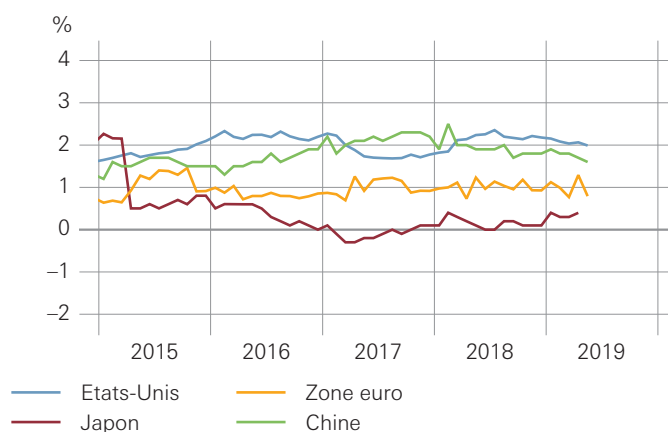


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

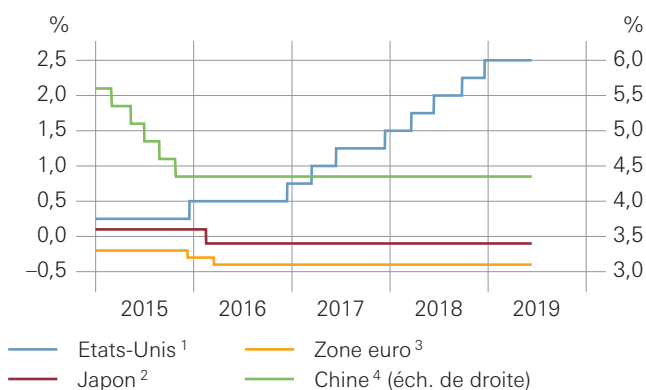
Variation par rapport à l'année précédente



¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

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

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

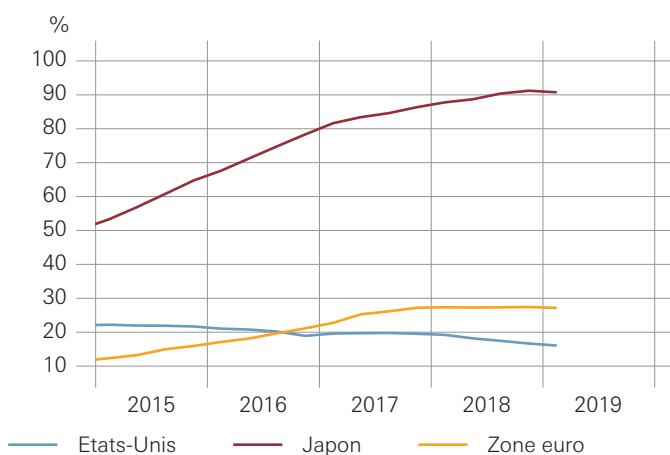
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

Ce tassement reflète, d'un côté, l'affaiblissement graduel de la croissance potentielle et, de l'autre, le resserrement progressif de la réglementation des marchés financiers depuis fin 2016. L'expansion du crédit a dès lors encore diminué. Cette évolution devrait principalement peser sur l'activité dans l'immobilier. A cela s'ajoute le durcissement des tensions commerciales avec les Etats-Unis. En mai, certaines exportations chinoises à destination des Etats-Unis, qui représentent quelque 200 milliards de dollars par an, ont été soumises à des droits de douane plus élevés, à savoir 25% au lieu de 10%.

La politique économique devrait avoir des effets positifs sur la conjoncture. D'une part, le gouvernement prévoit d'accroître sensiblement les dépenses en matière d'infrastructures pour l'année en cours. D'autre part, les entreprises et les particuliers ont bénéficié d'une baisse d'impôts. De plus, la politique monétaire a été légèrement assouplie. Pour la Chine, la BNS table, comme au trimestre précédent, sur une croissance du PIB de 6,2% en 2019 et de 6% en 2020.

BRÉSIL, INDE ET RUSSIE

La conjoncture a encore évolué de manière hétérogène dans les autres grands pays émergents. En Inde, la croissance du PIB (5,7%) est retombée en dessous de son potentiel au premier trimestre. Les exportations comme les investissements ont reculé, après avoir connu une forte hausse en 2018. Selon les indicateurs disponibles, la croissance aurait été vigoureuse en Russie. Au Brésil, en revanche, le PIB a légèrement diminué (voir graphique 2.8). Les investissements, en particulier, sont restés très faibles.

Il est vraisemblable que la croissance en Inde reparte à la hausse pendant l'année en cours. Des effets positifs devraient être enregistrés à la suite de la recapitalisation d'établissements de crédit proches de l'Etat et des dépenses publiques en matière d'infrastructures. En Russie, la croissance devrait évoluer dans le cadre de son potentiel (environ 1,5%). Au Brésil, l'incertitude qui plane sur les réformes économiques et la demande modérée de l'étranger assombrissent les perspectives à court terme.

3 Evolution économique en Suisse

Comme on pouvait s’y attendre, l’économie suisse a connu un regain de vigueur en début d’année. Selon les premières estimations, le PIB a progressé de 2,3% au premier trimestre. La croissance a bénéficié d’une large assise dans les différentes branches. L’évolution sur le marché du travail a également été positive. L’emploi a continué de croître sur un large front et le chômage est demeuré bas.

Les indicateurs avancés et les enquêtes donnent actuellement une image contrastée de la situation, mais laissent présager dans l’ensemble une poursuite de la reprise en Suisse. Dans ce contexte, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB d’environ 1,5% pour 2019. L’utilisation des capacités de l’économie suisse devrait donc rester bonne.

PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d’informations. Comme on pouvait s’y attendre, la croissance du PIB a enregistré une forte hausse au premier trimestre 2019 après avoir connu une progression étonnamment faible au second semestre 2018. Cependant, les signaux envoyés par les indicateurs conjoncturels les plus récents sont disparates.

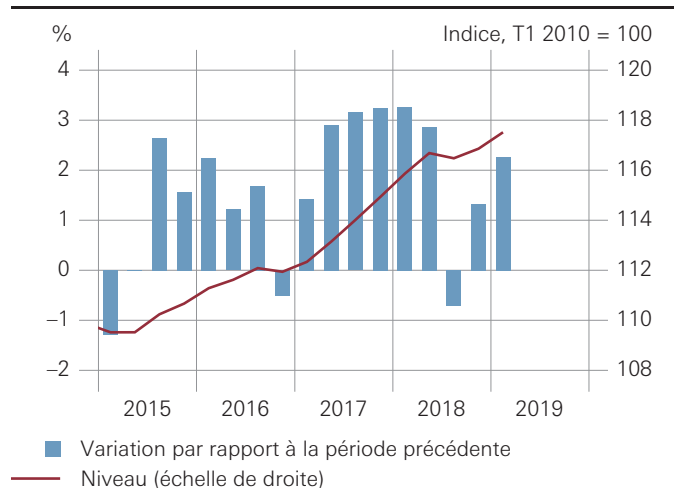
Croissance robuste du PIB au 1^{er} trimestre 2019

Après une faible évolution au second semestre 2018, le PIB a affiché une croissance vigoureuse au premier trimestre 2019. D’après les premières estimations du Secrétariat d’Etat à l’économie (SECO), il s’est accru de 2,3%, après une baisse de 0,7% au troisième trimestre 2018 et une hausse de 1,3% au quatrième trimestre (voir graphique 3.1). Si le principal moteur a de nouveau été l’industrie, la création de valeur a aussi fortement augmenté dans de nombreuses branches des services.

Du côté de la demande, l’évolution a également été positive au premier trimestre. La demande finale a progressé sur un large front. La demande extérieure et celle de biens d’équipement ont ainsi affiché une croissance particulièrement importante. Les dépenses de consommation ont elles aussi enregistré une hausse supérieure à la moyenne.

Graphique 3.1

PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

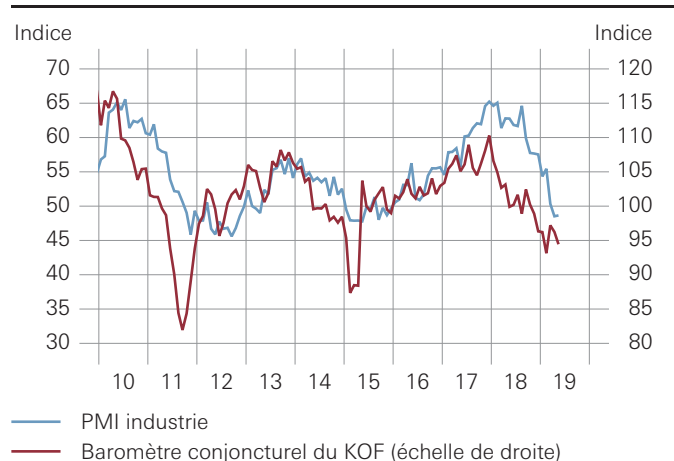
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

Des signaux hétérogènes d'après les indicateurs conjoncturels

La prise en compte d'un large éventail d'informations montre que le rythme de la croissance s'est encore légèrement accéléré depuis le début de l'année. D'après l'indice conjoncturel de la BNS, qui offre une vue exhaustive du rythme de la croissance conjoncturelle, cette dernière est depuis février de nouveau supérieure à la moyenne (voir graphique 3.2). Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font eux aussi apparaître une évolution positive au deuxième trimestre 2019 (voir la partie *Signaux conjoncturels* pages 28 ss).

En revanche, le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et l'indice des directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière donnent des signaux nettement plus faibles (voir graphique 3.3). Ainsi, le baromètre du KOF est resté en-dessous de la barre des 100 points, qui correspond à sa moyenne de long terme. Quant au PMI de l'industrie manufacturière calculé par le Credit Suisse, il a nettement reculé ces derniers mois. En avril et en mai, il est repassé, pour la première fois depuis 2015, sous le seuil de croissance établi à 50 points.

L'hétérogénéité des signaux tient probablement au fait que le baromètre du KOF et le PMI attribuent une pondération plus forte aux signaux de faiblesse de la conjoncture industrielle mondiale que l'indice conjoncturel de la BNS.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2015	2016	2017	2018	2017			2018				2019
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Consommation privée	1,7	1,5	1,1	1,1	0,4	2,0	0,6	1,5	0,9	0,2	1,0	1,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,1	1,2	0,9	1,0	0,8	1,9	2,3	0,0	0,8	0,1	1,2	1,3
Investissements	2,3	3,4	3,3	2,1	0,9	4,3	4,1	4,0	1,9	-4,7	-0,5	4,6
Construction	1,6	0,5	1,4	0,7	0,8	2,1	3,7	-1,8	2,1	-0,3	-0,7	2,2
Biens d'équipement	2,7	5,4	4,5	2,9	1,0	5,5	4,3	7,6	1,8	-7,2	-0,4	6,0
Demande intérieure finale	1,8	2,0	1,7	1,3	0,6	2,6	1,8	2,0	1,2	-1,2	0,6	2,5
Variation des stocks ¹	-0,4	-1,9	-0,1	-0,2	7,8	-10,6	11,1	-5,3	0,2	2,0	-7,8	-1,1
Exportations totales ²	2,6	7,0	3,6	3,8	2,2	20,0	-6,7	12,1	0,3	-9,7	17,0	8,4
Biens ²	2,6	6,7	5,1	5,3	6,4	21,6	-8,5	21,7	-1,4	-15,4	24,4	9,9
Biens sans commerce de transit ²	0,7	6,6	6,0	5,0	8,3	10,5	4,5	6,6	3,5	-12,0	28,0	4,8
Services	2,4	7,6	0,7	1,0	-5,5	16,3	-3,9	-3,3	3,8	1,6	2,3	7,1
Importations totales ²	3,0	4,7	4,1	1,2	16,0	-1,9	13,1	-0,4	-3,2	-8,6	1,7	8,3
Biens ²	0,0	4,4	5,5	4,8	25,5	-2,3	24,9	6,4	-4,5	-11,0	3,4	9,7
Services	8,8	5,3	1,6	-5,4	0,6	-1,2	-6,6	-12,8	-0,4	-3,6	-1,6	5,4
Commerce extérieur ³	0,1	1,7	0,2	1,6	-5,4	11,5	-9,4	6,7	1,6	-1,6	8,5	1,2
PIB	1,3	1,6	1,6	2,6	2,9	3,2	3,2	3,3	2,9	-0,7	1,3	2,3

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

Stabilisation du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a stagné ces derniers mois. Fin mai, 109 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées calculé par le SECO s'inscrivait à 2,4% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de 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 premier trimestre 2019, il a reculé pour s'établir à 4,7% en données corrigées des variations saisonnières.

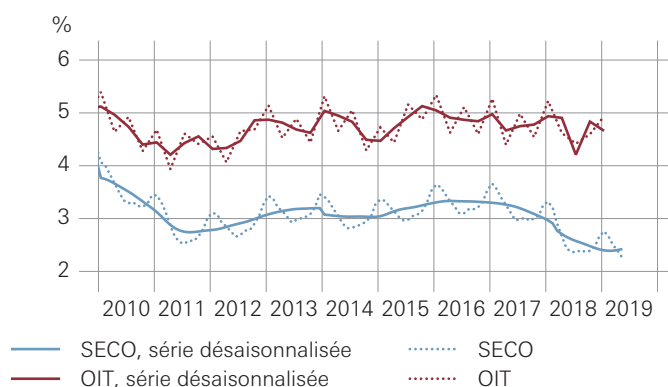
Nouvelle hausse de la population active occupée et de l'emploi

D'après la statistique de la population active occupée (SPAO), le nombre de personnes actives occupées s'est encore accru au premier trimestre, à savoir de 0,5% (voir graphique 3.5), mais cette progression reste inférieure à sa moyenne de long terme, qui est de 1,1%. La SPAO mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. D'après cette statistique, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a fortement augmenté au premier trimestre (voir graphique 3.6). L'emploi a progressé tant dans les branches des services que dans l'industrie manufacturière et la construction.

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



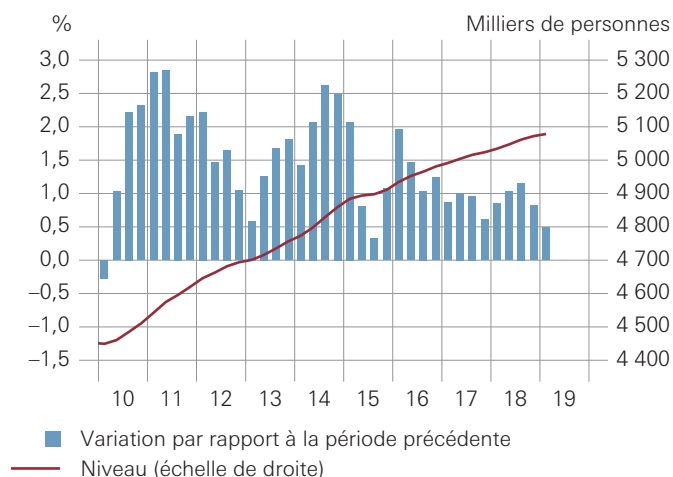
SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

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

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

Graphique 3.5

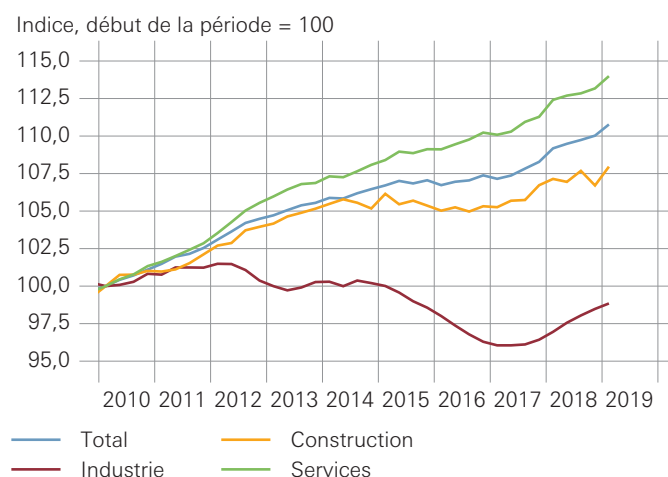
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

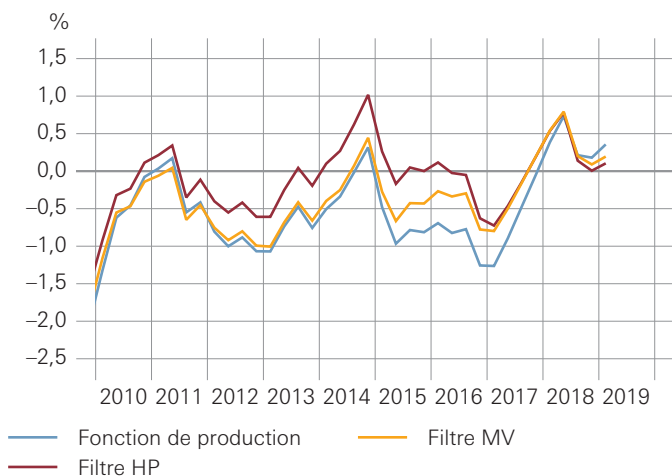
Graphique 3.6

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS



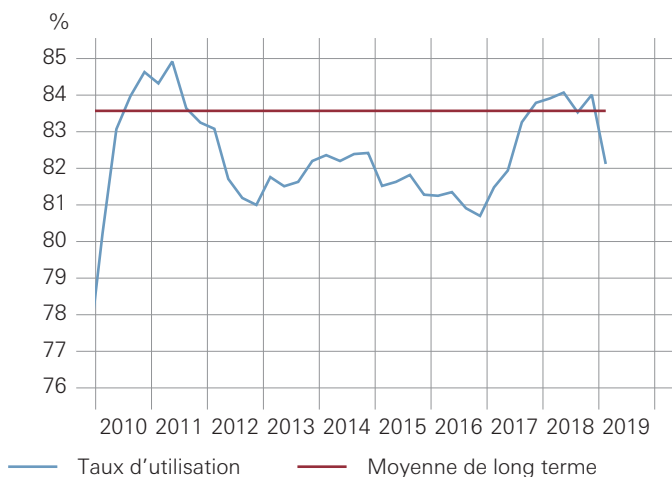
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

ÉCART DE PRODUCTION



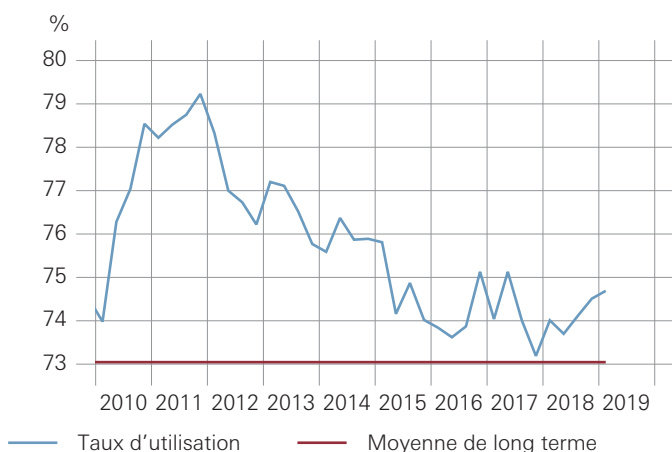
Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Ecart de production très proche de zéro

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Les estimations reposant sur les chiffres trimestriels du PIB font apparaître un écart très proche de zéro. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart est de 0,4% au premier trimestre 2019, contre 0,2% au trimestre précédent. D'autres méthodes utilisées pour estimer le potentiel de production (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié) font aussi apparaître un écart de production très proche de zéro (voir graphique 3.7).

Utilisation inégale d'après les enquêtes

Les différentes enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production donnent une image hétérogène au premier trimestre. Mais elles indiquent que l'utilisation des capacités de l'économie suisse demeure satisfaisante.

D'après l'enquête du KOF, l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a reculé, s'établissant à 82,1%, niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Le KOF interroge également les entreprises sur leur estimation de l'utilisation actuelle des capacités techniques. Celles-ci les considèrent plutôt un peu justes. Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale révèlent aussi une utilisation normale.

Dans la construction, le taux d'utilisation des machines est resté supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les branches des services, les enquêtes indiquent également un taux d'utilisation des capacités techniques légèrement supérieur à la moyenne.

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

PERSPECTIVES

Dans l'ensemble, les perspectives pour l'économie suisse restent favorables. A moyen terme, la BNS s'attend toujours à une solide croissance. Premièrement, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait continuer de contribuer à la demande extérieure. Ce scénario comprend notamment une stabilisation de la situation dans l'industrie et un redressement du commerce international. Deuxièmement, la croissance démographique devrait stimuler la demande. Troisièmement, le bas niveau des taux d'intérêt continue de soutenir l'activité économique.

Dans ce contexte, la dégradation de certains indicateurs conjoncturels ne devrait être que temporaire. Si l'on prend en compte un large éventail d'indicateurs, il apparaît que la croissance va se poursuivre à un rythme soutenu. Même dans l'industrie manufacturière, qui devrait être la plus directement touchée par le ralentissement mondial de l'industrie (voir graphique 3.10), les entreprises s'attendent à une nouvelle amélioration de la marche des affaires (voir graphique 3.11). Les perspectives d'emploi, qui demeurent positives, incitent également à l'optimisme (voir graphique 3.12).

Pour 2019, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB d'environ 1,5%. Le chômage ne devrait que légèrement fluctuer au cours de l'année et l'écart de production devrait rester très proche de zéro.

Comme dans le scénario de base pour l'économie mondiale, les risques pour la Suisse tendent toujours à s'accroître. Si la conjoncture mondiale devait fortement ralentir, le pays en ressentirait rapidement les effets. En particulier, des tensions politiques durables pourraient affecter le commerce mondial et la faiblesse de l'industrie manufacturière, se répercuter plus fortement sur l'économie suisse.

Graphique 3.10

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

MARCHE DES AFFAIRES ATTENDUE DANS L'INDUSTRIE

Evolution des anticipations pour les 6 prochains mois

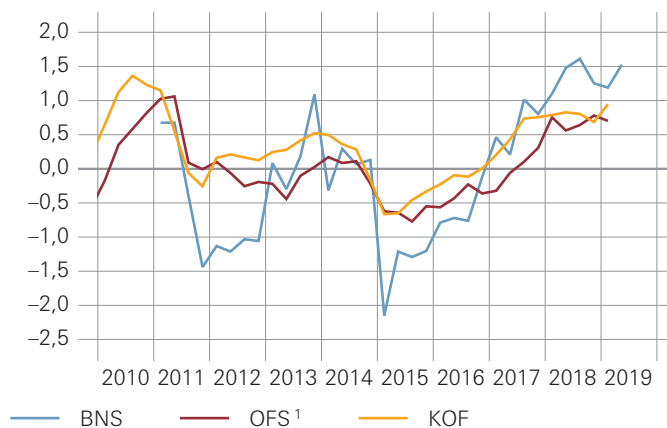


Source: KOF.

Graphique 3.12

PERSPECTIVES D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, standardisées



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

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

4

Prix et anticipations d'inflation

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est resté largement inchangé ces derniers mois. Il s'est maintenu à un bas niveau et ne diffère que légèrement des taux d'inflation sous-jacente.

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

PRIX À LA CONSOMMATION

Stabilité du taux de renchérissement annuel

Après avoir accusé une baisse au second semestre 2018, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC n'a pratiquement pas évolué depuis début 2019. Il s'est établi à 0,6% en mai 2019 (voir tableau 4.1). Contrairement à ce qui était le cas l'année précédente, le renchérissement des biens et services suisses est la composante de l'IPC qui a apporté la plus forte contribution au renchérissement annuel (voir graphique 4.1).

Taux d'inflation quasiment inchangé des biens et services importés...

Le renchérissement des biens et services importés est resté globalement stable depuis le début de l'année, à un niveau toutefois nettement inférieur à celui de l'année précédente. Il s'inscrivait à 0,7% en mai 2019 après avoir atteint une moyenne de 2,4% pour l'année 2018. Sa contribution au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a donc nettement diminué, ce qui reflète notamment l'évolution des prix des produits pétroliers (voir graphique 4.1).

... et des biens et services suisses

Le taux de renchérissement des biens et services suisses est demeuré quasiment constant durant les cinq premiers mois de l'année 2019, après avoir enregistré une progression modérée, mais continue, au cours de l'année 2018. En mai 2019, il s'établissait à 0,6%, tout comme le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC (voir graphique 4.2). En l'espace d'un an, les prix des biens suisses ont certes augmenté un peu plus fortement que ceux des services suisses, mais la contribution de ces derniers au renchérissement a été plus élevée, car ils pèsent davantage dans l'indice (voir graphique 4.2).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2018	2018			2019	2019		
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
IPC, indice total	0,9	1,0	1,1	0,9	0,6	0,7	0,7	0,6
Biens et services suisses	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6
Biens	0,8	0,8	1,0	1,2	0,9	1,1	1,1	0,7
Services	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
Services privés (hors loyers des logements)	0,7	0,6	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Loyers des logements	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Services publics	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	0,1	0,0	0,0	-0,1
Biens et services importés	2,4	2,7	3,0	2,1	0,7	1,1	0,8	0,7
Hors produits pétroliers	1,1	1,2	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Produits pétroliers	11,9	13,9	16,6	12,5	1,1	3,8	2,5	1,1

Sources: BNS et OFS.

Renchérissement stable des loyers

Calculé tous les trimestres, le renchérissement des loyers s'établissait en mai 2019 à 0,5%, soit un niveau presque aussi élevé que celui enregistré respectivement trois mois et six mois auparavant. Le taux d'intérêt de référence, qui sert de repère pour les adaptations de loyers en fonction des variations des taux hypothécaires, s'élève à 1,5% depuis juin 2017 (voir graphique 4.3).

Inflation sous-jacente proche du taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC

Les taux d'inflation sous-jacente sont demeurés très stables depuis l'automne 2017 (voir graphique 4.4). En raison du recul du taux d'inflation des produits pétroliers, l'écart avec le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, d'une part, et les taux d'inflation sous-jacente, d'autre part, s'est considérablement réduit. En mai, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à 0,4%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente l'établi par l'OFS (OFS1) était de 0,6%, tout comme le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC.

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

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

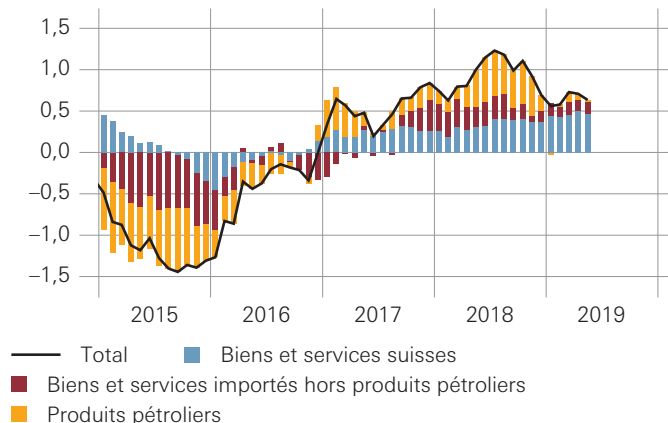
Stabilité des prix de l'offre totale

Les taux d'inflation annuels des prix à la production et à l'importation sont restés très stables depuis début 2019 après avoir fortement baissé au second semestre 2018, essentiellement en raison de l'évolution des prix de l'énergie. Le taux d'inflation annuel des prix de l'offre, qui correspond à une moyenne pondérée des taux d'inflation mesurés par l'indice des prix à la production et à l'importation, s'inscrivait à -0,3% en mai 2019.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

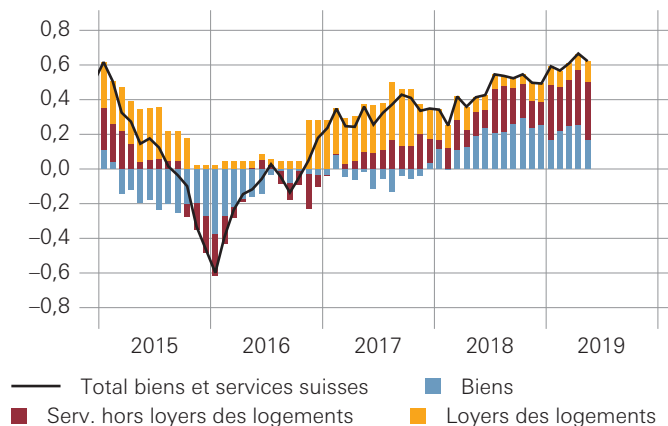


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

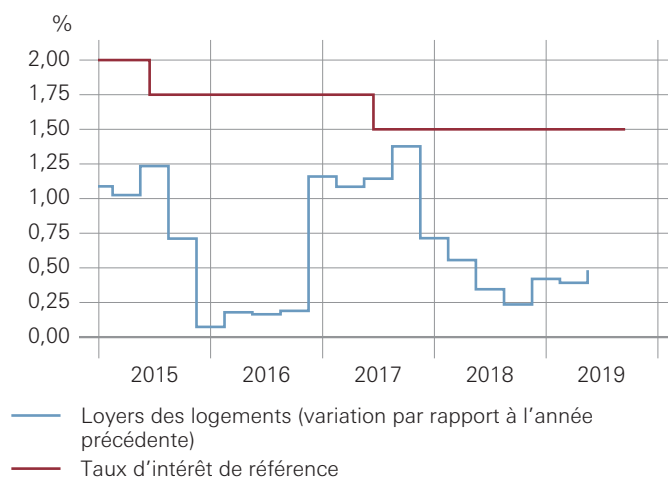
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

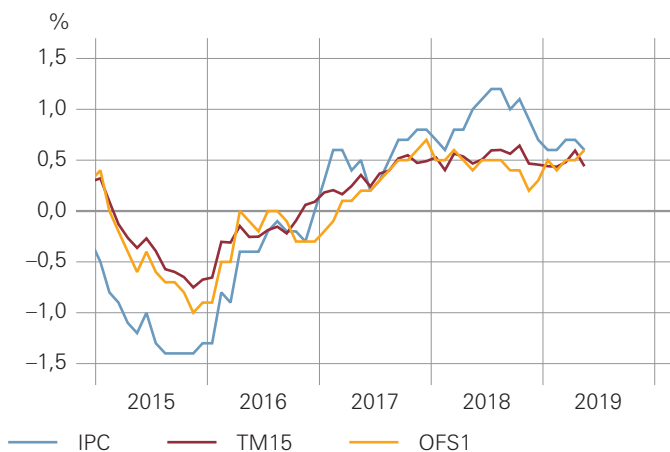
LOYERS DES LOGEMENTS



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

INFLATION SOUS-JACENTE

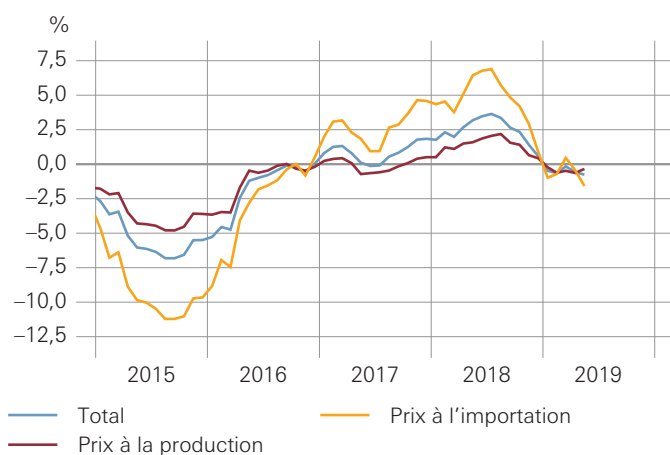
Variation par rapport à l'année précédente



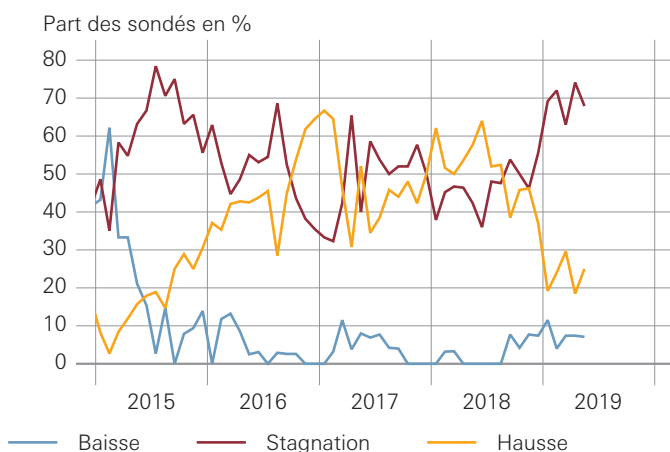
Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

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

Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

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

Selon les enquêtes, les anticipations d'inflation n'ont guère évolué ces derniers mois. Tant à court qu'à long terme, elles demeurent conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Persistance de faibles anticipations d'inflation à court terme

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, 68% des analystes interrogés en mai 2019 tablaient sur des taux d'inflation inchangés au cours des six prochains mois (voir graphique 4.6). Les autres personnes interrogées s'attendaient majoritairement à une hausse des taux d'inflation.

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

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

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

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Selon les directeurs financiers ayant participé à l'enquête effectuée par Deloitte au premier semestre 2019, le taux d'inflation devrait se situer à 1,1% dans deux ans, soit une valeur légèrement inférieure à celle du semestre précédent. Les chefs d'entreprise interrogés au deuxième trimestre par les délégués de la BNS tablent sur un taux d'inflation de 0,8% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 0,9%).

5

Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 21 mars 2019, la BNS a décidé de maintenir inchangé le cap de sa politique monétaire. Celle-ci a ainsi continué de reposer sur le taux d'intérêt négatif et sur la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Durant les trois mois qui ont suivi l'examen de mars 2019, les taux d'intérêt du marché monétaire n'ont pratiquement pas varié. De leur côté, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont poursuivi le mouvement de recul amorcé en automne 2018. Sur le marché des changes, le franc s'est apprécié en mai avec l'aggravation du différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Il s'inscrit ainsi toujours à un niveau élevé.

Les taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 et des crédits bancaires ont légèrement augmenté, tout en restant modérés.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-MARS

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 21 mars 2019, 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 $-0,25\%$. De même, elle a 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 maintenir à bas niveau l'attrait des placements en francs et, partant, 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

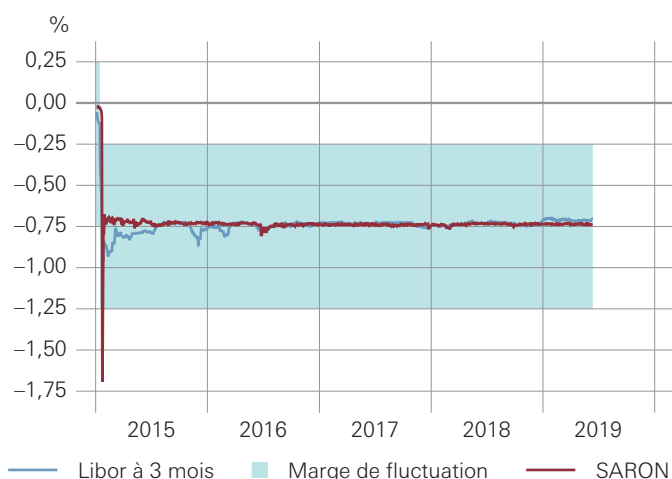
Depuis mi-mars 2019, les avoirs à vue détenus à la BNS ont légèrement augmenté. Dans la semaine du 3 au 7 juin 2019 (la dernière semaine avant l'examen de mi-juin 2019), ils portaient sur 578,3 milliards de francs et dépassaient donc quelque peu le niveau observé la semaine qui a précédé l'examen de mi-mars 2019 (576 milliards). Entre mi-mars et mi-juin 2019, ils s'établissaient en moyenne à 577,5 milliards de francs, soit 481,2 milliards de francs pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 96,3 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 17,1 milliards de francs pour la période allant du 20 février au 19 mai 2019. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 471,7 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 465,6 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

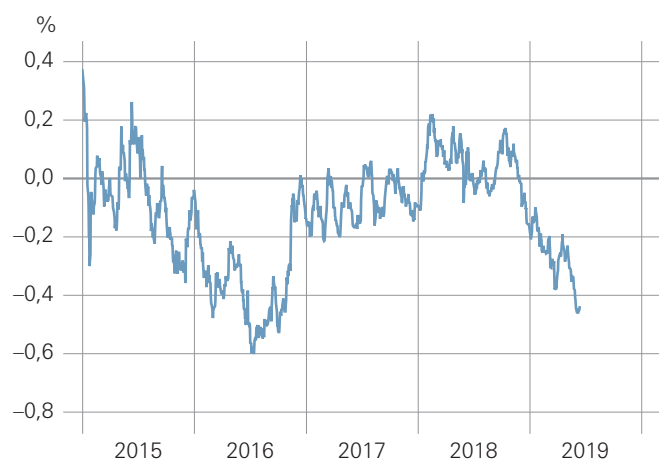
TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

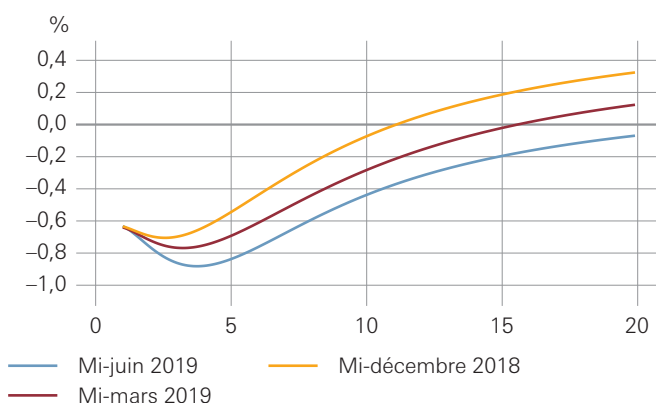


Source: BNS.

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-mars 2019, les taux d'intérêt sur le marché monétaire – notamment le SARON et le Libor à trois mois – sont demeurés pratiquement inchangés, proches du taux d'intérêt de $-0,75\%$ appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

Nouveau recul des taux d'intérêt sur le marché des capitaux

En baisse, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont touché de nouveaux planchers annuels. Fin mai, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération s'est inscrit pour la première fois depuis 2016 en-deçà de $-0,4\%$. Mi-juin, il était de $-0,45\%$ environ (voir graphique 5.2).

Les fluctuations du rendement des obligations de la Confédération étaient principalement dues à des facteurs internationaux. Ainsi, le repli enregistré en mai s'explique en grande partie par l'intensification des conflits commerciaux, notamment entre les Etats-Unis et la Chine. Ce durcissement a mené à une évaluation plus pessimiste des perspectives conjoncturelles mondiales et renforcé la demande de placements sûrs, ce qui a exercé une pression à la baisse sur les rendements.

Aplatissement de la courbe des taux

Le recul des taux d'intérêt à long terme s'est accompagné d'un aplatissement de la courbe des taux des emprunts de la Confédération au cours des trois derniers mois (voir graphique 5.3). Mi-juin 2019, les rendements s'inscrivaient dans la zone négative sur l'ensemble des durées considérées.

Niveau toujours bas des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels sont déterminants pour les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. L'évolution de la courbe des taux des emprunts fédéraux, associée aux anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes, laisse supposer que les taux d'intérêt réels se maintiendront à un niveau historiquement bas.

COURS DE CHANGE

Fluctuations du franc reflétant celles de la propension au risque

Durant les derniers mois, les fluctuations des cours du franc ont surtout reflété les variations de la propension au risque. Après l'examen de mi-mars 2019, le franc s'est tout d'abord raffermi face à l'euro, avant de se déprécier en avril sur un large front, dans un contexte de prise de risques accrue et de hausse généralisée des cours boursiers. Durant cette période, la devise helvétique a également reculé nettement vis-à-vis du yen, lui aussi considéré comme une valeur refuge.

Avec l'escalade du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis, le franc a entièrement rattrapé en mai le repli enregistré en avril par rapport à l'euro et au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4).

Hausse de la valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérés par le commerce extérieur

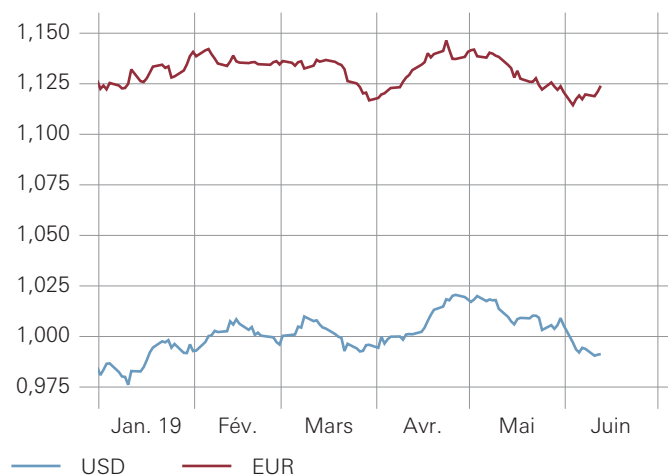
Après avoir fluctué durant les derniers mois, la valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérés par le commerce extérieur s'est inscrite mi-juin environ 1,3% au-dessus de son niveau de mi-mars (voir graphique 5.5). Durant cette période, le franc s'est apprécié de 0,7% face à l'euro et de 0,2% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, qui présentent ensemble une pondération de 55% dans l'indice. Il a enregistré un raffermissement bien plus marqué, de 3,5%, face à la livre sterling et au renminbi (pondération de 9% dans l'indice dans les deux cas).

Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

L'appréciation du franc en termes nominaux s'est traduite par une hausse de sa valeur extérieure en termes réels pondérés par le commerce extérieur (voir graphique 5.6). Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc demeure 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



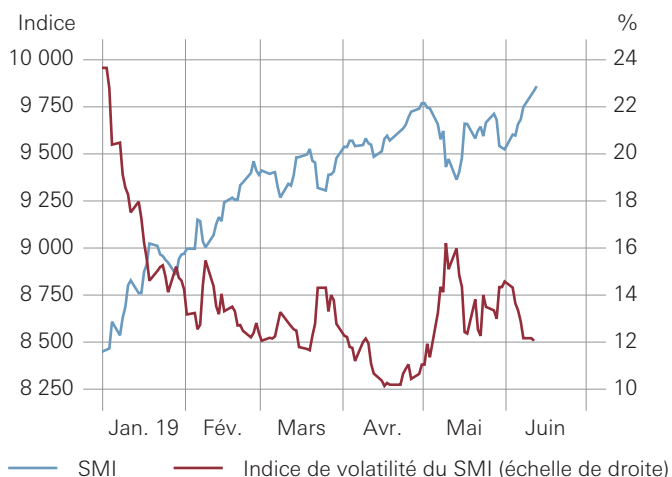
Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

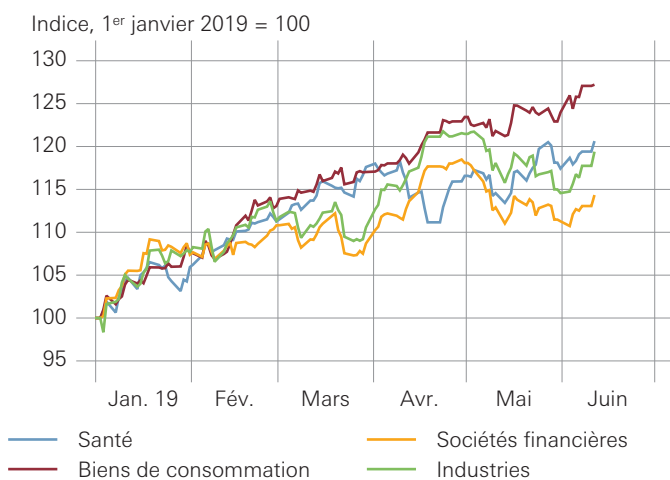


Source: BNS.

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

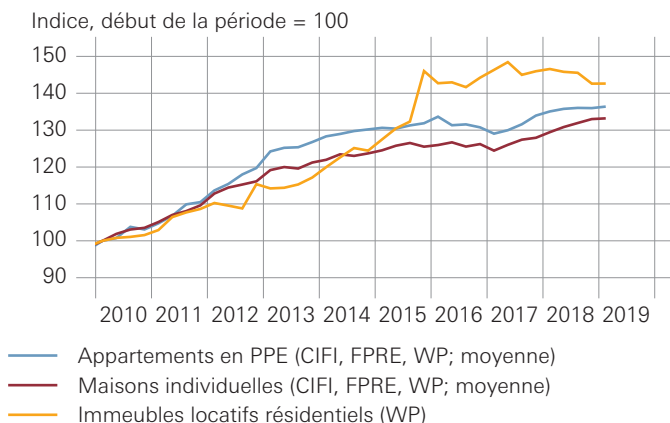
SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DES TRANSACTIONS POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER**Affaiblissement de la tendance haussière des cours des actions suisses**

Après les fortes hausses enregistrées au début de l'année, la progression des cours des actions suisses s'est essoufflée durant le deuxième trimestre 2019 (voir graphique 5.7). Cela s'explique en grande partie par la résurgence des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, qui a influencé négativement tous les marchés boursiers internationaux. Mi-juin, le Swiss Market Index (SMI) s'inscrivait un plus de 4% au-dessus de son niveau de mi-mars 2019.

Incertitude peu marquée 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 augmenté sensiblement lors de la chute des cours boursiers enregistrée en mai. Mis à part cette hausse temporaire, l'indice de volatilité est généralement resté proche, durant le deuxième trimestre, des valeurs relativement faibles observées en février et en mars.

Evolution des indices sectoriels

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Les cours des actions des entreprises de la branche des biens de consommation ont poursuivi presque sans heurt leur redressement, comme le montre l'indice correspondant. Par contre, les trois autres indices sectoriels ont légèrement faibli au deuxième trimestre. Depuis le début de l'année, les quatre indices sectoriels ont toutefois enregistré une hausse de plus de 10%.

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

Les prix des appartements en propriété par étage (PPE) et des maisons individuelles ont encore légèrement augmenté durant les derniers trimestres, tandis que ceux des immeubles locatifs résidentiels se sont quelque peu repliés. Cependant, le risque d'une correction est particulièrement élevé dans ce segment du fait de la forte progression des prix au cours des dernières années et du nombre croissant de logements vacants.

Monnaie centrale largement stable

La monnaie centrale, c'est-à-dire 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 mai 2019, elle s'inscrivait à 562,3 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Les avoirs en comptes de virement des banques résidentes ont présenté de légères fluctuations, comme les autres avoirs à vue détenus à la BNS. Cependant, le total des avoirs à vue à la BNS est demeuré pratiquement inchangé.

Croissance en légère hausse des agrégats au sens large

Les taux de croissance des agrégats M2 et M3 ont poursuivi leur progression, ce qui peut s'expliquer par le repli des taux d'intérêt à long terme depuis octobre 2018. En mai 2019, 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 5,1%, 3,7% et 3,4% leur niveau de mai 2018 (voir tableau 5.1).

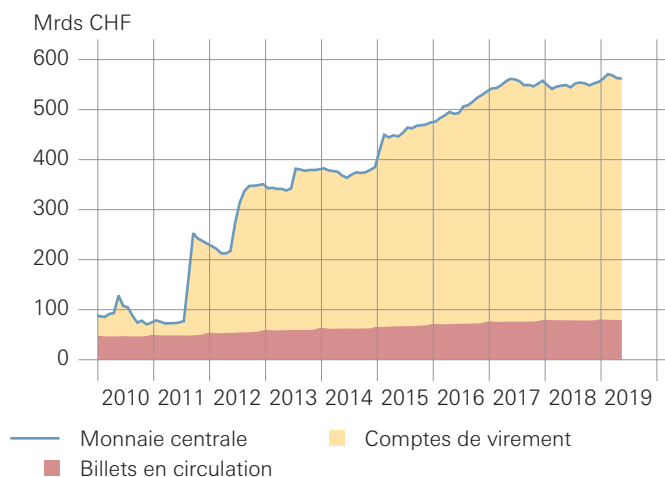
En ce moment, l'agrégat M3 croît pratiquement au même rythme que les crédits bancaires en francs (graphique 5.11). Entre 2009 et 2013, il avait encore progressé nettement plus vite que les crédits bancaires en raison des interventions de la BNS sur le marché des changes. Lorsque la BNS achète des devises contre des francs à des résidents, les dépôts bancaires en francs détenus par les résidents et, partant, les agrégats monétaires augmentent indépendamment des crédits.

Croissance plus forte des créances hypothécaires

Au premier trimestre 2019, les crédits bancaires (comptoirs en Suisse, toutes les monnaies) ont affiché une progression de 3,6% en comparaison annuelle, contre 3,4% au quatrième trimestre 2018 (voir tableau 5.1). Alors que le rythme de croissance s'est légèrement accéléré pour les prêts hypothécaires, il a fléchi pour les autres crédits, dont l'évolution est plus volatile.

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE

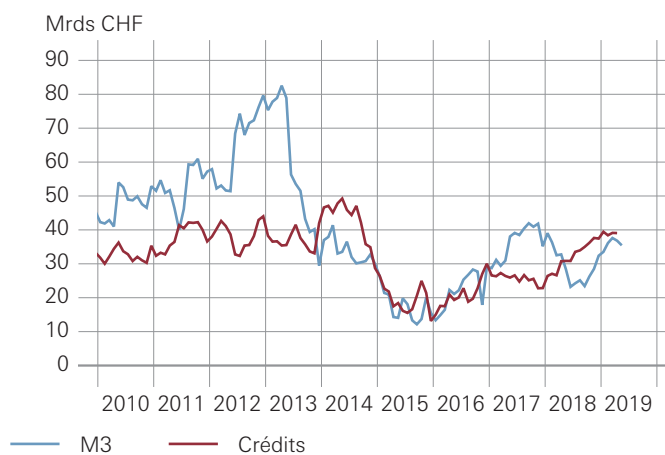


Source: BNS.

Graphique 5.11

M3 ET CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS

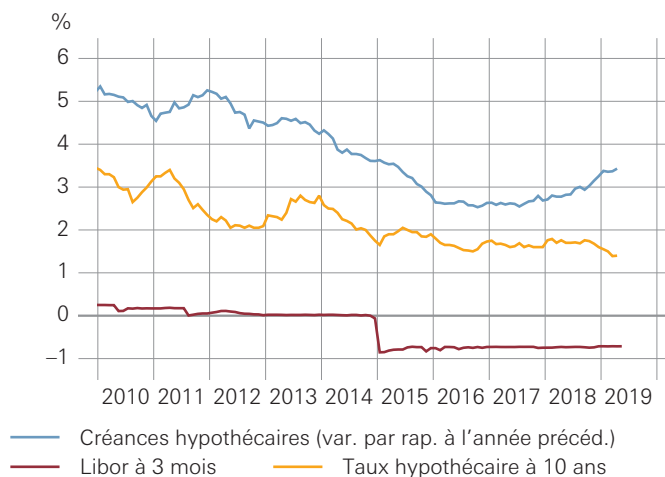
Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

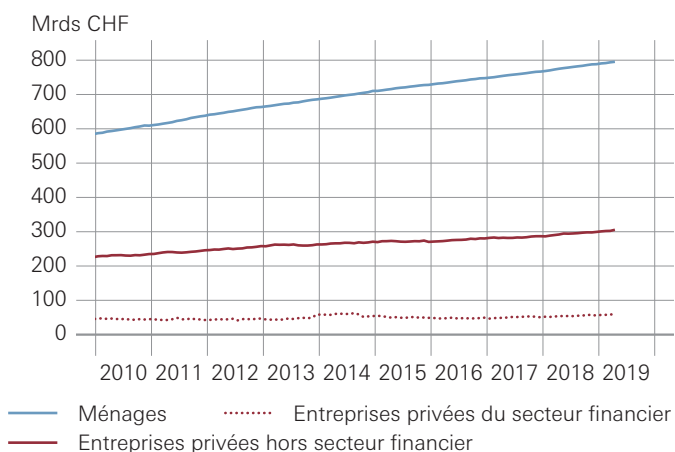
Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT



Sources: Bloomberg et BNS.

CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont crû de 3,4% entre le premier trimestre 2018 et le premier trimestre 2019. Après avoir diminué de moitié entre 2012 et 2015, puis s'être stabilisé, le rythme de croissance des prêts hypothécaires a donc de nouveau légèrement augmenté (voir graphique 5.12). La demande de prêts hypothécaires reste soutenue par le bas niveau des taux. En mars 2019, le taux hypothécaire à dix ans s'inscrivait à 1,4%, ce qui constitue un nouveau plancher.

Au premier trimestre 2019, les autres crédits (c'est-à-dire les prêts non couverts par des gages hypothécaires) ont affiché une progression de 4,6% en comparaison annuelle, contre 5,1% au quatrième trimestre 2018.

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 économique et financière, ce qui s'est traduit par une hausse constante des crédits bancaires accordés à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.13).

Fin mars 2019, les crédits aux ménages, constitués à 95% de prêts hypothécaires, dépassaient de 2,7% le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières (part des prêts hypothécaires: 77%) et aux entreprises financières (part des prêts hypothécaires: 36%) ont augmenté de respectivement 4,2% et 11,1% sur la même période.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

2^e trimestre 2019

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les
informations recueillies auprès de décideurs économiques
de toute la Suisse. Au total, 243 entretiens ont eu lieu avec
des représentants d'entreprises entre mi-avril et fin mai.

Régions

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

Délégués

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

L'essentiel en bref

- Au deuxième trimestre, l'économie suisse enregistre une forte expansion et une utilisation conforme à la normale des capacités de production. La tendance au ralentissement observée au second semestre de l'année précédente ne s'est pas poursuivie.
- Le manque d'effectifs persiste, et le recrutement du personnel qualifié demeure difficile.
- Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires sont confortables.
- Pour les deux prochains trimestres, les chefs d'entreprise tablent sur une poursuite de la croissance, bien que dans une mesure légèrement moindre, aussi bien dans les services que dans l'industrie ou la construction.
- Les entreprises prévoient d'augmenter leurs effectifs. Elles ont également l'intention d'accroître leurs dépenses allouées aux constructions et aux investissements en biens d'équipement.
- Les répercussions des obstacles au commerce font partie des risques majeurs. Par ailleurs, les craintes suscitées par l'évolution de la situation sur le marché immobilier sont souvent évoquées par les entreprises.

SITUATION ACTUELLE

Croissance économique robuste

Au deuxième trimestre, l'économie suisse a de nouveau connu une forte expansion. La hausse des chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises par rapport au premier trimestre 2019 est similaire à celle enregistrée durant la même période de l'année précédente (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Cela confirme que le ralentissement de la dynamique conjoncturelle, observé notamment au second semestre 2018, ne s'est pas poursuivi. Les disparités constatées au niveau de la marche des affaires des entreprises semblent néanmoins s'être légèrement accrues.

L'évolution favorable de la conjoncture repose tant sur l'activité domestique que sur les exportations. La marche des affaires avec les Etats-Unis et l'Asie, Japon inclus, est robuste, mais les signaux concernant la Chine, en particulier, sont très hétérogènes. Le cours des affaires avec l'Europe est majoritairement positif, même s'il se montre mitigé en ce qui concerne l'Allemagne. Les ventes de biens destinés au secteur des technologies médicales et des biotechnologies, de produits chimiques et pharmaceutiques, de composants aéronautiques et de produits de luxe demeurent dynamiques.

Utilisation des capacités de production conforme à la normale

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est toujours conforme à la normale dans l'ensemble (voir graphique 2). Cela concerne près de la moitié des entreprises, tandis que l'autre moitié enregistre soit une légère surutilisation (un quart), soit une légère sous-utilisation (un quart également). Dans l'industrie, la problématique des

difficultés ponctuelles d'approvisionnement et des délais de livraison parfois longs, évoquée au cours des trimestres précédents, s'est désamorcée.

Effectifs toujours insuffisants

Les interlocuteurs continuent de considérer leurs effectifs comme un peu trop limités. Au total, 33% des entreprises (41% dans l'industrie) les décrivent comme légèrement, voire nettement trop faibles.

Dans toutes les branches, le recrutement est jugé plus ardu que d'habitude. Cela tient à la pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail, mais aussi à l'accroissement des exigences relatives aux profils de poste. Par conséquent, le manque de personnel qualifié compte toujours parmi les préoccupations majeures d'un grand nombre d'entreprises. Les candidatures reçues pour les postes à pourvoir se font rares. Les spécialistes en technologies de l'information font partie des catégories professionnelles les plus recherchées. Le besoin important de tels collaborateurs se fait particulièrement ressentir dans le secteur financier, comme l'attestent les interlocuteurs de plusieurs branches. Un grand nombre d'entreprises constatent que l'éventail des métiers nécessitant des compétences dans les technologies de l'information ne cesse de s'élargir. Les ingénieurs et les experts sont également très demandés dans les domaines techniques. Certaines sociétés peinent aussi à pourvoir leurs places d'apprentissage.

Marges inchangées dans l'ensemble

Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires sont toujours légèrement inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs, mais elles restent très confortables. Dans l'industrie, la situation se présente sous un angle favorable. Les entreprises de la construction continuent de subir les pressions les plus fortes sur les marges.

Graphique 1

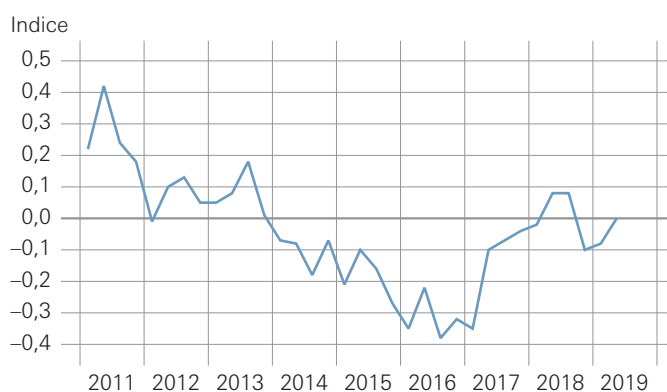
CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

Graphique 2

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



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

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent, tant pour le commerce de gros que pour le commerce de détail et le commerce automobile. Dans le commerce de détail, les infrastructures restent néanmoins clairement sous-utilisées. Certains signes indiquent toutefois que le tourisme d'achat à l'étranger s'est de nouveau affaibli.

Dans les entreprises de transport et de logistique, les chiffres d'affaires et l'utilisation des capacités ont connu une évolution plutôt défavorable.

Dans les banques, les assurances et les sociétés de gestion de fortune, la marche des affaires est toujours dynamique. Cependant, les marges réalisées dans le secteur financier demeurent inférieures aux valeurs jugées normales. Cela tient en partie au resserrement continu de l'écart entre les intérêts actifs et passifs ainsi qu'aux coûts occasionnés par la mise en œuvre de la réglementation et de la numérisation. Ce tassement des marges n'est que partiellement compensé par la croissance du volume des fonds de la clientèle.

Dans l'hôtellerie et la restauration, les chiffres d'affaires sont supérieurs à ceux du trimestre précédent. Les hôtels comme les entreprises de restauration affichent une utilisation des capacités et des marges conformes aux valeurs habituelles.

Les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication font toujours preuve d'une activité florissante, dont témoignent des chiffres d'affaires en hausse et des marges normales. La transformation numérique et la cybersécurité sont des moteurs importants dans ce domaine d'activité. On observe une forte demande de prestations informatiques émanant de l'industrie, du secteur financier, mais aussi du secteur public.

L'évolution des chiffres d'affaires est toujours positive pour les bureaux d'ingénieurs et d'architectes ainsi que pour les sociétés fournissant des services relatifs aux bâtiments. Ces dernières font cependant état de marges comprimées en raison d'une concurrence très rude.

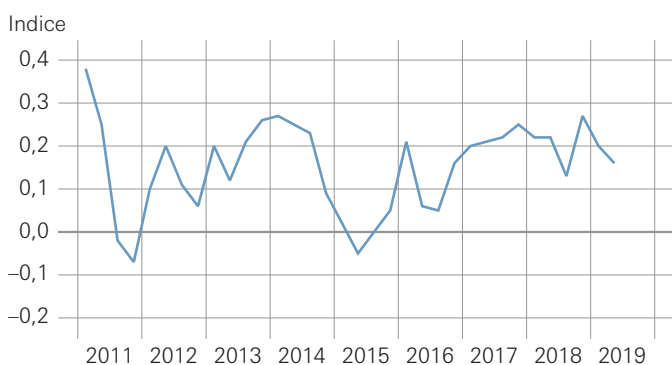
Dans l'industrie, la quasi-totalité des branches ont réalisé des chiffres d'affaires plus élevés qu'au trimestre précédent. Dans la branche pharmaceutique, chez les fabricants de matières plastiques et d'instruments de précision, dans l'industrie de transformation des métaux et dans la production d'énergie, la marche des affaires se révèle particulièrement dynamique. Dans la plupart des branches, l'utilisation des capacités de production est normale. Les entreprises de la construction de machines font figure d'exception. Après une baisse des commandes aux trimestres précédents, les fournisseurs de l'industrie automobile rattrapent leur retard. L'horlogerie fait état d'une évolution solide des affaires dans l'ensemble, mais présente de très grandes disparités. Les entreprises du secteur de l'énergie enregistrent des marges inférieures aux valeurs habituelles en dépit de chiffres d'affaires en hausse.

Dans la construction, la marche des affaires est dynamique. Les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières sont supérieurs à ceux du trimestre précédent et dépassent largement les valeurs enregistrées un an auparavant. Les capacités de production restent légèrement surutilisées. Cette évolution concerne tant le bâtiment que le génie civil et le second œuvre. En revanche, les marges sont toujours sous pression malgré des carnets de commande bien remplis. Pratiquement aucun signe ne laisse présager un ralentissement notable de l'activité dans la construction. Les réserves de travail sont même parfois nettement plus élevées qu'à l'accoutumée.

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

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

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE

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

Source: BNS.

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

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

Source: BNS.

Optimisme prédominant

Les interlocuteurs jugent toujours les perspectives commerciales favorables. Pour les deux prochains trimestres, ils tablent dans l'ensemble sur une légère augmentation des chiffres d'affaires en termes réels. Par rapport à l'année précédente, les attentes sont toutefois un peu plus modérées (voir graphique 3). Les interlocuteurs voient des chances dans la recherche de débouchés supplémentaires et le lancement de nouveaux produits. L'issue de la votation sur la fiscalité des entreprises explique en partie cette appréciation optimiste.

Les entreprises s'attendent 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).

L'utilisation satisfaisante des capacités et la faiblesse persistante des taux d'intérêt sont toujours favorables aux projets d'investissement. Dans les services comme dans l'industrie, les entreprises prévoient d'accroître légèrement les dépenses consacrées aux biens d'équipement et aux constructions au cours des douze prochains mois. La situation est toutefois extrêmement hétérogène entre les branches de ces secteurs. Comme aux trimestres précédents, un bon tiers des entreprises indiquent qu'un investissement dans les biens d'équipement leur permet d'élargir leurs capacités de production de façon ciblée.

Stabilité des anticipations de prix

Les interlocuteurs prévoient, pour les deux prochains mois, des prix d'achat et de vente pratiquement stables. Seuls les représentants de l'industrie anticipent encore une légère hausse des prix d'achat. La pression haussière sur les prix des matières premières et des produits en amont constatée jusqu'ici ainsi que la forte utilisation des capacités du côté des fournisseurs observée il y a peu ne sont plus perceptibles.

Nouvel accroissement des effectifs

Les interlocuteurs envisagent d'accroître encore les effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 5) en raison de la pénurie actuelle de personnel et des perspectives commerciales toujours favorables. Seuls quelques représentants du textile, du commerce et d'établissements financiers prévoient une réduction d'effectifs. Pour recruter des collaborateurs et les conserver, de nombreuses entreprises continuent d'accorder une grande importance à la formation interne et au maintien de leur attractivité en tant qu'employeur.

Masses salariales en légère hausse

Les hausses de salaire pour l'année 2019 s'établissent en moyenne à environ 1,2%. Près de 90% des entreprises interrogées ont accordé des augmentations de salaire. Les entreprises constatent que les prétentions salariales des candidats ont tendance à s'accroître.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

L'appréciation des risques à l'échelle internationale n'a guère évolué par rapport au trimestre précédent. Les interlocuteurs évoquent en premier lieu les obstacles au commerce et leurs éventuelles répercussions directes ou indirectes sur leur entreprise. Ils se disent avant tout préoccupés par le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine ainsi que par le Brexit. Les risques liés au niveau élevé de la dette publique et privée sont également cités.

En Suisse, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée reste la difficulté la plus fréquemment nommée. L'accord-cadre entre la Suisse et l'UE constitue un autre sujet d'inquiétude. Les interlocuteurs se réfèrent souvent à la situation sur le marché immobilier caractérisé par une activité continue dans la construction et le nombre déjà élevé de logements vacants dans certaines régions. Les risques qui pèsent sur le système de la prévoyance vieillesse en raison du niveau durablement bas des taux d'intérêt sont régulièrement cités eux aussi. Une nouvelle appréciation du franc figure parmi les risques signalés, mais les conditions de change actuelles sont jugées gérables. Le poids de la réglementation demeure un thème récurrent dans divers domaines.

La numérisation fait l'objet d'analyses approfondies dans grand nombre de branches. Tandis que la plupart des projets réalisés dans ce domaine portent déjà leurs fruits, des cas particuliers révèlent l'ampleur des risques stratégiques et financiers potentiels qui y sont liés.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

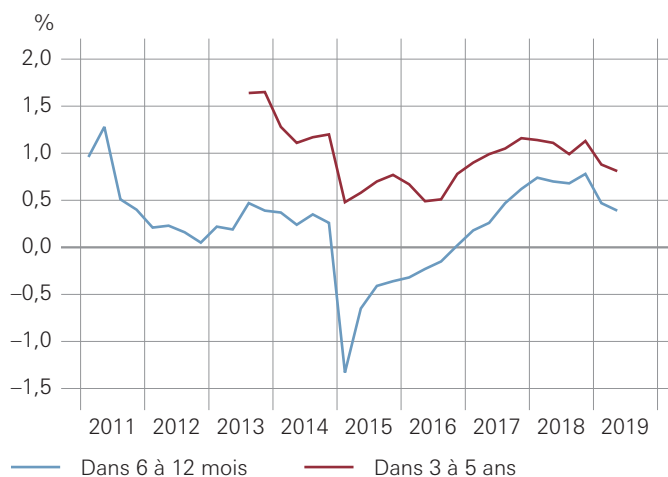
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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

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

Graphique 6

INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

Les anticipations d'inflation ont légèrement reculé, tant à court qu'à moyen terme. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,4% en moyenne, contre 0,5% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Celle attendue à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – s'inscrit à 0,8% en moyenne, contre 0,9% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique). Ce repli, amorcé depuis déjà quelques trimestres, reflète en premier lieu l'évaluation un peu plus prudente des perspectives économiques générales.

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

Interprétation des graphiques

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

Informations complémentaires

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

Chronique monétaire

La chronique monétaire porte sur le passé récent. Pour les événements plus reculés, se reporter aux communiqués de presse et aux rapports de gestion de la BNS sur www.snb.ch.

Lors de l'examen du 13 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangé le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Juin 2019

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

Lors de l'examen du 21 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Mars 2019

Lors de l'examen du 13 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Décembre 2018

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.

Septembre 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.

Juin 2018

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

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

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



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

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

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

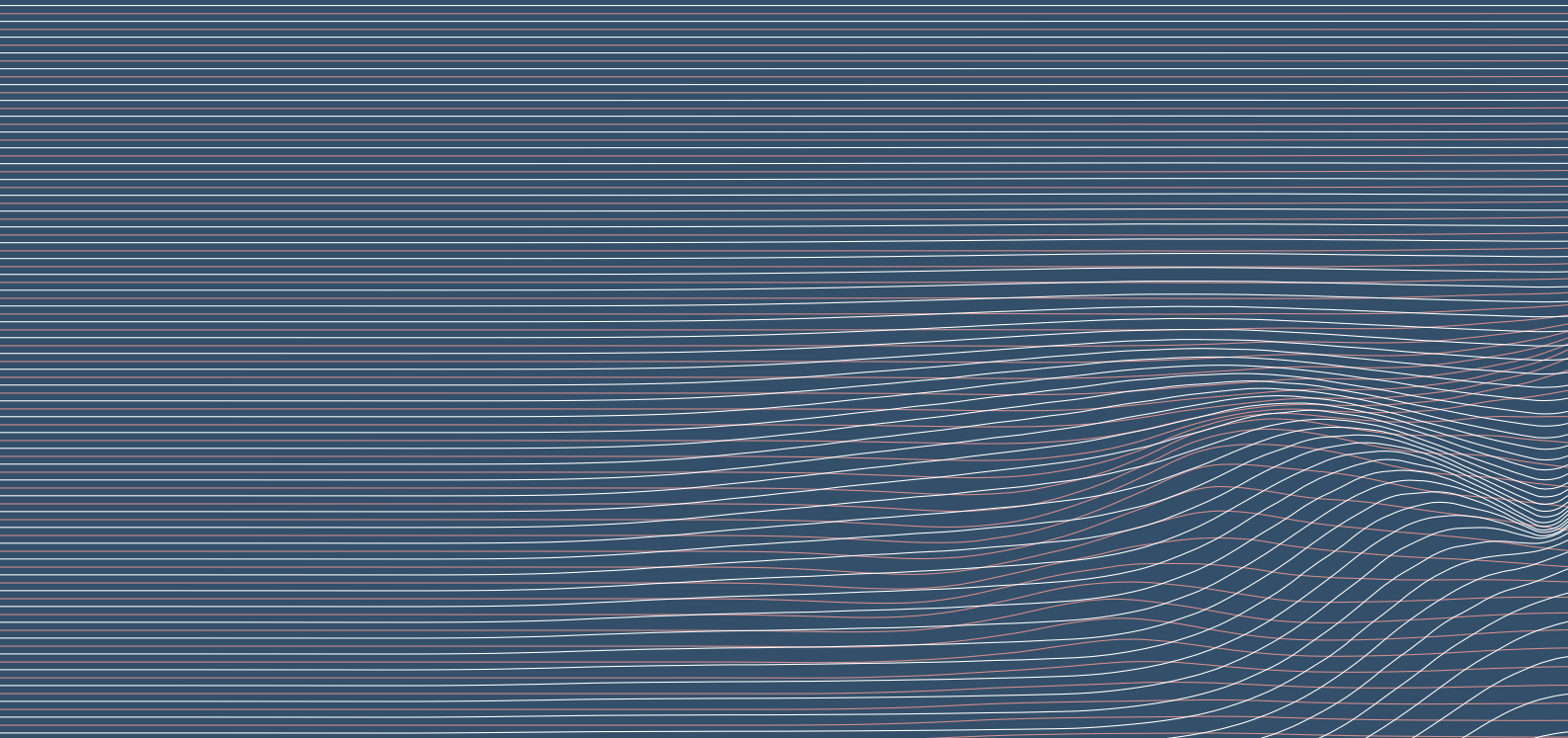
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2019



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

