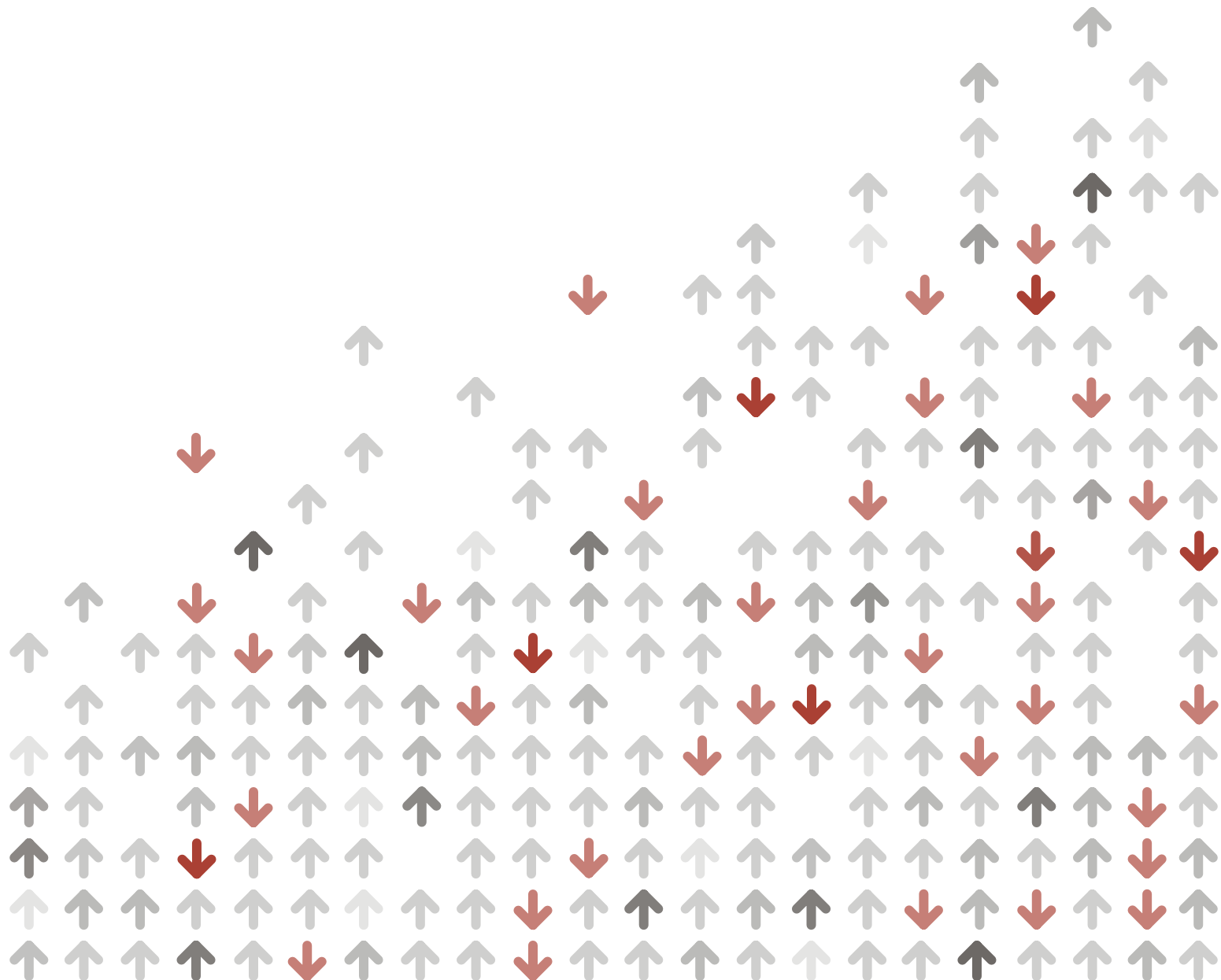




Hiver 2017/2018

Tendances conjoncturelles



Clôture de la rédaction

15 décembre 2017

Impressum

Les Tendances conjoncturelles sont publiées quatre fois par an sur Internet en format PDF et annexées, en version papier, aux numéros de mars, mai, août/septembre et novembre de La vie économique.

Secrétariat d'État à l'économie
Direction de la politique économique
Holzikofenweg 36
3003 Berne

tél. 058 462 42 27
fax 058 463 50 01

www.seco.admin.ch/tendances-conjoncturelles
www.seco.admin.ch/konjunkturtendenzen

Rédaction

Bachmann Andreas
Degen Katharina
Fischer Sarah
Indergand Ronald
Kemeny Felicitas
Pochon Vincent
Ragni Thomas
Schmidt Caroline
Wegmüller Philipp

Environnement international et monétaire

Économie mondiale

La forte reprise de l'économie, au niveau mondial, s'est poursuivie au 3^e trimestre. Dans la zone euro et aux États-Unis, le rythme de croissance a été aussi appuyé qu'au trimestre précédent. La Chine a connu une croissance robuste au 3^e trimestre tandis que, en Russie et au Brésil, la reprise a été inconstante. Au niveau mondial, depuis 2010, jamais la croissance économique n'a été aussi forte.

→ page 1

Cadre monétaire

Malgré la situation conjoncturelle positive, le renchérissement est plutôt modeste. La Fed et la Banque d'Angleterre ont récemment relevé les taux directeurs tandis que la politique monétaire de la zone euro reste placée sous le signe de l'expansionnisme. Les taux d'intérêt à long terme, de manière générale, ont stagné. Les indices boursiers ont augmenté, notamment aux États-Unis et au Japon. Le franc a continué de faiblir par rapport à l'euro. En valeur réelle pondérée, la monnaie helvétique a atteint, en novembre, un niveau plus faible qu'avant le choc du franc de janvier 2015.

→ page 6

Situation de l'économie suisse

Aperçu

L'économie suisse a connu, au 3^e trimestre, une croissance forte s'étayant de plus en plus largement sur ses différents secteurs. Il semble à présent que le choc du franc appartienne au passé. Des enquêtes sur le climat de consommation suggèrent que la reprise économique restera ferme.

→ page 15

Produit intérieur brut

Le PIB de la Suisse a augmenté de 0,6 % au 3^e trimestre. Outre l'industrie manufacturière, de nombreux secteurs des services ont continué de se développer. Côté dépense, également, la croissance du PIB a été largement étayée au 3^e trimestre.

→ page 16

Marché du travail

La croissance de l'emploi, au 3^e trimestre, a été un peu plus forte que durant les trimestres précédents. Le nombre des chômeurs a continué de reculer.

→ page 26

Prix

L'inflation s'est hissée à une valeur de 0,8 % en novembre sous l'effet, notamment, de la dépréciation du franc et, par conséquent, de la hausse des prix à l'importation.

→ page 28

Prévisions conjoncturelles

Situation générale

Les perspectives de l'économie mondiale, pour 2018 et 2019, sont très prometteuses, ce qui profite au commerce extérieur de la Suisse.

→ page 30

Prévisions pour la Suisse

Compte tenu de la tiédeur du premier semestre, le Groupe d'experts de la Confédération table sur une croissance du PIB de l'ordre de 1,0 % en 2017. Sous l'effet d'une puissante reprise conjoncturelle, le PIB devrait connaître une hausse forte de 2,3 % en 2018 et de 2,0 % en 2019. En conséquence, le chômage devrait encore diminuer jusqu'à un plancher de 2,9 % en 2018 et de 2,8 % en 2019.

→ page 32

Risques

Considérées sous l'angle des risques et des chances, les perspectives de l'économie mondiale, à court terme, apparaissent équilibrées. D'une part, la reprise pourrait être encore plus forte et durable que prévu ; de l'autre, l'incertitude persiste sur le plan géopolitique. À moyen terme, les niveaux d'endettement élevés et la forte valorisation des actions sont une menace importante.

→ page 33

Encadré : Essor économique et enjeux structurels en Italie

Depuis la crise financière, l'Italie a connu un développement économique catastrophique. Ce pays voisin qui compte parmi les plus importants partenaires commerciaux de la Suisse se remet vigoureusement de la crise depuis plusieurs trimestres. Les enjeux restent toutefois importants, que ce soit au niveau des finances publiques et du secteur bancaire ou sur le marché du travail.

→ Page 12

Environnement international et monétaire

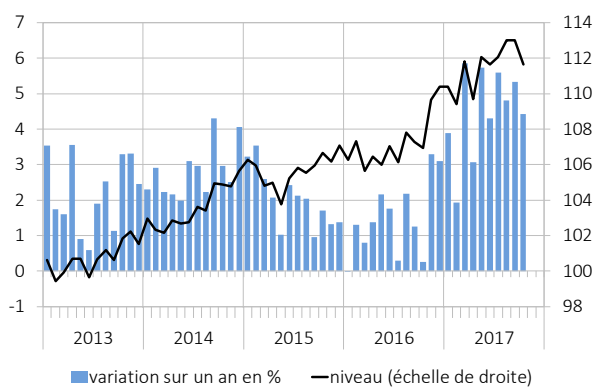
Économie mondiale

La puissante reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie au 3^e trimestre. Dans les principaux pays industrialisés, la situation conjoncturelle est très prometteuse. Les États-Unis, la zone euro et le Japon continuent d'enregistrer une forte croissance ; au Royaume-Uni, de premiers effets négatifs du Brexit se font sentir. Dans l'ensemble, les grands pays émergents laissent entrevoir des signaux positifs bien que le tableau présente une certaine hétérogénéité. Le 3^e trimestre a été une période de croissance solide pour la Chine, mais l'on s'attend toujours à un fléchissement en ce qui concerne ce pays en pleine mutation structurelle. Au Brésil et en Russie, la reprise est en dents de scie. En Inde, la démonétisation décriée récemment a freiné la croissance.

La forte reprise se poursuit

graphique 1 : Commerce mondiale

valeurs réelles, désaisonnalisées ;
niveau : 1^{er} trimestre 2013 = 100



source : CPB Netherlands

Ainsi, pour la première fois depuis plusieurs années, presque toutes les économies nationales prééminentes se trouvent simultanément en expansion. Soutenue par la consommation, mais aussi par une intense activité d'investissement, la croissance mondiale n'a jamais été si forte depuis 2010. Il s'ensuit que le commerce mondial,

après avoir faiblement évolué entre 2015 et 2016, a connu un essor remarquable (graphique 1).

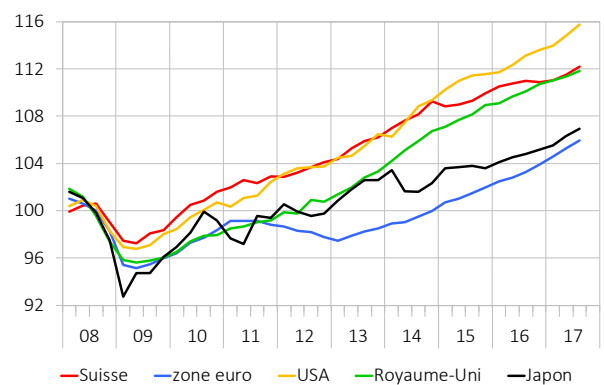
États-Unis

Aux États-Unis, la croissance du PIB, au 3^e trimestre 2017, a poursuivi sur la forte lancée du trimestre précédent (+0,8 % ; graphique 2).¹ Elle n'a guère été affectée, en fin de compte, par les deux puissants ouragans survenus en septembre dernier. Il en résulte que l'économie des États-Unis croît de manière ininterrompue depuis quatorze mois ; hormis deux trimestres épars marqués par des résultats négatifs, la reprise suit son cours depuis la crise financière et économique de 2009 et aucun signe ne laisse présager un ralentissement imminent de cette dynamique.

Le PIB croît à nouveau fortement

graphique 2 : Produit intérieur brut, divers pays

valeurs réelles, désaisonnalisées ; moyenne 2008 = 100



sources : SECO, Eurostat, BEA, ONS, Cabinet Office

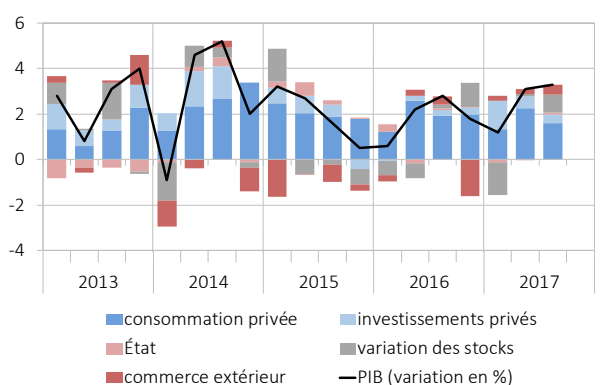
Au 3^e trimestre, la demande finale indigène des États-Unis a connu une croissance un peu plus faible qu'aux trimestres précédents. Mais ce fait a été largement compensé par des contributions plus fortes en provenance de l'étranger et induites par la variation des stocks (graphique 3). La principale contribution à la croissance du PIB a été celle de la consommation privée. Les dépenses

¹ Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se réfèrent, pour tous les pays, aux taux de croissance non annualisés par rapport au trimestre précédent des séries réelles et désaisonnalisées ainsi que, pour le marché du travail, aux données désaisonnalisées.

des ménages, qui ont particulièrement augmenté en ce qui concerne les biens durables, ont été dopées par des circonstances particulières liées aux achats d'automobiles : selon les estimations de l'industrie, près de 700 000 véhicules automobiles auraient été détruits par les ouragans de 2017, un chiffre qui représente environ un tiers des acquisitions mensuelles de véhicules aux États-Unis. Les achats de remplacement correspondants sont particulièrement frappants dans les chiffres de vente de septembre.

graphique 3 : États-Unis, PIB et composantes de la demande

valeurs réelles, désaisonnalisées, variations trimestrielles annualisées ; contributions des composantes en points de pourcentage



source : BEA

Le dynamisme des investissements privés s'est quelque peu amoindri au 3^e trimestre, bien que la situation considérée secteur par secteur soit hétérogène. Les investissements dans la construction industrielle ont sensiblement fléchi, à cause, notamment, de l'industrie extractive : après deux trimestres de croissance à deux chiffres, les investissements dans l'exploration de matières premières n'ont progressé que d'environ 5 % (graphique 4). En conséquence, la production minière n'a guère augmenté en été et le nombre de puits de pétrole actifs s'est stabilisé (voir graphique 12 en page 6). Une forte impulsion de cette industrie n'est à prévoir que si la hausse des prix du pétrole se poursuit.

En revanche, la croissance des investissements en biens d'équipement, qui s'est encore accélérée au 3^e trimestre, laisse présager un essor imminent de l'industrie manufacturière, ce que viennent confirmer également d'autres indicateurs tels que l'indice PMI et l'indice des entrées de commandes.

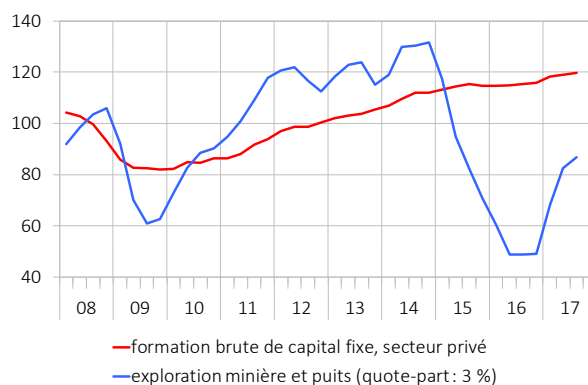
Le marché du travail, aux États-Unis, est en très bonne forme. La croissance de l'emploi s'est poursuivie sur une forte lancée jusqu'en novembre. Depuis le début de 2017, environ 174 000 emplois supplémentaires ont été

créés chaque mois, ce qui se traduit par une augmentation mensuelle de l'emploi de l'ordre de 0,1 %. En outre, le nombre de postes vacants s'est maintenu, depuis juin, au niveau record d'environ 6 millions et les entreprises sont de plus en plus confrontées à des difficultés de recrutement. Le taux de chômage a continué de reculer, jusqu'à une valeur de 4,1 % (graphique 5). Depuis l'an 2000, jamais un niveau aussi faible n'avait été atteint. La tendance à la baisse des nouvelles inscriptions au chômage, indicateurs précurseurs de la conjoncture aux États-Unis, s'est également poursuivie.

États-Unis : le marché du travail au sommet de son cycle

graphique 4 : États-Unis, formation brute de capital fixe dans le secteur privé

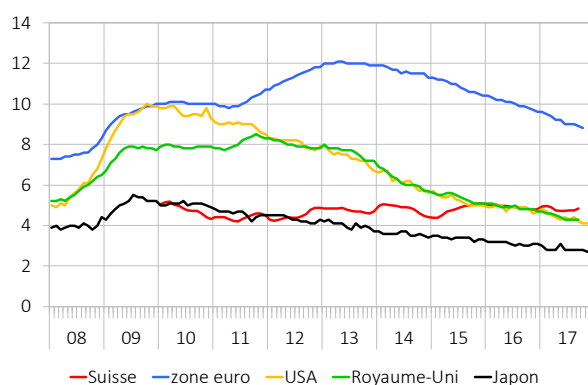
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne 2008 = 100 ; entre parenthèses, quote-part au 1^{er} trimestre 2017



source : BEA

graphique 5 : Chômage, divers pays

taux au sens du BIT, en %, corrigé des influences saisonnières



sources : OFS (SECO : désaisonnalisation), Eurostat, USBL, MIC

Zone euro

Avec une croissance du PIB de l'ordre de 0,6 % au 3^e trimestre, dans la zone euro, la forte tendance à la hausse qui s'est dessinée aux trimestres précédents s'est poursuivie (graphique 2). Côté dépense, la croissance a été largement étayée (graphique 6). Les principales impul-

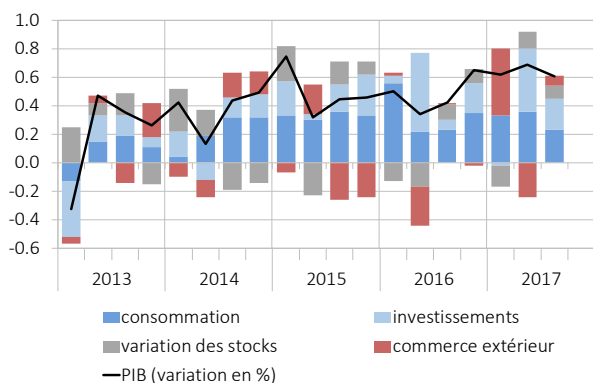
sions à la croissance ont été le fait de la demande intérieure : la consommation comme les investissements ont solidement progressé, bien qu'à un rythme un peu moins soutenu qu'au trimestre précédent. La reprise continue du marché du travail et le climat de consommation extrêmement positif ont nourri les dépenses de consommation privée. L'environnement économique globalement positif et l'élimination de certains risques jusque-là préoccupants (p. ex. les scrutins favorables à l'Europe, en France et aux Pays-Bas, ainsi que la croissance stable que connaît la Chine) sont probablement les principaux motifs du renforcement de l'activité d'investissement.

La reprise s'est maintenant étendue à presque tous les pays de la zone euro. **L'Allemagne** est en plein essor économique. Après un premier semestre déjà fort, la croissance du PIB s'est encore accélérée au 3^e trimestre, atteignant 0,8 % (graphique 7). Cette évolution a été profitable à toute l'économie, au même titre que les impulsions à la croissance largement étayées du côté de la demande. La reprise n'a même pas été affectée par l'incertitude qui a entouré la constitution du nouveau gouvernement, après la dernière élection du Bundestag. En **Espagne**, la croissance économique n'a nullement souffert des événements politiques, tout au moins jusqu'au 3^e trimestre. Malgré la crise constitutionnelle en Catalogne, la croissance du PIB a atteint 0,8 %, poursuivant ainsi sur la forte lancée du premier semestre. La **France** et **l'Italie**² affichant respectivement 0,5 % et 0,4 % au 3^e trimestre, les deux pays ont réussi à maintenir le rythme de croissance engagé aux deux trimestres précédents et semblent ainsi avoir pris, eux aussi, le chemin de la reprise.

Une croissance
largement étayée dans la
zone monétaire

graphique 6 : Zone euro, PIB et composantes de la demande

valeurs réelles, désaisonnalisées, variation trimestrielle ; contribution des composantes en points de pourcentage



source : Eurostat

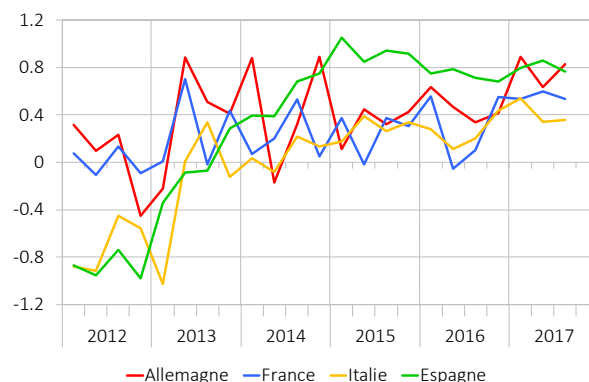
Conformément à l'évolution du PIB dans la zone euro, la situation sur le marché du travail continue de s'améliorer. En octobre 2017, le taux de chômage s'établissait à 8,8 %, soit un pourcent de moins qu'une année auparavant (graphique 5). Cette baisse est largement répartie dans les différents groupes de population, que ce soit en âge ou en sexe. Quant au chômage de longue durée, la tendance à la baisse qui s'est dessinée jusqu'ici se poursuit. D'autres statistiques du marché du travail viennent confirmer cette observation. En effet, l'emploi a encore augmenté de 0,4 % au 3^e trimestre ; dès lors, le taux d'emploi n'est plus que d'environ 1 % inférieur au niveau qui était le sien avant la crise économique de 2009.

Le marché du travail se
porte de mieux en mieux

À l'intérieur de la zone euro, la situation sur le marché du travail reste cependant très disparate : l'Allemagne a connu un taux de chômage de 3,6 % en octobre tandis que l'Espagne et la Grèce, les deux pays affichant les taux les plus élevés, ont atteint respectivement 16,7 % et 20,6 %. En conséquence, le marché du travail, dans certaines parties de l'union monétaire, reste sous-exploité et présente un potentiel de rattrapage considérable.

graphique 7 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles, désaisonnalisées, croissance en % par rapport au trimestre précédent

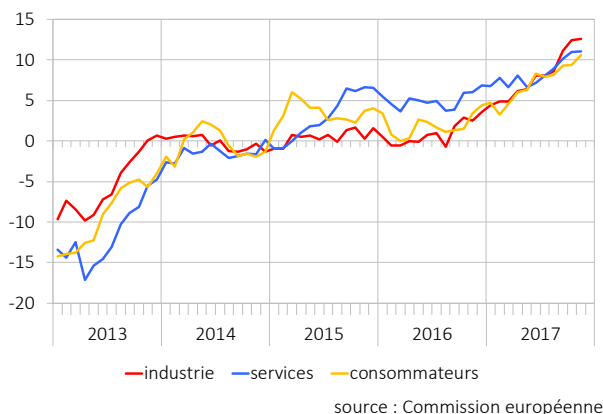


source : Eurostat

Étant donné la situation conjoncturelle positive, les indicateurs de confiance ne connaissent qu'une seule tendance : ascendante. À la faveur du climat de consommation et de l'optimisme des entreprises, l'indicateur de confiance (ESI) a atteint un niveau inégalé depuis l'an 2000 (graphique 8). D'autres indicateurs tels que l'indice PMI de l'industrie et du secteur des services signalent également une poursuite de la croissance.

² Lire aussi l'encadré : Essor économique et enjeux structurels en Italie, p. 12 sqq.

graphique 8 : Zone euro, indicateurs de confiance (ESI)
composantes de l'ESI (Economic Sentiment Indicator), soldes ; indices désaisonnalisés, corrigés de la valeur moyenne



Royaume-Uni

Après deux premiers trimestres médiocres, qui se sont soldés par une croissance de 0,3 %, l'économie du Royaume-Uni a connu, au 3^e trimestre, une légère accélération qui lui a permis d'atteindre 0,4 % (graphique 2). Côté demande, la croissance a été soutenue par un développement étonnamment fort de la consommation privée. Toutefois, l'accélération qu'a connue la croissance de la consommation privée est probablement due en grande partie à l'influence de circonstances particulières, à savoir l'augmentation de la taxe sur les véhicules automobiles, au 2^e trimestre. À titre de tendance sous-jacente, l'inflation qui résulte du taux de change, conjuguée à l'évolution modeste des salaires, continue d'inhiber la croissance de la consommation. Pourtant, le marché du travail apparaît globalement en bonne forme et le taux de chômage est à son niveau le plus bas depuis le milieu des années 70 (graphique 5).

Les investissements des entreprises, en revanche, ont pratiquement stagné au 3^e trimestre. Les effets de l'incertitude persistante quant aux négociations liées au Brexit semblent maintenant se concrétiser. Selon la Banque centrale britannique, les intentions d'investissement se sont sensiblement atténuées, surtout dans le secteur des services axés sur la consommation.³

Japon

L'économie japonaise se maintient sur un chemin d'expansion. De 0,6 % au 3^e trimestre, la croissance du PIB a été pratiquement la même qu'au trimestre précédent (graphique 2), surpassant ainsi nettement le potentiel de croissance. Il s'agit, en outre, du septième trimestre consécutif affichant un résultat positif, soit une série rela-

vement importante en comparaison historique. La demande intérieure, au 3^e trimestre, ne s'est toutefois pas maintenue au niveau particulièrement élevé enregistré au trimestre précédent. Bien que les entreprises aient encore intensifié leurs investissements, la consommation privée a fortement diminué dans le contexte persistant d'une faible évolution des salaires. Corrélativement, les importations ont nettement reculé. Parallèlement, l'industrie d'exportation a pu profiter de la faiblesse du yen et de développements économiques positifs chez ses partenaires commerciaux. En fin de compte, la hausse des exportations et la réduction des importations se sont traduites par une contribution extérieure nettement positive qui a été largement déterminante dans la croissance du PIB.

L'économie japonaise en pleine expansion

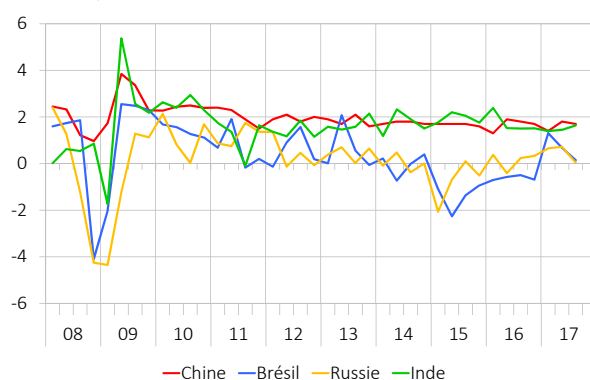
Chine

Au 3^e trimestre, l'économie chinoise a de nouveau affiché une croissance solide, de 1,7 % en rythme trimestriel (graphique 9). L'évolution observée jusqu'ici, pour ce qui est de 2017, est donc plus positive que prévu et proroge l'hypothèse du « soft-landing ». La production industrielle et l'activité d'investissement restent des moteurs de croissance importants, mais avec un peu moins de dynamisme qu'il y a un an. Dans ses efforts en vue d'endiguer la croissance du crédit, le gouvernement a considérablement réduit ses dépenses en matière d'infrastructure et autres investissements publics.

La Chine crée la surprise avec une croissance forte

graphique 9 : PIB, pays du groupe BRIC

valeurs réelles désaisonnalisées ; variation en % par rapport au trimestre précédent



sources : CBNS, IBGE, Rosstat, MoS&PI, SECO (désaisonnalisation de la Russie et de l'Inde)

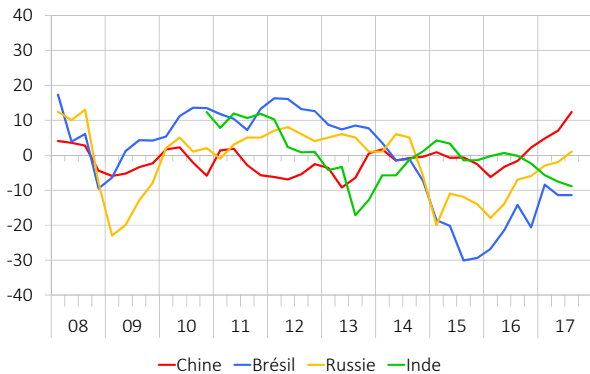
Sous l'effet de la mutation structurelle, la consommation privée joue un rôle de plus en plus important dans la croissance de la Chine. Au 3^e trimestre, les chiffres d'af-

³³ Bank of England, Agents' summary of business conditions - 2017 Q3, www.bankofengland.co.uk.

fares du commerce de détail ont en effet connu une augmentation de 0,9 % en évolution trimestrielle. Grâce aux perspectives prometteuses du marché du travail, à la hausse des salaires et à un meilleur accès aux produits étrangers, le climat de consommation a affiché le niveau le plus élevé de ces dix dernières années (graphique 10).

graphique 10 : Climat de consommation, pays du groupe BRIC

valeurs totales désaisonnalisées, déviation par rapport à la moyenne à long terme



sources : CNBS, Getulio Vargas Foundation, GOSKOMSTAT, RBI

D'autres indicateurs de confiance viennent confirmer ce tableau. L'indice PMI de l'industrie publié par le groupe privé Caixin indiquait 50,8 points en novembre, soit une valeur supérieure au seuil de croissance, tout comme l'indice PMI du gouvernement, qui indiquait 51,8 %.

Autres pays émergents

Au Brésil, la croissance s'est notablement ralentie (0,1 % au 3^e trimestre (graphique 9)). Une lourde incertitude politique pèse à nouveau sur la reprise qui a fait suite à une récession de deux ans. Malgré ce bémol affaiblissant le dynamisme affiché durant le premier semestre, plusieurs développements positifs sont à relever. L'inflation est passée en dessous de la barre des 2 %. Les ménages bénéficient ainsi de la hausse des revenus réels, ce qui promeut la consommation privée. Bien que le climat de consommation soit encore en dessous de la moyenne à long terme, il s'est toutefois considérablement embelli depuis

mi-2015. La diminution des taux d'inflation a également permis à la banque centrale d'abaisser le taux directeur – ramené d'une valeur de plus de 14 % à 7,5 % – stimulant ainsi l'activité d'investissement. Une première hausse de la formation brute de capital fixe, de l'ordre de 1,6 %, a été enregistrée au 3^e trimestre 2017 après une série noire de quinze trimestres négatifs.

En Russie également, la reprise reste très instable. Un premier semestre fort a été suivi d'une croissance zéro au 3^e trimestre.⁴ Un faible développement a surtout été enregistré dans le secteur de l'industrie. Néanmoins, les consommateurs et les entreprises se montrent confiants quant au développement économique.

Reprise chancelante au Brésil et en Russie

Affichant 56,3 points en novembre, l'indice PMI était alors largement en phase positive, le climat de consommation n'ayant jamais été aussi favorable au cours des trois dernières années (graphique 10). La reprise a par ailleurs été soutenue par des projets d'infrastructures gouvernementaux. Outre un nouveau gazoduc vers la Chine, des investissements sont réalisés dans l'infrastructure des sites de la Coupe du Monde de la FIFA 2018.

En Inde, pour ce qui est du premier semestre, la croissance est restée en-deçà des attentes. La démonétisation mise en œuvre en novembre 2016, suivie de l'introduction d'un nouveau système fiscal, s'est rapidement soldée par un ralentissement économique. Par rapport aux trimestres qui ont précédé, une légère accélération de la croissance s'est dessinée au 3^e trimestre de 2017. Mais les réformes ne sont pas passées sans marquer la population. Le climat de consommation, qui s'est détérioré depuis fin 2016, atteint des niveaux plus faibles que jamais depuis mi-2013. À moyen terme, les réformes devraient toutefois renforcer les activités entrepreneuriales et favoriser le développement de l'économie indienne en lui conférant davantage de stabilité.

⁴ Désaisonnalisation effectuée par le SECO, car seules des données non désaisonnalisées sont disponibles dans les sources officielles.

Cadre monétaire

Dans le contexte du renforcement de l'économie mondiale, les prix des métaux industriels se sont récemment stabilisés à un niveau élevé et le prix du pétrole a continué d'augmenter. Néanmoins, le développement global de l'inflation reste modéré, sauf au Royaume-Uni, où l'inflation a largement dépassé le niveau cible.

Vu la faiblesse des taux d'inflation sous-jacente, les banques centrales de la Suisse, de la zone euro et du Japon ont maintenu les taux directeurs à un niveau historiquement bas. Aux États-Unis, par contre, la normalisation de la politique monétaire se poursuit. Au Royaume-Uni, la banque centrale a également décidé de relever les taux d'intérêt.

Compte tenu des anticipations de taux d'intérêt et de perspectives d'inflation relativement modestes, les taux d'intérêt à long terme se sont maintenus à bas niveau dans de nombreux pays industrialisés. Les placements en actions restent intéressants. Au Japon, le marché des actions culmine à des niveaux sans précédent depuis 26 ans. Aux États-Unis, la tendance à la hausse se poursuit sans relâche.

À la mi-décembre, le franc suisse s'est affaibli par rapport à l'euro et aux autres devises importantes. En novembre, sa valeur réelle pondérée était plus faible encore qu'avant l'abandon du taux plancher prononcé en janvier 2015.

Prix des matières premières

Au cours des trois derniers mois, les prix des matières premières ont indiqué une tendance générale à la hausse. Le prix du pétrole, qui avait été soumis à une pression croissante jusqu'à l'été en raison de stocks élevés et de l'accroissement de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, a de nouveau sensiblement augmenté au second semestre, à tel point que le prix du baril de brut, au début de décembre, se montait à 63 dollars US, soit le même prix qu'en juin 2015. Cette reprise peut s'expliquer par divers facteurs, aussi bien du côté de l'offre que de la demande.

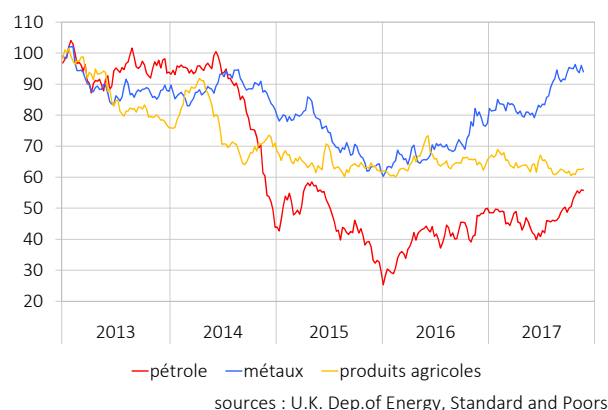
D'une part, la demande a globalement continué d'augmenter sous l'effet de la reprise conjoncturelle mondiale ; d'autre part le développement de l'offre est resté inférieur à la moyenne depuis l'été. Afin de stabiliser le prix du pétrole, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et dix autres pays exportateurs de pétrole

étaient convenus, en décembre 2016, d'une réduction de la production pétrolière, accord qui a été prolongé en mai 2017. Depuis l'été qui a suivi, les exigences de l'accord, qui entre-temps ont été nettement assouplies, ont été réajustées. En outre, certains pays de l'OPEP (notamment l'Arabie saoudite) ainsi que la Russie ont limité leur extraction dans une mesure plus importante que prévu. Par ailleurs, depuis juin, les producteurs de pétrole de schiste, aux États-Unis, ont cessé d'augmenter le nombre de puits en activité, qui avait plus que doublé durant les douze mois précédents (graphique 12). Ces faits ont également eu un impact positif sur l'évolution des prix. Dans le but de soutenir davantage les prix, l'OPEP a renouvelé jusqu'à la fin de 2018 son accord sur la réduction des quantités d'extraction.

L'inflation augmente légèrement mais reste modérée

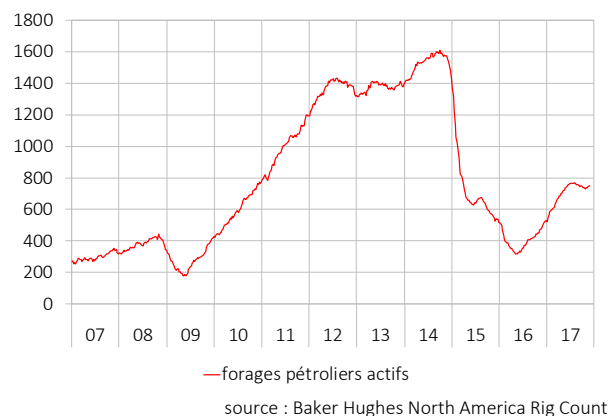
graphique 11 : Prix des matières premières

prix en dollars US, moyenne janvier 2013 = 100



graphique 12 : Production de pétrole de schiste

Nombre de forages pétroliers actifs en Amérique du Nord



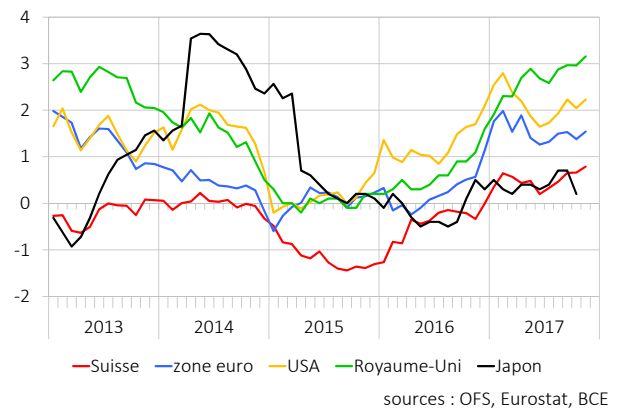
Inflation

Malgré la reprise de plus en plus forte au niveau mondial, le renchérissement global reste modéré. Tout compte fait, les taux d'inflation ont légèrement augmenté jusqu'en novembre, ce qui a principalement résulté de la hausse des prix du pétrole. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est faiblement développée dans de nombreux pays. En novembre, sur les marchés internationaux, un baril de brut coûtait en moyenne 40 % plus cher qu'il y a un an, ce qui tient notamment à la récente envolée des prix du pétrole et qui s'est naturellement traduit par une hausse de l'inflation. Entre août et novembre, aussi bien les États-Unis que le Royaume-Uni et la Suisse ont enregistré une hausse des taux d'inflation allant jusqu'à 0,3 point de pourcentage (graphique 13). Dans la zone euro, en revanche, l'inflation n'était pas plus élevée en novembre qu'en août : la hausse des prix du pétrole a été compensée par l'effet modérateur de l'appréciation de l'euro.

Les écarts entre les taux d'inflation des différents pays demeurent. Au Royaume-Uni, l'inflation s'est établie à 3,1 % en novembre, son plus haut niveau depuis mars 2012, bien au-dessus de l'objectif de 2 % défini par la Banque d'Angleterre. Aux États-Unis, l'inflation atteint désormais des niveaux légèrement supérieurs à 2 % tandis que, dans la zone euro, le renchérissement se maintient à hauteur de 1,5 %. En Suisse et au Japon, par contre, les taux d'inflation restent inférieurs à 1 %. Tandis que, en Suisse, une hausse progressive s'est dessinée au cours des derniers mois (v. page 28 sqq.), le taux, au Japon, a chuté de 0,7 % en septembre à 0,2 % en octobre. Cette rupture a été causée par une forte baisse des prix des produits frais et saisonniers. La cible de la Banque du Japon en matière d'inflation sous-jacente – qui excepte non seulement les produits frais et saisonniers, mais également les produits énergétiques – a été maintenue à 0,2 % en octobre.

Dans la zone euro, le renchérissement est passé de 1,5 % en août 2017 à 1,4 % en octobre, avant de revenir à 1,5 % en novembre. L'inflation sous-jacente, qui exclut de ses composantes les produits énergétiques, les denrées alimentaires et l'alcool, est passée de 1,2 % en août à 0,9 % en octobre et novembre. Cette baisse est probablement due, en premier lieu, à la forte appréciation de l'euro depuis l'été et, par conséquent, à la diminution des prix des biens et services importés qui sont exprimés dans cette devise. Les perspectives d'inflation demeurent plutôt modestes pour la zone euro, du moins à court terme. Alors que la reprise, particulièrement dynamique, devrait soutenir le renchérissement à moyen terme, l'appréciation de l'euro pourrait encore avoir un effet inhibiteur dans les mois à venir.

graphique 13 : Inflation, divers pays
variation en évolution annuelle (en %)



Aux États-Unis, l'inflation dessine une tendance ascendante depuis le mois d'août. Mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation, elle est passée, en comparaison annuelle, de 1,9 % en août à 2,2 % en novembre. Cette augmentation est principalement imputable à la hausse des prix du pétrole. Si l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits énergétiques et les denrées alimentaires, est passée de 1,7 % en août à 1,8 % en octobre, elle est toutefois revenue à 1,7 % en novembre. Ce taux, qui reste relativement bas, est consécutif, du moins en partie, à des circonstances particulières (p. ex. les réductions tarifaires de mars 2017, dans le domaine de la téléphonie mobile) qui ne seront plus à l'ordre du jour au premier semestre de 2018. Mais l'inflation sous-jacente devrait toutefois augmenter au cours des prochains mois, notamment en raison de l'augmentation constante du taux d'occupation sur le marché du travail, qui devrait tôt ou tard se traduire par une hausse des salaires.

Politique monétaire

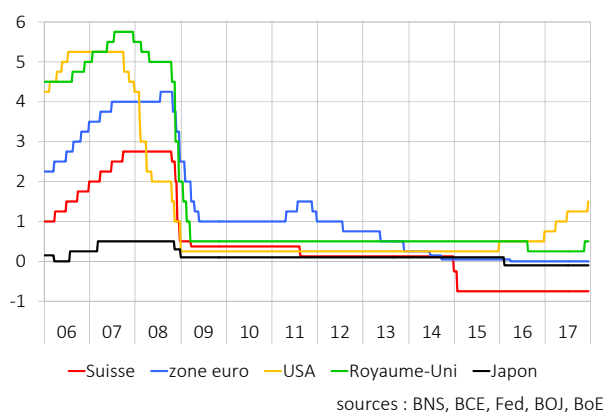
Au quatrième trimestre de 2017, les différences de politique monétaire entre les principales zones monétaires se sont encore accentuées. La Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé les taux directeurs pour la troisième fois depuis le début de 2017 et la Banque d'Angleterre en a fait de même pour la première fois depuis plus de dix ans.

En revanche, la Banque nationale suisse (BNS), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont maintenu leur politique monétaire très expansive (graphique 14). Leurs taux directeurs restent historiquement bas. Or, les mesures non conventionnelles que sont les interventions sur le marché des devises, les achats d'obligations et le pilotage des taux d'intérêt à long terme continuent de faire partie des instruments de politique monétaire. Tenant à des conditions et circonstances propres à chaque pays, liées à l'état d'avancement de leur cycle

économique aussi bien qu'à leur inflation, ces divergences en matière de politique monétaire devraient encore s'accroître en 2018. Aux États-Unis, d'autres relèvements de taux sont prévus ; et au Royaume-Uni, de telles mesures ne sont, à tout le moins, pas exclues. Quant à la politique expansive pratiquée en Suisse, dans la zone euro et au Japon, celle-ci devrait être maintenue, du moins à court terme.

La BCE poursuit ses achats d'obligations

graphique 14 : Taux d'intérêt de référence
en %



Comme prévu, la **Fed** a relevé le taux directeur de 25 points de base, établissant ainsi une marge de fluctuation de 1,25 % à 1,5 % en décembre. L'inflation ayant eu tendance à baisser en 2017, elle n'a pas atteint l'objectif de 2 %. Mais la situation positive sur le marché du travail et la robustesse de la croissance économique ont néanmoins permis de remplir les conditions d'un troisième relèvement des taux d'intérêt en 2017. De manière générale, le développement des taux d'intérêt a été conforme à ce qui avait été annoncé à fin 2016 par les membres du comité de politique monétaire de la Fed. La Réserve fédérale américaine a réussi, jusqu'ici, à esquisser le scénario de sortie probable de la politique des faibles taux d'intérêt. Selon ses prévisions, le marché du travail restera fort et l'inflation se rapprochera de la cible. Pour 2018, trois relèvements des taux sont d'ores et déjà annoncés.

La Fed relève encore les taux directeurs

La politique monétaire de la **BCE** reste très expansive. Les taux directeurs sont maintenus tels quels et resteront longtemps encore à un très bas niveau. Seul le stimulus de politique monétaire par le biais des achats massifs d'obligations est quelque peu réduit. Les achats se poursuivront au moins jusqu'en septembre 2018, mais le volume a été réduit de moitié, soit à 30 milliards d'euros par mois. Bien que les perspectives conjoncturelles dans la zone euro aient été revues considérablement à la

hausse, les impulsions en matière de politique monétaire restent nécessaires, du point de vue de la BCE, pour permettre à l'inflation, toujours médiocre, de se rapprocher de la valeur cible. Selon les dernières prévisions d'inflation, le renchérissement ne devrait s'élever qu'à 1,7 % d'ici à 2020. Il n'y a donc pas lieu de s'attendre à un durcissement imminent en matière de politique monétaire.

La politique monétaire reste expansive en Suisse également. Dans son évaluation de décembre, la **BNS** a confirmé le taux d'intérêt négatif de 0,75 % ainsi que sa disposition à intervenir, au besoin, sur le marché des devises. Bien que le franc se soit encore déprécié, il reste « à un niveau élevé » selon les termes de la Banque nationale. Malgré l'amélioration des perspectives économiques, la prévision d'inflation conditionnelle n'indique une hausse qu'à court terme. À moyen terme, les perspectives de renchérissement sont plutôt mitigées. En supposant que la politique monétaire reste expansive, l'objectif de 2 %, en matière d'inflation, ne devrait pas être atteint avant le second semestre de 2020. Il n'y a donc pas lieu de s'attendre à un durcissement imminent en matière de politique monétaire.

La BNS maintient les taux négatifs et intervient au besoin sur le marché des changes

C'est une situation tout à fait différente que connaît la **Banque d'Angleterre** (BoE). D'une part, le taux d'inflation a grimpé à plus de 3 % et dépasse donc largement la valeur cible de 2 % ; d'autre part, le taux de chômage s'est réduit à un niveau sans précédent depuis plus de 40 ans. En novembre, la banque centrale a par conséquent relevé de 25 points de base le taux directeur, le ramenant à 0,5 %. Si la croissance économique a finalement été modérée, cela tient probablement davantage à la faiblesse du potentiel de croissance qu'à des facteurs conjoncturels. À cet égard, la marge de manœuvre, en matière de politique monétaire, est limitée. La BoE ne peut pas se soustraire aux ajustements structurels nécessités par le Brexit, mais elle s'efforce de soutenir transitoirement l'activité économique et le marché du travail. En dépit d'une inflation élevée, il ne faut donc s'attendre qu'à des hausses graduelles dans les années à venir.

La Banque d'Angleterre relève le taux directeur

Au Japon, la politique monétaire reste placée sous le signe de l'expansionnisme. La **Banque du Japon** maintient à -0,1 % le taux directeur à court terme. La valeur cible des obligations d'État à long terme demeure approximativement à 0 % et le programme d'achat d'obligations se poursuit. Bien que l'économie japonaise surpasse son potentiel depuis quelque temps déjà et que le chômage soit

tombé à un niveau sans précédent depuis le début des années 90, les taux de renchérissement demeurent faibles. Abstraction faite des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, le renchérissement est pratiquement nul. Sous cet angle, la poursuite d'une politique monétaire expansive semble toujours appropriée. La croissance ayant été supérieure au potentiel durant plusieurs trimestres, l'écart de production est probablement positif, raison pour laquelle les prix, à moyen terme, devraient encore augmenter. Les déclarations récentes du gouverneur de la BoJ suggèrent que la valeur cible des taux d'intérêt pourrait être relevée à moyen terme.

La Banque centrale du Japon maintient sa politique expansive

Marchés des capitaux

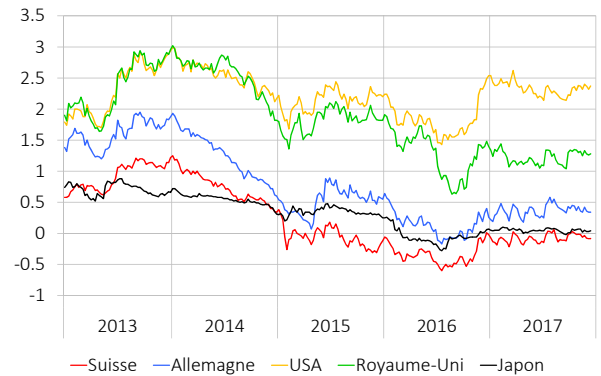
Les taux d'intérêt à long terme sont restés bas durant l'automne 2017 et n'ont que légèrement progressé depuis lors. Les obligations à dix ans de la Confédération sont brièvement passées au-dessus de zéro, en octobre, puis se sont graduellement affaïssées pour s'établir à 0,08 % à la mi-décembre (graphique 15). Bien que les perspectives économiques soient très positives dans le monde entier, le caractère mitigé des perspectives d'inflation et des anticipations de taux d'intérêt, de même que la persistance de la politique monétaire expansive, devraient peser sur les taux d'intérêt à long terme.

Les taux d'intérêt à long terme demeurent à un bas niveau

En Allemagne, les taux d'intérêt à long terme ont enregistré un recul un peu plus fort qu'en Suisse, ce qui explique pourquoi le différentiel de taux, entre la Suisse et la zone euro, a très légèrement reculé en automne. Sur l'ensemble de l'année 2017, le différentiel de taux est resté relativement stable, un peu en-deçà de 0,45 point de pourcentage, valeur faible par rapport à la moyenne à long terme. Aux États-Unis, bien que les taux d'intérêt à long terme se soient quelque peu affaiblis durant l'été, la baisse enregistrée au début d'octobre a toutefois été compensée. Ce développement a probablement été favorisé par les anticipations légèrement plus optimistes de l'évolution des taux d'intérêt qu'a suscitées l'annonce par la Fed de sa volonté de restreindre progressivement son bilan. Depuis lors, aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont connu essentiellement un mouvement latéral et le différentiel de taux par rapport à l'Allemagne s'est ainsi creusé un peu plus. D'une valeur de 2,0 points de pourcentage, ce différentiel est très élevé en comparaison historique. Depuis octobre, les taux d'intérêt à long terme, au Royaume-Uni, ont suivi un cours parallèle à ceux de l'Allemagne, d'où une stabilisation du différentiel de taux à un peu plus de 0,9 point de pourcentage.

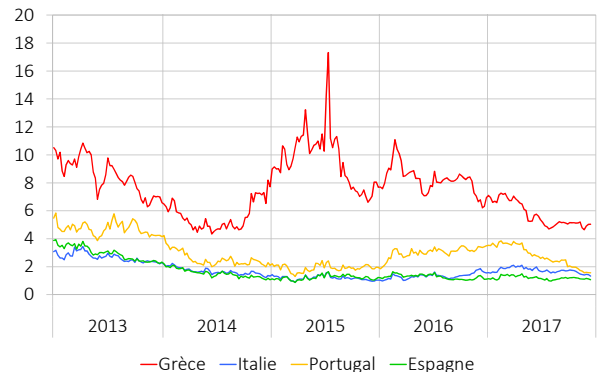
Au Royaume-Uni, malgré une forte inflation et un relèvement du taux directeur par la Banque d'Angleterre au début de novembre, les taux d'intérêt sont restés faibles depuis lors. Au Japon, les taux d'intérêt à long terme se sont fermement maintenus juste au-dessus de zéro, ce qui équivaut à la valeur cible fixée par la Banque centrale du Japon, c'est-à-dire « environ 0 % ».

graphique 15 : Rendement des emprunts d'État à dix ans en %



source : Macrobond Financial AB

graphique 16 : Primes de risque sur les obligations d'État à dix ans par rapport à l'Allemagne en points de pourcentage



source : Macrobond Financial AB

Les primes de risque sur les obligations d'État des pays du sud de l'Europe, mesurées selon les écarts de rendement entre les emprunts à long terme des États respectifs par rapport à l'Allemagne, ont considérablement baissé au cours de l'année 2017 ou se sont stabilisées à un bas niveau (graphique 16). Les primes de risque sur les obligations d'État espagnoles sont restées remarquablement stables malgré les aspirations à l'indépendance exprimées en Catalogne. Depuis le début de l'année, la majoration des primes pour les emprunts d'État grecs et portugais a diminué d'environ 1,9 point de pourcentage, un développement qui est probablement lié au regain de confiance dans l'économie et à la stabilité politique de la zone euro. Néanmoins, le fort endettement de certains pays européens comporte toujours un risque à moyen

terme. Toujours expansive, la politique monétaire de la BCE devrait permettre de maintenir les primes de risque à un bas niveau, du moins à court terme.

Marchés des actions

L'indice de référence du marché boursier britannique n'a pratiquement évolué que de façon latérale depuis le début de l'année 2017 ; les valorisations des actions en Suisse et dans la zone euro ont marqué une légère augmentation depuis la mi-septembre (graphique 17). Vu les bonnes perspectives conjoncturelles globales et le faible rendement des emprunts obligataires, il reste intéressant de détenir des actions. L'entrée dans la deuxième phase des négociations relatives au Brexit devrait continuer de soutenir les cours des monnaies européennes même si l'issue de ces négociations demeure toujours incertaine. En outre, dans de nombreux pays, les titres bancaires ont été confortés par les dispositions définies en matière de contrôle bancaire – dites « Bâle III » – qui devraient s'avérer un peu moins restrictives que prévu.

Aux États-Unis, les cours des actions ont poursuivi leur hausse à un rythme qui s'est même accéléré après avoir marqué une pause en novembre. L'indice de référence Dow Jones Industrial a grimpé à un niveau record. Cette évolution positive pourrait se poursuivre suite à l'annonce et à l'imminente mise en œuvre de la réforme fiscale. À moyen terme, il n'apparaît pourtant pas infondé de craindre la formation de bulles sur le marché boursier américain, d'où une éventuelle correction des cours. Par exemple, le ratio cours sur bénéfices de l'indice S&P 500⁵, qui s'étend aux actions de 500 des plus grands entreprises américaines cotées en bourse, a encore augmenté. Des valeurs supérieures à celles de novembre 2017 n'ont jamais été enregistrées, sauf en 1929 et entre 1997 et 2001, soit dans les deux cas juste avant un krach boursier. Ce qui, toutefois, ne signifie pas forcément qu'il faille maintenant s'attendre à un krach boursier immédiat, d'autant moins que les marchés sont actuellement soutenus par des perspectives conjoncturelles favorables qui contribuent à tempérer la rigueur de la politique monétaire.

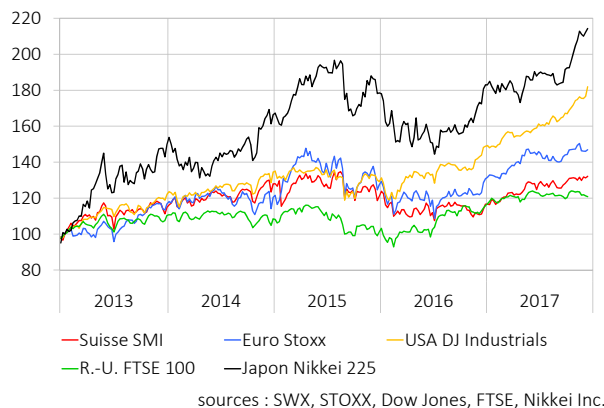
Alors qu'il n'avait guère affiché de mouvement ascendant jusqu'à fin août 2017, le Nikkei 225 a connu, au Japon, une hausse fulgurante jusqu'à fin novembre. Quoiqu'alent, le mouvement s'est poursuivi durant la première quinzaine de décembre et l'indice a atteint un niveau de quelque 17 % supérieur à celui de fin août, bat-

tant le record enregistré en 1991. La bonne situation macro-économique en Asie est profitable au Japon, dont l'économie est axée sur les exportations, et soutient l'activité boursière.

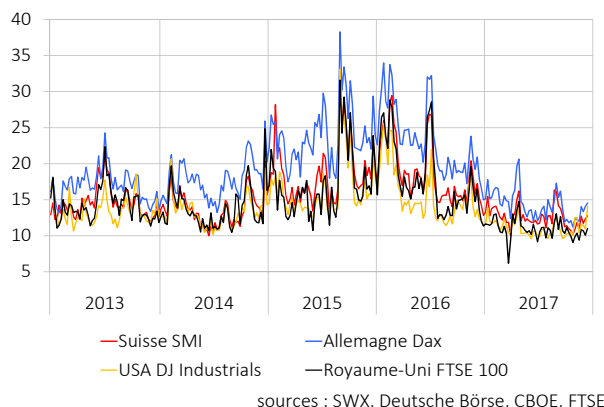
Fortes hausses des cours au Japon

En octobre, le premier ministre Shinzo Abe a été réélu, ce qui est un gage supplémentaire de stabilité politique.

graphique 17 : Indices boursiers des pays industrialisés
moyenne janvier 2013 = 100



graphique 18 : Indices de volatilité



Les mouvements sur les marchés financiers, mesurés selon les indices de volatilité⁶, ont légèrement gagné en force depuis fin octobre (graphique 18). Néanmoins, en comparaison à long terme, ces indices de volatilité sont très bas. Les marchés jugent les risques à court terme faibles ou improbables. En outre, la politique monétaire, qui restera vraisemblablement expansive, exerce un effet rassérénant. Les risques à moyen et long termes, notamment liés au fort endettement public, demeurent toutefois considérables. S'il y a lieu de se réjouir de l'évolution momentanément sereine des bourses, une certaine circonspection reste de mise.

⁵ Mesuré selon ce qu'on appelle le « cyclically adjusted price-to-earnings ratio » (CAPE).

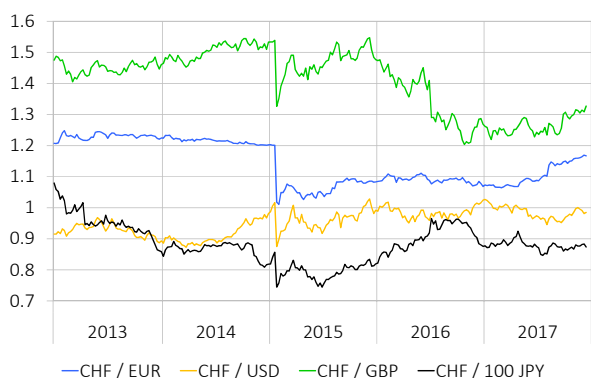
⁶ Ces indices de volatilité servent à mesurer les attentes implicites du marché, induites par les prix des options, à partir de la marge de fluctuation d'un indice boursier sur une période donnée. Le VDAX-NEW mesure par exemple la volatilité implicite de l'indice directeur allemand DAX au cours des 30 prochains jours, comme le font le VSMI pour le SMI et le VXD pour le Dow Jones Industrial Average.

Cours de change

Après sa forte dépréciation, de 3,3 %, par rapport à l'euro au cours de la première semaine d'août 2017, le franc a lentement continué de se déprécier jusqu'à mi-décembre (graphique 19). De fin août à fin novembre, il s'est encore affaibli de 2,3 % par rapport à l'euro. Au début décembre, son cours était d'environ 1,17 franc pour un euro. Ces derniers mois, il a également perdu de la valeur par rapport au dollar US, à la livre britannique et au yen japonais. Cette évolution pourrait être due essentiellement à une confiance accrue dans la situation conjoncturelle mondiale, confiance qui diminue l'attrait du franc suisse en tant que monnaie refuge.

Le franc suisse perd de sa valeur

graphique 19 : Cours de change nominal du franc suisse



source : Macrobond Financial AB

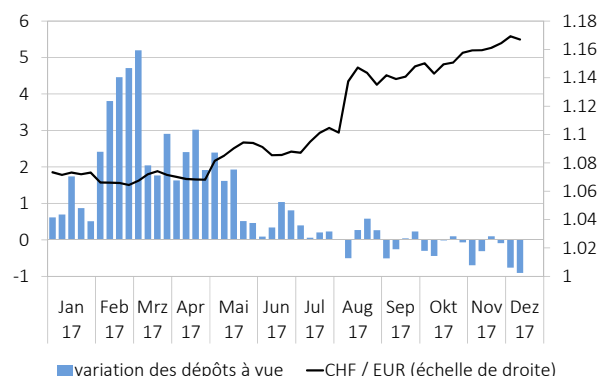
Les dépôts à vue de la Banque nationale suisse (BNS), qui servent souvent d'indicateurs pour les interventions de change, ont été en recul ces derniers mois (graphique 20), ce qui permet de conclure que la dépréciation du franc n'a pas résulté d'interventions de la BNS.

Le graphique 21 rapporte une sélection d'indices réels de cours de change pondérés, lesquels sont de meilleurs indicateurs de la compétitivité-prix des entreprises que les indices nominaux de taux de change bilatéraux. Là également se reflète l'affaiblissement du franc par rapport aux autres monnaies les plus importantes. Depuis le mois de juin, le franc s'est déprécié de 5,7 % en valeur réelle pondérée et son niveau actuel est inférieur à celui enregistré à la fin de 2014, avant l'abandon du taux plancher par rapport à l'euro. Même si le franc reste très apprécié en comparaison à long terme, sa dépréciation devrait déjà avoir des répercussions positives sur la compétitivité-prix des entreprises suisses.

Dépréciation réelle du franc suisse

graphique 20 : Taux de change du franc par rapport à l'euro

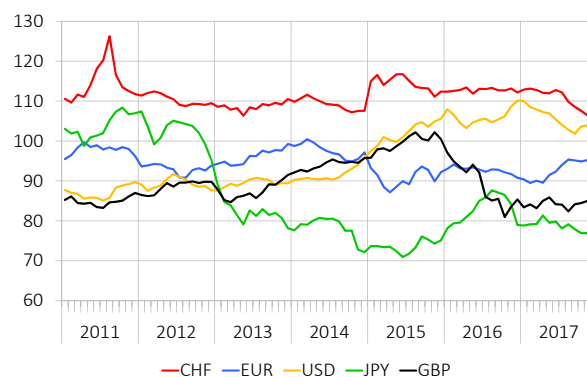
moyennes hebdomadaires ; variation du volume hebdomadaire moyen des dépôts à vue en milliards de francs



source : BNS

graphique 21 : Indices de cours de change réels et pondérés

valeur moyenne depuis 1980 = 100



sources : BNS, OCDE

Après une phase d'appréciation au milieu de l'année, l'euro s'est stabilisé dans le courant du 3^e trimestre. L'euro, fort, avait depuis longtemps, face à lui, un dollar américain s'affaiblissant. À partir d'octobre, le cours du dollar US remonta quelque peu, puis sa valeur demeura légèrement au-dessus de la moyenne à long terme. Jusqu'à mi-décembre, le yen japonais et la livre britannique ont été faiblement cotés en comparaison à long terme. Tandis que le yen s'est encore un peu déprécié, en raison notamment de la politique monétaire fortement expansive du Japon au cours des six mois passés, le cours de la livre britannique est demeuré globalement stagnant.

Dollar et livre en légère hausse, stabilité de l'euro, faiblesse persistante du yen

Encadré : Essor économique et enjeux structurels en Italie

Introduction

L'Italie, troisième économie de la zone euro, vit à l'heure de la reprise depuis environ deux ans. La longue phase de stagnation depuis la crise financière de 2008 a pourtant laissé des traces évidentes sur le marché de l'emploi, dans le secteur des banques et dans les finances publiques. Si ces défis structurels continuent de présenter des risques importants pour la péninsule et pour la zone euro, la reprise en cours contribue à en atténuer la gravité. Pour l'économie suisse, l'essor économique au sud de l'Europe est réjouissant à deux égards. D'abord, il réduit – du moins momentanément – le risque de voir les marchés financiers plongés dans de nouvelles turbulences générant une pression haussière sur le franc suisse. D'autre part, le dynamisme de la reprise dans ce pays voisin est un soutien important aux exportations suisses, l'Italie étant l'un des principaux partenaires commerciaux de la Suisse.

La reprise atténue quelques problèmes structurels

Alors que l'économie italienne, des années durant, n'avait pas pu se ressaisir suite à la crise des finances et de la dette, le PIB a tout de même enregistré, au cours des quatre derniers trimestres, des taux de croissance de plus de 0,3 %. La croissance résulte essentiellement d'une forte demande intérieure. Durant les trois dernières années, la consommation privée comme les investissements ont apporté une contribution positive à la croissance. La reprise est également manifeste dans l'industrie. Le taux de croissance désaisonnalisé de la **production industrielle** a été de 1,4 % au 3^e trimestre 2017 (graphique 22). Comparée à d'autres pays de la zone euro, l'Italie s'est ainsi rétablie bien que le niveau de sa production industrielle soit toujours actuellement d'environ 15 % inférieur à celui de 2008.

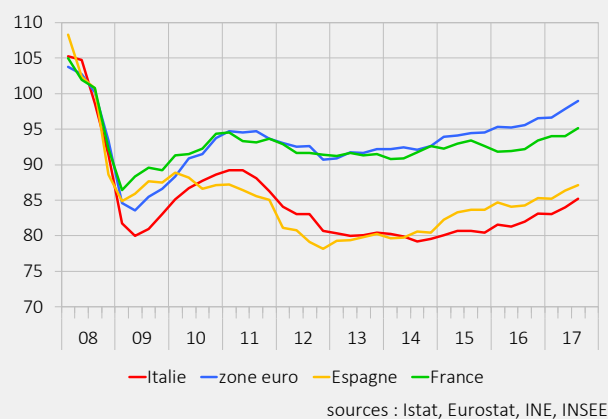
Pour la fin de l'année, les **indicateurs de confiance** les plus récents esquissent également un tableau réjouissant. En novembre, le PMI notait pour l'industrie 58,3 points, niveau le plus élevé depuis trois ans et dépassant nettement le seuil de croissance de 50 points. La consommation devrait, elle aussi, continuer de donner des impulsions positives au cours des semestres à venir : les chiffres d'affaires du commerce de détail indiquent une tendance positive et l'on observe une forte progression du nombre d'immatriculations de véhicules.

La reprise économique est de plus en plus perceptible sur le **marché du travail**. L'emploi progresse de façon ininterrompue depuis mi-2013. Au 3^e trimestre 2017, le taux d'occupation des actifs de 15 à 64 ans était de nouveau supérieur à 58 %, ce qui correspond à peu près au niveau

d'avant la crise. Le taux de chômage désaisonnalisé (selon les directives de l'OIT), qui affiche depuis mi-2014 une tendance à la baisse, était encore d'environ 11 % en octobre (graphique 23). Il existe toutefois un important fossé entre le nord et le sud du pays : le Nord, économiquement fort, n'enregistre qu'un taux de chômage de l'ordre de 7 %, alors que dans le sud de la Péninsule, près de 20 % des personnes actives sont en quête d'emploi. Le taux de chômage est également en baisse chez les jeunes (de 15 à 24 ans) : alors qu'il affichait un niveau record de 43,5 % en mars 2014, il n'était plus que de 34,7 % en octobre 2017.

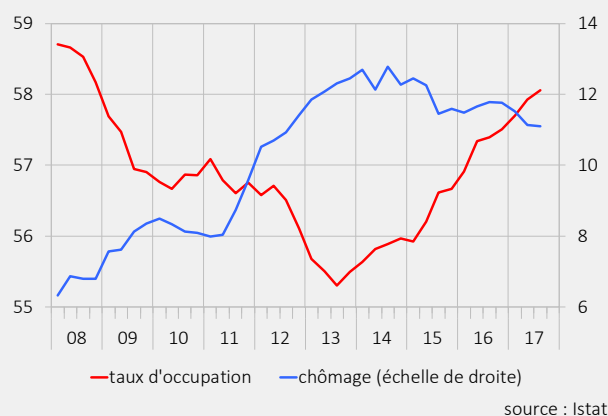
graphique 22 : Production industrielle

valeurs désaisonnalisées, moyenne de 2008 = 100



graphique 23 : Evolution du marché du travail

valeurs désaisonnalisées, total des personnes actives de 15 à 64 ans, en %

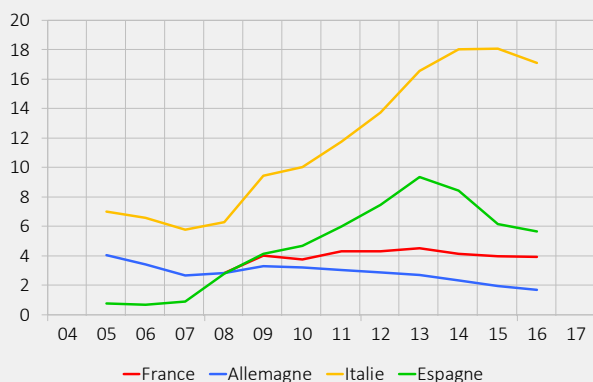


Un risque conjoncturel, pour l'Italie comme pour la stabilité financière dans la zone euro, reste lié au nombre élevé des **créances douteuses** dans les bilans des banques

italiennes.⁷ De nombreux débiteurs se sont trouvés en retard de paiement du fait de la mauvaise conjoncture des années 2008 à 2015. À la suite de quoi les banques n'ont pas réussi à amortir les crédits en souffrance et à redresser leurs bilans. L'Italie est l'un des pays européens où les bilans des banques comportent la plus forte proportion de crédits en souffrance (graphique 24). En 2016, le taux de créances douteuses est resté extrêmement élevé (17 %) en comparaison internationale ; néanmoins, dans le courant de l'année, il a diminué, pour la première fois depuis dix ans.

Pourtant, récemment, les banques italiennes se sont à nouveau trouvées en difficultés du fait de leurs arriérés : en 2017, dans la région économiquement forte de Vénétie, deux banques régionales en crise, « Popolare di Venezia » et « Veneto Banca », alourdies par de trop nombreuses créances douteuses, ont dû être liquidées. Pour un prix symbolique, les parties saines des deux établissements sont allées à la grande banque Intesa Sanpaolo ; 18 milliards de prêts en souffrance ont été repris par la structure de défaillance Bad Bank SGA. Mais ce ne fut pas sans conséquences pour les clients des deux banques : quelque 200 000 actionnaires ont perdu des parts de leur épargne, ce qui représente, depuis 2015, une fortune privée d'environ 11 milliards.

graphique 24 : Part des créances douteuses
en % du total de toutes les créances



source : FMI

Un autre risque important réside dans l'énorme **déficit public** de l'État italien. Au 2^e trimestre 2017, la dette publique atteignait 134,7 % du PIB (selon la définition de Maastricht), plaçant l'Italie au deuxième rang de la zone euro, derrière la Grèce. Raison pour laquelle l'Italie doit actuellement assumer le service de la dette le plus élevé des pays membres de l'OCDE.

La situation politique en Italie est perturbée depuis l'échec du **référendum constitutionnel**. Des élections devaient avoir lieu au printemps 2018 au plus tard. D'ici là, plusieurs partis politiques veulent encore faire passer une réforme du droit électoral. Cet automne, la Chambre des députés et le Sénat ont approuvé une réforme contestée du droit électoral, décision qui a suscité les protestations des eurosceptiques du Mouvement 5 étoiles. Le nouveau droit électoral prévoit un système combinant scrutin majoritaire et proportionnel, qui devrait favoriser la formation d'un gouvernement de coalition. L'impasse politique a pour conséquence que d'importantes réformes économiques (p. ex. de la procédure civile) sont ajournées, ce qui empêche une accélération de la reprise économique.

L'Italie, partenaire commercial important pour la Suisse⁸

L'Italie est l'un des plus importants partenaires commerciaux de la Suisse. En 2016, davantage de marchandises suisses (une part de 6 %) ont été exportées en Italie qu'au Royaume-Uni ou au Japon. L'Italie joue un rôle encore plus important dans les importations de marchandises en Suisse : en 2016, environ 10 % des marchandises importées provenaient de l'Italie, soit davantage que les parts des États-Unis ou de la Chine.

Depuis mi-2015, la croissance des **exportations de marchandises suisses vers l'Italie** s'est nettement accélérée en termes réels. Pourtant, au 3^e trimestre 2017, elle était encore d'environ 15 % inférieure à son niveau de 2008, les exportations de machines n'étant sorties du creux de la vague que depuis quelques trimestres. Les exportations d'horlogerie ont affiché au 3^e trimestre 2017 à peu près le même niveau qu'en 2008. En revanche, les importations de marchandises suivent, depuis mi-2015 déjà, un cours légèrement positif auquel contribuent notamment les importations de produits pharmaceutiques et de machines.

Si l'on considère le solde de la balance des échanges de marchandises entre la Suisse et l'Italie, on obtient une image analogue à celle des échanges avec les autres partenaires commerciaux importants : c'est dans le domaine des produits chimiques et pharmaceutiques, suivi de la rubrique « Instruments de précision, horlogerie et bijouterie », que la Suisse affiche l'excédent le plus fort (graphique 25). Par ailleurs, à la rubrique Machines, appa-

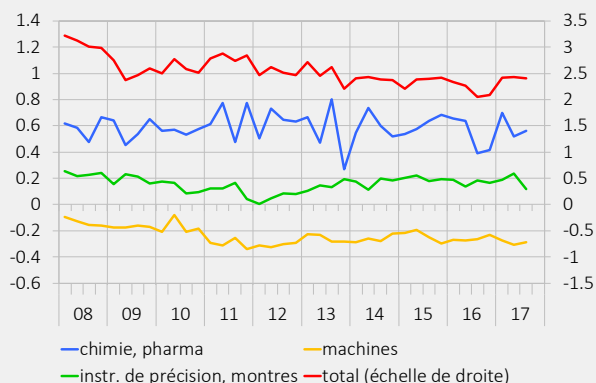
⁷ Une créance est qualifiée de « douteuse » lorsque plus de 90 jours se sont écoulés sans que le débiteur se soit acquitté du service de sa dette. Au pire, le crédit ne peut être remboursé et la banque doit l'annuler.

⁸ Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se rapportent aux exportations et importations de marchandises à l'exclusion de l'or non monétaire, des objets de valeur et du commerce de transit. Dans les graphiques sont utilisées les formes abrégées suivantes : chimie, pharma : produits de l'industrie chimique et pharmaceutique ; machines : machines, appareils et électronique ; précision, horlogerie : instruments de précision, horlogerie et bijouterie.

reils, électronique, les importations dépassent les exportations. Il en est de même en ce qui concerne les rubriques Textiles, Métaux et Véhicules.

graphique 25 : Solde de la balance des échanges de marchandises entre la Suisse et l'Italie

valeurs réelles désaisonnalisées, en millions de francs suisses



source : SECO

L'Italie est également un partenaire commercial important dans le domaine des **échanges de services**⁹. En valeurs nominales (excepté le tourisme), la quote-part de l'Italie est de 4 % par rapport au total des pays (excepté

le tourisme). Dans les exportations suisses, la rubrique se taillant la part du lion a été, en 2016, celle des services de transport (30 %), suivie de celle des services financiers (17 %). Côté importations, les rubriques dominantes ont été celles des services de conseil (35 %), des services de transport (17 %) et des services de télécommunication, des services informatiques et des services d'information (17 %). Dans sa balance des échanges de services avec l'Italie, la Suisse affiche également un excédent qui, au 2^e trimestre 2017, s'élevait à 625 millions de francs suisses.

Au cours des trimestres à venir, le dynamisme de l'économie italienne devrait stimuler encore les échanges commerciaux entre la Suisse et la Péninsule, notamment du fait que plusieurs rubriques importantes dans les échanges bilatéraux de biens et de services sont sensibles aux fluctuations de la conjoncture et des taux de change. Mais à moyen terme, s'ils ne sont pas maîtrisés d'ici au prochain fléchissement conjoncturel, les défis structurels auxquels l'Italie doit faire face continueront de présenter certains risques pour la Suisse.

Auteurs : Vincent Pochon, Philipp Wegmüller

⁹ <https://data.snb.ch/de/topics/aube#!/cube/bopservq>

Situation de l'économie suisse

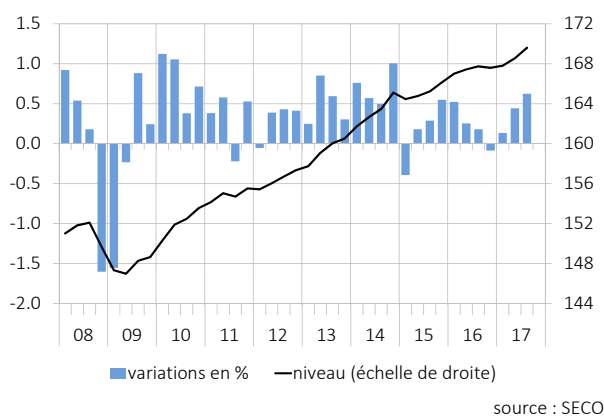
Aperçu

Au 3^e trimestre 2017, le PIB a augmenté de 0,6 % en évolution trimestrielle (graphique 26),¹⁰ ce qui correspond à peu près à l'attente du marché.¹¹ Après plusieurs trimestres accusant une reprise timide, l'économie suisse revient à une croissance plus dynamique. La reprise a gagné en ampleur : si, au début de l'année, les contributions positives ne provenaient encore pratiquement que du secteur industriel, de fortes impulsions émanent depuis lors également des branches axées sur le marché intérieur. Dans la plupart des branches des services, y c. dans les secteurs proches de l'État (administration publique et santé), la croissance s'est sensiblement renforcée au 3^e trimestre, comblant ainsi l'écart qui s'était creusé, notamment au début de 2017, entre des indicateurs de confiance positifs, d'une part, et une timide croissance du PIB, d'autre part.

La croissance s'accélère au 3^e trimestre

graphique 26 : Produit intérieur brut

valeurs réelles, désaisonnalisées, niveau en milliards de francs



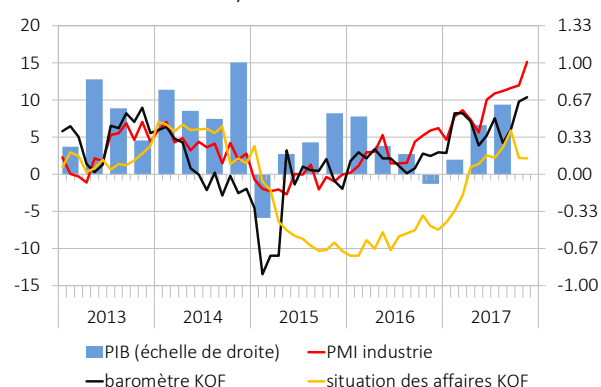
La reprise se poursuit visiblement dans certains secteurs que la force du franc avait passablement malmenés. L'industrie manufacturière et l'hôtellerie-restauration affichent un développement dynamique après avoir déjà enregistré une forte croissance dans les trimestres antérieurs. En outre, le commerce est maintenant dans une

phase de progression. Le choc du franc a ainsi été en grande partie surmonté, le chômage continue de reculer et l'emploi s'est un peu revigoré.

Côté dépense également, la croissance a été largement étayée au 3^e trimestre. Dans l'ensemble, la croissance de la consommation a été pratiquement égale à sa moyenne à long terme. Au diapason de l'évolution internationale, l'activité d'investissement progresse également en Suisse. Au 3^e trimestre, les investissements ont augmenté pour la troisième fois consécutive et dans presque toutes les rubriques. Une certaine tendance à l'affaiblissement se manifeste dans le secteur de la construction, où le fléchissement se poursuit ; au 3^e trimestre, la valeur ajoutée comme les investissements ont marqué un léger recul. Sous l'effet d'impulsions à l'échelle internationale et de la légère dépréciation du franc suisse, les exportations ont poursuivi leur mouvement ascendant. En revanche, du fait d'importations négatives de véhicules et de produits pharmaceutiques, les importations ont nettement diminué, ce qui a finalement entraîné une forte impulsion de croissance positive du commerce extérieur.

graphique 27 : PIB et indicateurs conjoncturels

PIB : croissance par rapport au trimestre précédent, en %, valeurs réelles désaisonnalisées ;
indicateurs : valeurs moyennes et seuil de croissance PMI = 0



¹⁰ Ci-après sont commentés (sauf indication contraire) les agrégats des comptes nationaux, selon le SEC 2010, en valeurs réelles chaînées (corrigées des variations saisonnières et des effets calendaires).

¹¹ Source : Thomson Reuters.

Avec ces résultats, la Suisse comble l'écart qui la séparait d'autres pays industrialisés en matière de taux de croissance du PIB. Par ailleurs, les **indicateurs de confiance** laissent présager, pour le 4^e trimestre 2017, la poursuite de cette évolution positive. Ainsi, le PMI annonce en novembre 61,5 points pour le secteur des services et

65,1 points pour l'industrie. Le baromètre KOF affiche également un résultat élevé, avec 110,3 points en novembre ; quant à l'indicateur du KOF sur l'évolution des affaires, ses valeurs sont à nouveau supérieures à la moyenne depuis le début de l'année (graphique 27).

Produit intérieur brut

Production

Comme au cours des deux trimestres précédents, l'industrie manufacturière a été, au 3^e trimestre 2017, le moteur principal de la croissance du PIB. Toutefois, des impulsions notables sont provenues également d'importants secteurs des services, qui étaient encore en recul auparavant. Le commerce s'est ainsi placé au deuxième rang des secteurs ayant le plus contribué à la croissance du PIB. En outre, après un trimestre faible, la branche « prestataires de services destinés aux entreprises »¹², l'administration publique ainsi que le secteur Santé humaine et action sociale sont revenus à des taux de croissance modérés.

En conséquence, la croissance est assez largement étayée dans toutes les branches (graphique 44, page 24). Toutefois, la construction a continué de contribuer négativement à la croissance, de même que la branche « Transports et entreposage ; information et communication ». Par ailleurs, après un trimestre de forte croissance, la valeur ajoutée dans le domaine des services financiers a de nouveau accusé un léger recul. En fin de compte, il en est résulté au 3^e trimestre 2017 une croissance du PIB de 0,6 %, soit supérieure à la moyenne. Il s'agit du taux de croissance trimestriel le plus élevé depuis le début de 2015 et l'abandon du taux plancher par rapport à l'euro.

Avec un accroissement de 2,2 % de la valeur ajoutée réelle au 3^e trimestre, l'industrie manufacturière a confirmé ses prouesses du premier semestre de 2017. La valeur ajoutée a ainsi enregistré une hausse de près de 5 % en évolution annuelle. À l'exception des domaines Denrées alimentaires et produits du tabac ainsi que Produits en bois, papier et produits imprimés, toutes les branches industrielles ont réussi, au 3^e trimestre, à améliorer leurs chiffres d'affaires en valeur nominale désaisonnalisée (graphique 28). L'évolution a été moins favorable dans le

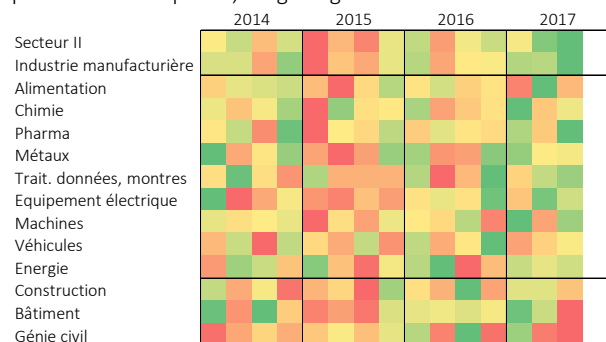
Croissance largement étayée dans toutes les branches

Nette croissance dans l'industrie manufacturière

secteur de la construction, où les chiffres d'affaires nominaux, l'emploi et l'activité de construction ont finalement régressé, ce qui se reflète dans un léger recul de la valeur ajoutée réelle (-0,6 %). En revanche, la valeur ajoutée du secteur de l'énergie a encore progressé (+0,9 %) après un premier semestre déjà dynamique. Globalement, le secteur secondaire, avec 0,4 point de pourcentage, a fortement contribué à la croissance du PIB de la Suisse.

graphique 28 : Chiffres d'affaires dans l'industrie

valeurs désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent : vert positif, rouge négatif



sources : OFS (INDPAU), SECO (désaisonnalisation)

Avec 0,2 point de pourcentage, la contribution du secteur tertiaire à la croissance a été, par contre, bien inférieure à la moyenne. Mais le tableau n'est pas entièrement sombre. Ainsi, après plusieurs trimestres négatifs, le commerce a retrouvé, au cours de 2016 et au début de 2017, une croissance légèrement supérieure à la moyenne (+0,6 %). La progression devrait être surtout le fait du commerce de gros. Des résultats d'enquêtes sur l'évolution des affaires dans ce secteur indiquent, depuis 2016 déjà, une reprise qui s'est accentuée dans le courant de 2017 (graphique 29). Les résultats concernant le commerce de détail indiquent une amélioration plus faible et plus tardive de la situation commerciale, embel-

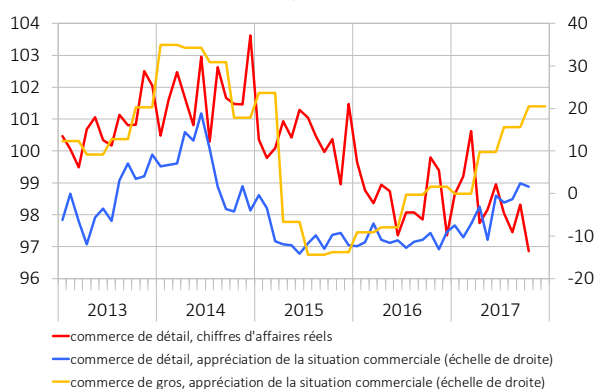
Dans le commerce, la croissance est portée par le commerce de gros

¹² Cette rubrique comprend les fonctions « Activités immobilières » ainsi que « Activités spécialisées, scientifiques et techniques » et « Activités de soutien » (NOGA 68-82).

lie qui ne se reflète toujours pas dans les données concrètes. Ainsi, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail, qui connaissent depuis une année une évolution latérale assortie de fortes fluctuations, semblent esquisser actuellement un nouveau recul (graphique 29).

Outre le commerce, d'autres grandes branches des services ont contribué de manière positive à la croissance du PIB au 3^e trimestre 2017 : les prestataires de services destinés aux entreprises, l'administration publique ainsi que le secteur Santé humaine et action sociale, qui représentent ensemble un bon tiers du PIB de la Suisse, ont retrouvé des taux de croissance positifs. Au 2^e trimestre, la valeur ajoutée dans ces secteurs était encore stagnante, voire en recul. Grâce au retour à des taux de croissance positifs, fussent-ils toujours inférieurs à la moyenne, la croissance du PIB est désormais largement étayée.

graphique 29 : Commerce de détail et commerce de gros
indice corrigé des influences saisonnières et calendaires
(valeur moyenne au 1^{er} trimestre 2013 = 100) ;
soldes désaisonnalisés des enquêtes du KOF



sources : OFS, KOF

Parmi les branches ayant enregistré des taux de croissance négatifs au 3^e trimestre 2017, la plus vaste est celle des « Transports et entreposage ; information et communication », qui représente pas moins de 8 % du PIB. Dans cette branche, où elle est déjà en recul depuis quatre trimestres, la valeur ajoutée esquisse toutefois une atténuation de son mouvement régressif.

Dans le secteur financier se dessine une évolution en dents de scie. Tandis que les assurances ont connu un développement favorable (+0,5 %), les services financiers ont vu diminuer légèrement leur valeur ajoutée réelle (-0,6 %), du fait notamment d'un recul des exportations au 3^e trimestre. Toutefois, comme ce fléchissement est survenu juste après un trimestre dynamique, la valeur ajoutée

Reprise hésitante dans la branche des services financiers

demeure supérieure de 2,8 % à celle de l'année précédente. On peut en conclure que le secteur des services financiers, après une phase de récession entre fin 2013 et mi-2016, a maintenant dépassé le creux de la vague.

Pourtant, comparé à ce qu'il était au 2^e trimestre 2017, le tableau d'ensemble s'est nettement éclairci dans le secteur des services. Plusieurs secteurs connaissent encore une croissance inférieure à la moyenne, mais avec des taux plus élevés qu'au trimestre précédent.

Dépenses

Côté dépense, la croissance du PIB au 3^e trimestre 2017 a été largement soutenue par les différentes branches (v. tableaux et graphiques, pages 23 et 24). La demande finale indigène a contribué positivement à la croissance, de même que le commerce extérieur. Dans l'ensemble, la croissance des dépenses de consommation et de la formation brute de capital fixe a plus ou moins égalé la moyenne à long terme. La contribution positive du commerce extérieur a résulté d'une augmentation des exportations de marchandises et d'une diminution des importations.

Consommation

Après un premier semestre mitigé, la croissance de la consommation privée s'est accélérée au 3^e trimestre, passant à 0,4 %, ce qui correspond à la moyenne à long terme (graphique 30). Cette tendance a été largement étayée. D'une part, des impulsions substantielles ont été fournies par les deux plus grandes rubriques de la consommation privée, à savoir Logement et énergie ainsi que Santé humaine. À noter, avant tout, que le mois de septembre, relativement froid, a été à l'origine d'une forte consommation d'énergie qui se reflète dans la rubrique Logement et énergie. Dans le domaine de la santé, on observe par contre une tendance haussière à long terme. En outre, au 3^e trimestre, les dépenses se sont développées positivement dans des rubriques de consommation proportionnellement plus petites, notamment Loisirs et culture, Mobilité et Communication. Comme durant les deux trimestres précédents, seules les dépenses concernant l'habillement et les chaussures ont diminué.

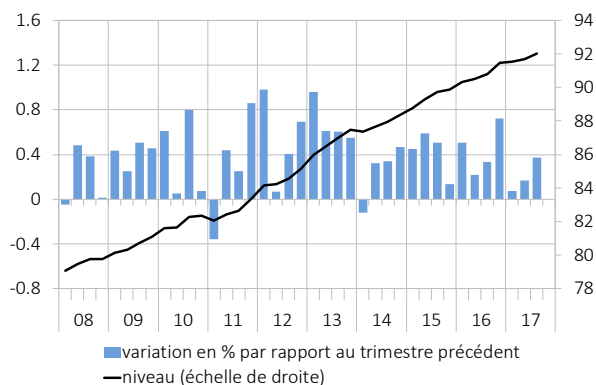
Croissance modeste de la consommation

Quant au **climat de consommation**, celui-ci évolue sensiblement au-dessus de sa valeur moyenne à long terme (graphique 31). L'optimisme persistant des prévisions concernant l'évolution économique générale et le chômage contribue notamment au rassérénement des consommateurs. Les prévisions relatives à la situation financière du ménage restent par contre inférieures à la moyenne. De plus, les probabilités d'inflation se sont accrues. Les consommateurs s'attendent dès lors à une

faible croissance de leur pouvoir d'achat au cours des prochains trimestres. En conséquence de quoi la propension à consommer demeure frappée au sceau de la sobriété : en octobre, l'opportunité de faire des achats importants s'avérait nettement moins favorable que trois mois auparavant.

graphique 30 : Consommation privée

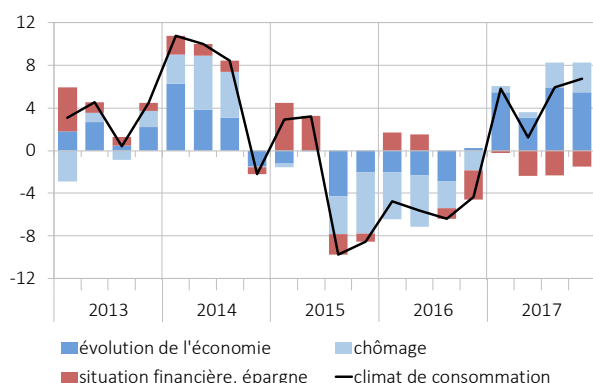
valeurs réelles, désaisonnalisées ; niveau en milliards de francs



source : SECO

graphique 31 : Climat de consommation

indice et indices partiels, déviation par rapport à la moyenne de 2007 – 2016

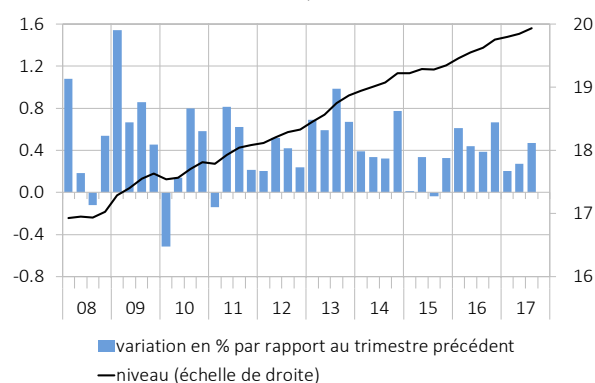


source : SECO

En termes réels, les **dépenses de consommation publique** et celles des assurances sociales ont augmenté de 0,5 % au 3^e trimestre 2017 ce qui correspond à la moyenne à long terme. Ainsi, comparée à l'évolution timide du premier semestre (1^{er} trimestre : 0,2 %, 2^e trimestre : 0,3 %), la croissance de la consommation publique a de nouveau quelque peu augmenté au 3^e trimestre (graphique 32). Cette évolution est en concordance avec une assez forte augmentation de l'emploi dans le secteur public. La croissance des salaires dans ce secteur reste modérée.

graphique 32 : Consommation de l'État

valeurs réelles désaisonnalisées, niveau en milliards de francs



source : SECO

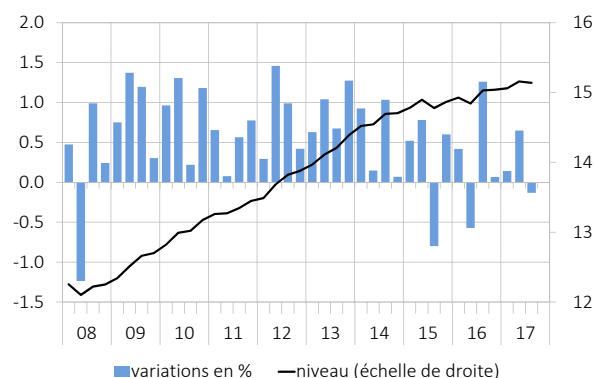
Investissements

Après une série de quatre trimestres positifs, les investissements dans la construction ont marqué au 3^e trimestre 2017 un léger recul de 0,1 % (graphique 33). Par rapport à son développement de 2008 à 2015, l'activité globale de construction a visiblement perdu de sa vigueur ces trois dernières années et traverse une phase de consolidation à un niveau élevé. Les carnets de commandes des entreprises du secteur principal de la construction sont certes encore bien remplis, comme le montrent les résultats de l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs (SSE), mais la tendance demeure récessive. Des signes de saturation, tels que l'augmentation du taux de logements vacants dans les agglomérations, réduisent de plus en plus les aspirations à investir, même si les investissements immobiliers sont toujours en faveur compte tenu du bas niveau des taux d'intérêts.

La consolidation se poursuit dans le secteur de l'immobilier

graphique 33 : Investissements dans la construction

valeurs réelles, désaisonnalisées ; niveau en milliards de francs



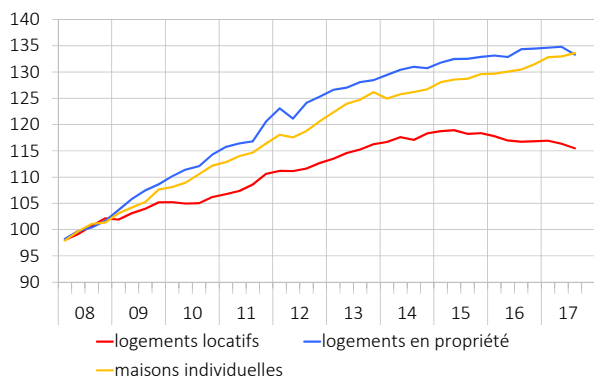
source : SECO

La consolidation dans le secteur de la construction se reflète aussi dans l'évolution des prix de l'immobilier (graphique 34), notamment dans l'écart de prix croissant entre loyers et propriétés. Comme il ressort de l'indice

des prix de l'offre (de *Wüest und Partner*), les loyers suivent depuis mi-2015 un cours négatif. La diminution du solde migratoire, l'offre excédentaire de logements locatifs dans les zones rurales et le bas niveau du renchérissement en général sont des facteurs inhibiteurs. Par contre, les faibles taux d'intérêts hypothécaires assurent le maintien d'une forte demande de logements en propriété et les prix, notamment des maisons unifamiliales, continuent d'afficher une tendance positive.

graphique 34 : Prix de l'immobilier

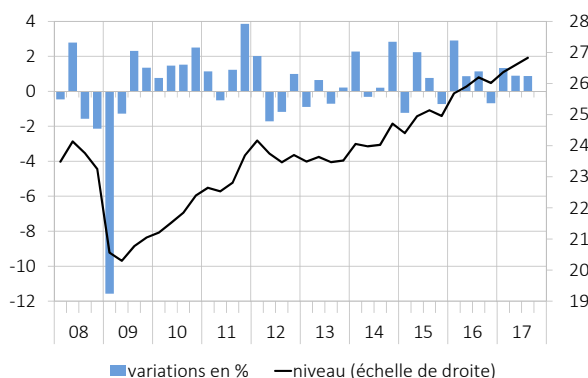
prix de l'offre, indexé (2008 = 100)



source : Wüest und Partner

graphique 35 : Investissements en biens d'équipement

valeurs réelles désaisonnalisées ; niveau en milliards de francs



source : SECO

La forte progression des **investissements en biens d'équipement** se poursuit. Leur croissance a été de 0,9 % (graphique 35) au 3^e trimestre 2017. Ce sont les investissements dans les machines qui ont le plus contribué à la croissance. La reprise dans l'industrie des machines s'est confirmée grâce à la bonne situation conjoncturelle sur les marchés acheteurs, ce qui influence positivement l'activité d'investissement dans cette branche. La croissance a été en outre stimulée par

Croissance de l'activité d'investissement

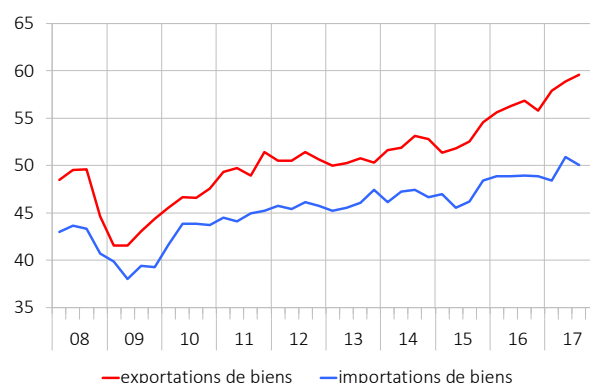
des investissements en recherche et développement, en informatique et dans les services informatiques. Le renouvellement des flottes des compagnies d'aviation Swiss et Edelweiss est pratiquement achevé, d'où une impulsion clairement négative provenant des investissements dans la rubrique Autres véhicules.

Commerce extérieur¹³

Au 3^e trimestre, les **exportations de marchandises** de la Suisse, en termes réels, ont fortement progressé pour la troisième fois consécutive, affichant un plus de 1,2 % (graphique 36). Les exportations ont ainsi enregistré un record absolu d'environ 60 milliards de francs. Vu que le contexte international est favorable, cette expansion n'a rien de surprenant : le franc suisse a continué de se déprécier au 3^e trimestre et les principaux partenaires commerciaux de la Suisse sont des pays dont l'économie est toujours en plein essor.

graphique 36 : Commerce extérieur de marchandises

valeurs réelles désaisonnalisées, en milliards de francs



source : SECO

Au 3^e trimestre, comme au cours des deux précédents, la croissance des exportations de marchandises a été largement étayée (graphique 37). La plus importante rubrique des exportations, celle de la chimie/pharma, a de nouveau fourni une forte contribution positive à la croissance. Il faut relever en outre une impulsion positive venant de l'industrie des machines, électronique et métallurgie (MEM), qui représente globalement un cinquième des exportations suisses. D'après l'association faîtière Swissmem, la branche a profité d'une forte augmentation du volume des commandes provenant de l'étranger : dans ce secteur, l'indice des entrées de commandes a atteint, au 3^e trimestre, son plus haut niveau depuis dix ans.¹⁴ Après les vicissitudes que la branche MEM a connues au

L'industrie pharmaceutique donne le plus d'impulsions de croissance

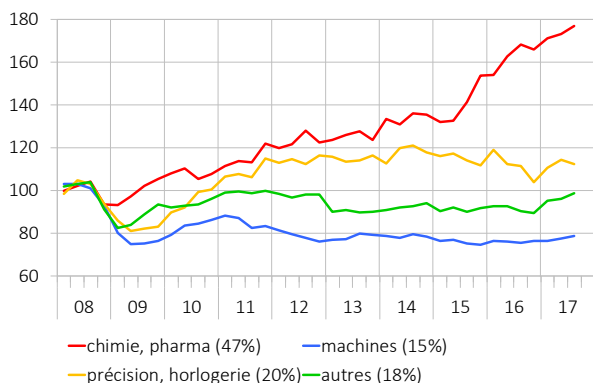
¹³ Ci-après, sauf indication contraire, sont commentées les exportations et importations de marchandises à l'exclusion de l'or non monétaire (n. m.), des objets de valeur et du commerce de transit. Dans les graphiques sont utilisées les formes abrégées suivantes : chimie, pharma : produits de l'industrie chimique et pharmaceutique ; machines : machines, appareils et électronique ; précision, horlogerie : instruments de précision, horlogerie et bijouterie.

¹⁴ <https://www.swissmem.ch/fr/news-medien/news/mem-industrie-erholungstrend-bestaetigt.html>

cours des dernières années suite à la crise financière et au choc du franc, ce dynamisme retrouvé autorise depuis peu à considérer l'avenir avec confiance, notamment en ce qui concerne l'évolution des marges. Par contre, la rubrique Instruments de précision, horlogerie et bijouterie a subi au 3^e trimestre un recul de 2,0 %. À noter que celui-ci est survenu après deux trimestres exceptionnellement dynamiques et qu'il tient exclusivement à une diminution des exportations dans la sous-rubrique Bijouterie, qui est sujette à d'importantes fluctuations d'un trimestre à l'autre, phénomènes que l'on ne saurait qualifier sans réserve de « conjoncturels ».

graphique 37 : Exportations de marchandises, diverses rubriques

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2008 = 100 ;
entre parenthèses : quote-part respective en 2016



source : SECO

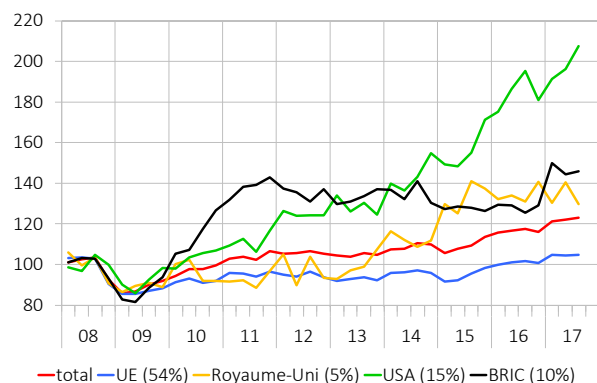
Les exportations suisses de marchandises, ventilées par pays et par région, offrent un tableau hétéroclite (graphique 38). Celles qui ont le plus progressé sont les exportations vers les États-Unis (+5,7 %) et l'Allemagne (+2,7 %), les deux plus importants marchés acheteurs de produits

suisses, dont les parts respectives aux exportations sont de 15 % et de 19 %. Les exportations vers le Royaume-Uni (- 7,7 %) et le Japon (-13,8 %) ont en revanche fortement régressé. Quant aux exportations vers les grands pays émergents, qui atteignent un niveau très élevé en comparaison historique, elles ont légèrement augmenté (+1,1 %) au 3^e trimestre. On notera toutefois que les tendances sont très différentes d'un pays à l'autre.

Les États-Unis restent le moteur de la croissance des exportations

graphique 38 : Exportations de marchandises, diverses destinations

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2008 = 100 ;
entre parenthèses : quote-part respective en 2016



source : SECO

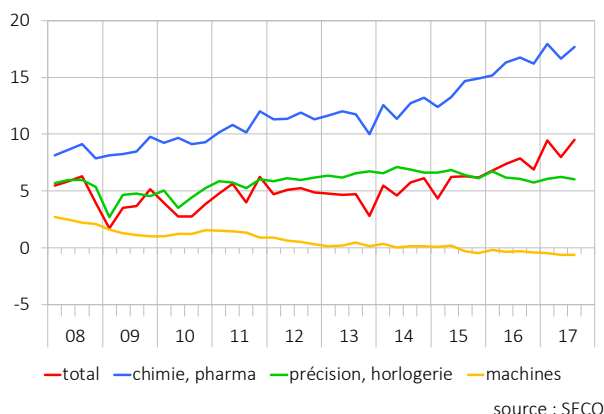
Les importations de marchandises, en valeurs réelles, ont reculé de 1,6 % au 3^e trimestre. Toutefois, ce recul faisant suite à cet égard à un trimestre de croissance record (+5,0 %), le volume des importations demeure à un niveau élevé (graphique 36). Tant l'augmentation exceptionnellement forte du 2^e trimestre que l'inversion de tendance au 3^e trimestre ont été essentiellement le fait des rubriques Chimie/pharma et Véhicules.

La balance des marchandises atteint de nouveaux records

La croissance prononcée des exportations et le recul des importations ont fait grimper l'excédent de la balance commerciale des marchandises au 3^e trimestre à 9,5 milliards de francs, ce qui est un nouveau record (graphique 39). Depuis quelques années déjà, la croissance de l'excédent de la balance commerciale est essentiellement due aux produits chimiques et pharmaceutiques. Au 3^e trimestre également, cette rubrique a contribué pour plus de 17 milliards de francs à l'excédent. La rubrique Instruments de précision, horlogerie et bijouterie y a également contribué pour 6 milliards de francs. Depuis mi-2015 – où la balance commerciale est passée dans les chiffres négatifs pour la rubrique Machines, appareils, électronique – toutes les autres rubriques des exportations ont contribué négativement à la balance commerciale.

graphique 39 : Balance des marchandises, diverses rubriques

valeurs réelles désaisonnalisées, en milliards de francs

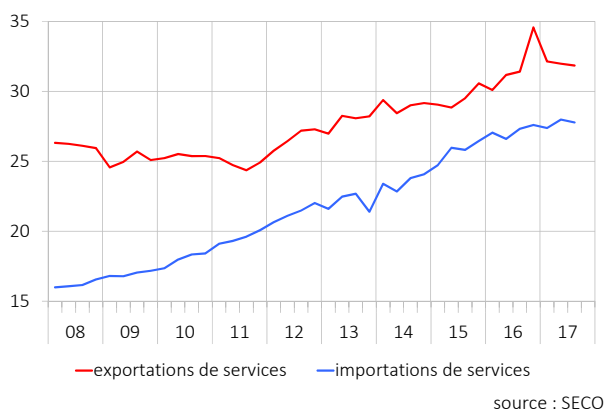


Les exportations de services, en valeurs réelles, ont enregistré au 3^e trimestre un léger recul de l'ordre de 0,4 %. Il s'agit du troisième résultat négatif consécutif après la forte croissance du 4^e trimestre 2016, laquelle était due à l'apport exceptionnel de revenus de licences en lien avec de grands événements culturels et sportifs (graphique 40). En comparaison annuelle, il en résulte tout de même une hausse de 1,3 % au 3^e trimestre.

Les échanges de services en léger recul

graphique 40 : Commerce extérieur de services

valeurs réelles désaisonnalisées, en milliards de francs



Plusieurs rubriques ont contribué au recul des exportations de services au 3^e trimestre. Ainsi, les revenus de brevets et de licences ont une fois de plus diminué (-2,4 %). Un recul a également été enregistré dans les exportations de services financiers (-1,8 %) et de services aux entreprises (-2,0 %). Par contre, la croissance a été stimulée par les exportations de services de Recherche & développement (16,6 %) et de services touristiques (0,4 %). Au cours des derniers trimestres, grâce à la croissance de la demande en Amérique et en Asie, le tourisme s'est sensiblement rétabli ; sortant de la phase régressive qui a suivi l'appréciation de 2015, il a marqué au 3^e trimestre une progression, pour la septième fois consécutive (graphique 41). Si la demande, tout récemment, a quelque peu baissé du côté asiatique, elle s'est accrue de façon ininterrompue du côté américain. Quant au nombre des nuitées de touristes européens, il a enregistré au 3^e trimestre une légère augmentation.

Les **importations de services** ont également connu un léger recul (-0,7 %) au 3^e trimestre, ce qui est principalement dû à la diminution des importations de services informatiques (-3,5 %) et touristiques (-1,7 %).

graphique 41 : Exportations touristiques

valeurs réelles, désaisonnalisées ; niveau en milliards de francs

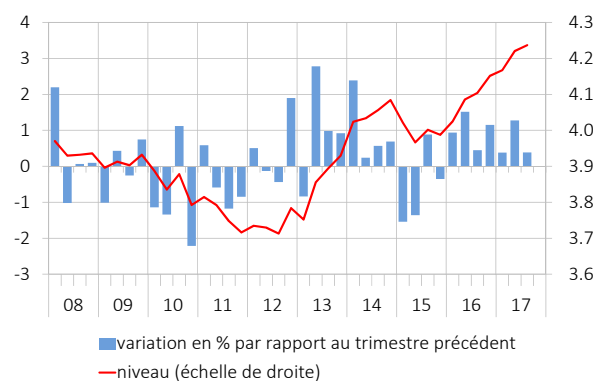
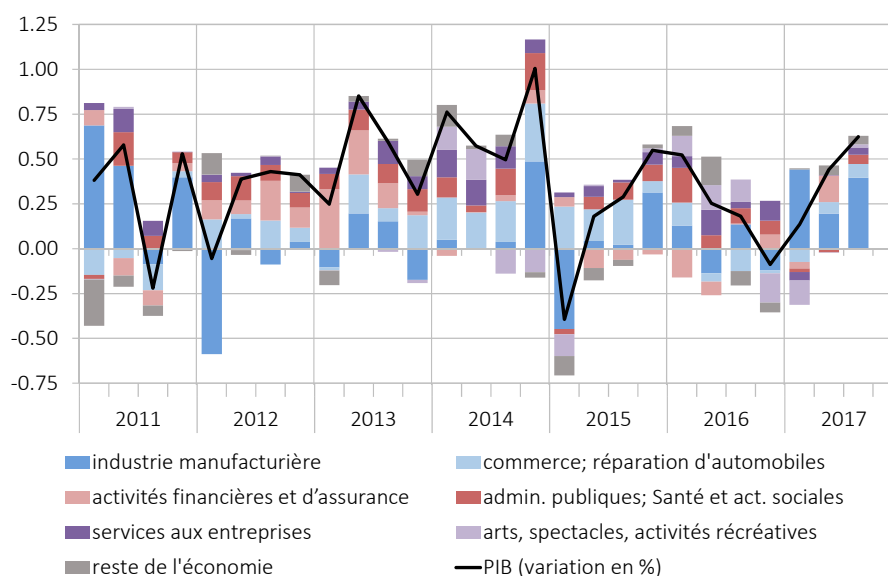


tableau 1 : Evolution du PIB selon l'approche par la production
variation en % par rapport au trimestre précédent, valeurs désaisonnalisées

	2016:4	2017:1	2017:2	2017:3
Industrie manufacturière	-0.7	2.5	1.1	2.2
Construction	1.2	-0.4	-0.2	-0.6
Commerce	-0.1	-0.5	0.5	0.6
Hébergement, restauration	-0.3	0.6	3.5	0.7
Finance, assurance	0.9	-0.4	1.7	-0.1
Services aux entreprises	0.6	-0.3	0.0	0.2
Administration publique	0.1	-0.4	-0.1	0.1
Santé, social	0.9	0.3	-0.1	0.5
Arts, spectacles, activités récréatives	-7.0	-6.3	-0.1	0.9
Autres	-0.8	0.1	0.0	0.5
Produit intérieur brut	-0.1	0.1	0.4	0.6

source : SECO

graphique 42 : Contributions des secteurs à la croissance du PIB
par rapport au trimestre précédent, valeurs réelles désaisonnalisées, en points de pourcentage



source : SECO

Industrie manufacturière : NOGA 10 à 33 ; **Construction** : NOGA 41 à 43 ; **Commerce** : « Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles », NOGA 45 à 47 ; **Hébergement, restauration** : NOGA 55 à 56 ; **Finance, assurance** : « Activités financières et d'assurance », NOGA 64 à 66 ; **Services aux entreprises** : « Activités immobilières » ainsi que « Activités spécialisées, scientifiques et techniques » et « Activités de services administratifs et de soutien », NOGA 68 à 82 ; **Administration publique** : « Administration publique et défense ; sécurité sociale obligatoire », NOGA 84 ; **Santé, social** : « Santé humaine et action sociale », NOGA 86 à 88, **Arts, spectacles, activités récréatives** : « Arts, spectacles, activités récréatives et autres activités de service », NOGA 90 à 96.

tableau 2 : Produit intérieur brut selon l'approche par les dépenses
 variation en % par rapport au trimestre précédent, valeurs réelles désaisonnalisées

	2016:4	2017:1	2017:2	2017:3
Consommation des ménages	0.7	0.1	0.2	0.4
Consommation des administrations publiques	0.7	0.2	0.3	0.5
Investissements en construction	0.1	0.1	0.6	-0.1
Investissements en biens d'équipement	-0.7	1.3	0.9	0.9
Exportations de biens hors objets de valeur	-0.9	5.4	0.7	2.1
Exportations de biens hors obj. val. et commerce de transit	-1.8	3.8	1.6	1.2
Exportations de services	10.0	-7.0	-0.5	-0.4
Importations de biens hors objets de valeur	-0.1	-0.9	5.0	-1.6
Importations de services	1.0	-0.8	2.2	-0.7
Produit intérieur brut	-0.1	0.1	0.4	0.6

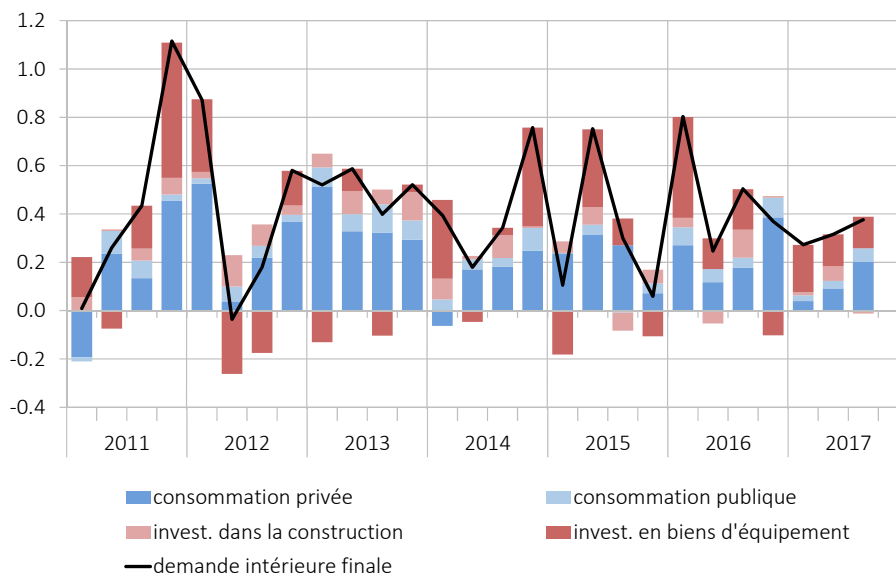
source : SECO

tableau 3 : Contributions à la croissance du PIB
 par rapport au trimestre précédent, valeurs réelles désaisonnalisées, en points de pourcentage

	2016:4	2017:1	2017:2	2017:3
Demande intérieure finale	0.4	0.3	0.3	0.4
Variation des stocks y compris erreur statistique	-1.9	-0.9	1.7	-1.0
Balance commerciale sans or ni objets de valeur	1.4	0.8	-1.5	1.2

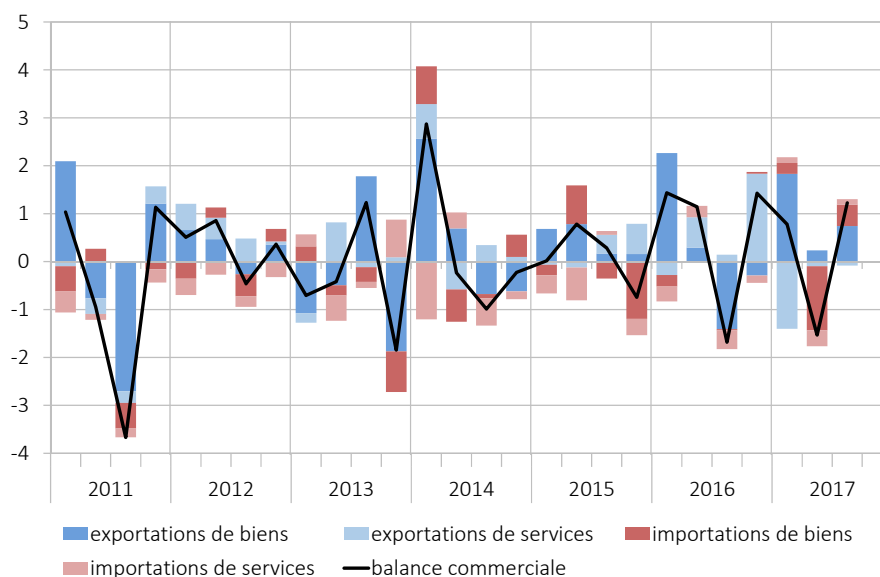
source : SECO

graphique 43 : Composantes de la demande intérieure finale
contributions à la croissance du PIB, par rapport au trimestre précédent,
valeurs réelles désaisonnalisées, en points de pourcentage



source : SECO

graphique 44 : Composantes de la balance commerciale
contributions à la croissance du PIB, par rapport au trimestre précédent, valeurs réelles désaisonnalisées,
en points de pourcentage ; exportations et importations de marchandises sans les objets de valeur



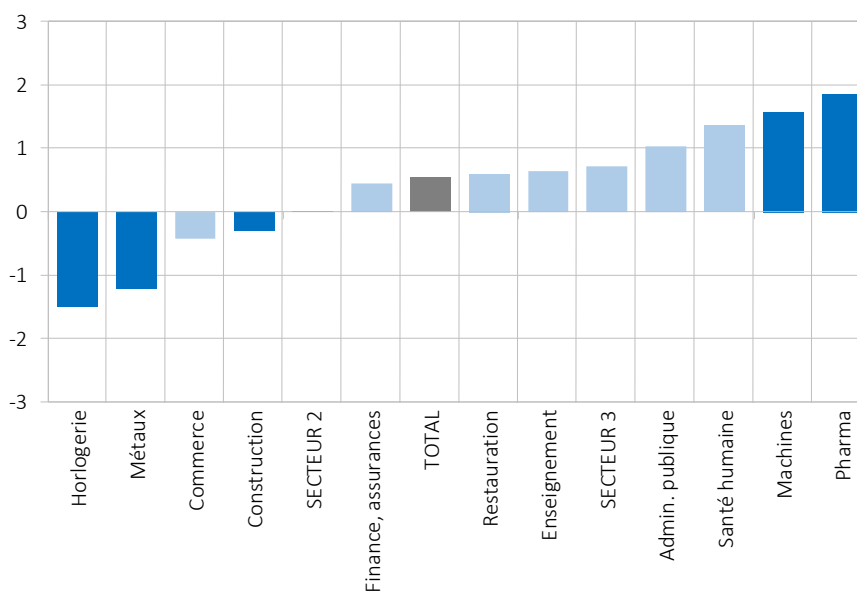
source : SECO

tableau 4 : Emploi dans différents secteurs
quote-parts respectives à l'emploi total, variation en % en comparaison annuelle

	quote-part 2017:3	2016:4	2017:1	2017:2	2017:3
SECTEUR 2	25.7	-1.5	-0.7	-0.4	0.0
Industrie pharmaceutique	1.1	-0.9	1.4	2.0	1.9
Produits métalliques	2.4	-2.5	-0.1	-1.0	-1.2
Horlogerie	2.6	-4.2	-4.5	-2.2	-1.5
Machines	2.0	0.9	0.7	1.5	1.6
Construction	8.3	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3
SECTEUR 3	74.3	0.7	0.6	0.4	0.7
Commerce	13.7	1.1	0.2	-0.2	-0.4
Restauration	4.8	-1.0	-1.7	-0.8	0.6
Finance, assurances	5.6	-0.7	0.1	0.4	0.4
Activités spécialisées	8.5	1.7	1.5	1.1	0.4
Activités de services administratifs	6.0	0.4	3.1	2.3	2.2
Administration publique	4.2	0.1	-0.5	0.2	1.0
Enseignement	5.6	0.1	0.5	0.0	0.6
Santé humaine	12.6	2.5	1.8	1.8	1.4
TOTAL	100.0	0.1	0.2	0.2	0.5

source : OFS (STATEM)

graphique 45 : Evolution de l'emploi au 3^e trimestre de 2017
équivalents plein temps, variation en % en comparaison annuelle



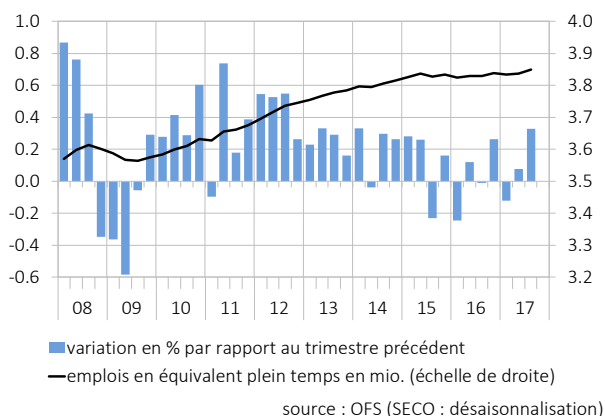
source : OFS (STATEM)

Pharma : « Industrie pharmaceutique », NOGA 21 ; **Métaux** : « Fabrication de produits métalliques », NOGA 24 à 25 ; **Horlogerie** : « Fabrication de produits informatiques, électroniques et optique », NOGA 26 ; **Machines** : « Fabrication de machines et équipements n.c.a. », NOGA 28 ; **Construction** : NOGA 41 à 43 ; **Commerce** : « Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles », NOGA 45 à 47 ; **Restauration** : « Hébergement et restauration » NOGA 55 à 56 ; **Finance, assurances** : « Activités financières et d'assurance », NOGA 64 à 66 ; **Activités de services administratifs** : « Activités de services administratifs et de soutien », NOGA 77, 79 à 82 ; **Administration publique** : « Administration publique et défense ; sécurité sociale obligatoire », NOGA 84 ; **Enseignement** : NOGA 85 ; **Santé humaine** : « Santé humaine et action sociale », NOGA 86 à 88.

Marché du travail

Au 3^e trimestre 2017, l'emploi a repris sa progression après avoir généralement stagné depuis le début de 2015 (graphique 46). D'après la statistique de l'emploi (STATEM), le volume de l'emploi représentait au 3^e trimestre environ 3,9 millions d'équivalents plein temps (EPT). En comparaison annuelle, l'emploi a augmenté de 20 700 EPT, soit de 0,5 %, ce qui représente, en termes désaisonnalisés, une progression d'environ 0,3 % par rapport au trimestre précédent. La très récente accélération de la croissance du PIB semble ainsi se refléter dans le dynamisme accru de la croissance de l'emploi.

graphique 46 : Emploi
valeurs désaisonnalisées

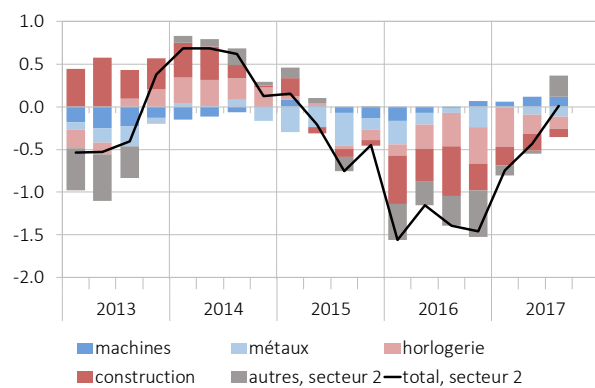


Dans le secteur industriel (secteur secondaire), les signes indiquant que le creux de la vague est désormais dépassé vont en se multipliant. Au 3^e trimestre 2017, le niveau de l'emploi était le même qu'une année plus tôt. Ainsi, pour la première fois depuis le 2^e trimestre 2015, son taux de croissance n'était plus négatif (graphique 47 ; tableau 4, page 25). Des impulsions positives sont venues essentiellement de l'industrie alimentaire (+1 800, soit 2,4 %), de l'industrie pharmaceutique (+800, soit 1,9 %) et de l'industrie des machines (+1 200, soit 1,6 %). L'évolution de l'emploi est restée légèrement négative dans le secteur de la construction (-900, soit -0,3 %) et l'industrie des métaux (-1 100, soit -1,2 %). Dans la branche horlogère également, l'emploi affichait encore, au 3^e trimestre 2017, des valeurs inférieures à celles enregistrées une année plus tôt (-1 500, soit -1,5 %). À noter toutefois que ce recul ne devrait pas s'être aggravé durant les deux derniers trimestres.

L'emploi n'est plus en recul dans le secteur industriel

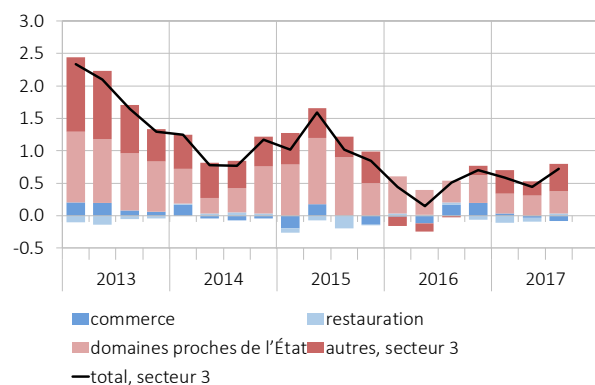
graphique 47: Équivalents plein temps dans le secteur secondaire

variation en % et contributions respectives des branches (en points de pourcentage) en comparaison annuelle



graphique 48: Équivalents plein temps dans le secteur tertiaire

variation en % et contributions respectives des branches (en points de pourcentage) en comparaison annuelle



Dans le secteur des services, l'emploi a connu, comme au cours des trimestres précédents, une évolution positive (graphique 48 ; tableau 4, page 25), progressant au 3^e trimestre 2017 de 20 600 EPT (0,7 %) en évolution annuelle. Cette croissance s'est surtout fait jour à la rubrique santé humaine et action sociale (+6 600, soit 1,4 %). Outre les services proches de l'État, divers services privés continuent de fournir une contribution de plus en plus importante à la croissance. Dans le domaine des activités de services administratifs et de soutien, l'emploi, au 3^e trimestre 2017, a marqué une progression de l'ordre de 5 300 EPT (2,5 %) par rapport au même trimestre de l'année précédente. Dans l'hôtellerie et la restauration, l'emploi a connu, pour la première fois depuis trois semestres, une évolution positive (+1 100, soit

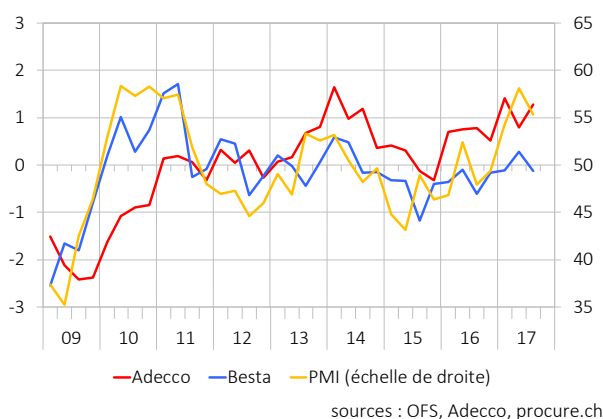
0,6 %). Dans le domaine des services financiers et des assurances, il a également connu, en comparaison annuelle, une progression de l'ordre de 900 EPT. Cette croissance fut toutefois exclusivement le fruit de l'évolution positive des activités d'assurance. Dans les services financiers, par contre, l'emploi, pour le sixième semestre consécutif, a poursuivi son cours négatif (-1 500, soit -1,2 %). Dans le commerce, l'emploi a aussi régressé d'environ 2 200 EPT (-0,4 %) en l'espace d'un an.

Les perspectives d'emploi ont également été positives au 3^e trimestre, en particulier dans le secteur industriel. L'indicateur des perspectives d'emploi de la STATEM s'est amélioré de 3,0 % par rapport à la même période de l'année précédente. Dans l'industrie des machines, les perspectives d'emploi antérieures, déjà optimistes, se sont concrétisées au 3^e trimestre par une croissance de l'emploi en comparaison annuelle ; dans l'industrie horlogère, les perspectives – de plus en plus optimistes depuis trois trimestres – sont toutefois allées de pair avec une stabilisation du niveau d'emploi. Dans le secteur des services, les perspectives d'emploi sont restées positives au 3^e trimestre, à un niveau comparable au même trimestre de l'année précédente.

Bonnes perspectives d'emploi dans l'industrie

graphique 49 : Perspectives du marché du travail

Adecco et STATEM : écarts standardisés par rapport à la moyenne ; PMI : valeurs désaisonnalisées au dernier mois du trimestre



Dans l'indice des directeurs d'achat pour l'industrie (PMI), le sous-indice désaisonnalisé de l'emploi affichait une valeur de 54,8 points en novembre 2017, se plaçant ainsi nettement au-dessus du seuil de croissance de 50 points, traduisant une augmentation des effectifs. La part des entreprises (24 %) qui embauchaient du personnel était deux fois plus importante que celle des entreprises qui réduisaient leur effectif. L'indicateur de l'emploi KOF – révisé et désormais désaisonnalisé – marque lui aussi une reprise qui se poursuit. Avec 2,4 points pour le 4^e trimestre 2017, l'indicateur affiche à nouveau une valeur

supérieure au seuil de croissance. Quant aux résultats des perspectives d'emploi, elles sont encore plus positives puisque l'indice partiel y relatif marque 4,8 points.

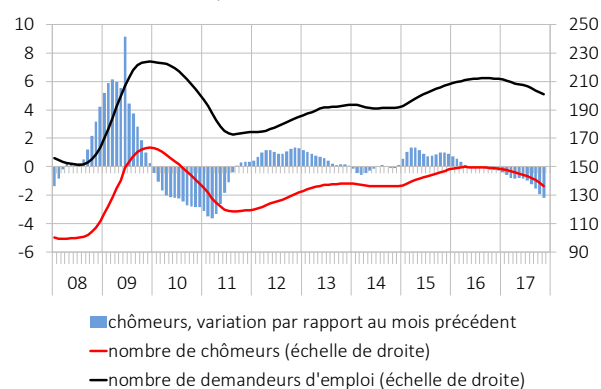
En matière de places de travail, la situation reste positive : en évolution annuelle, l'indice des places vacantes de la STATEM a augmenté de 7,5 %, ce qui correspond à une progression de l'ordre de 4 100 emplois. Le secteur industriel a connu une forte augmen-

Postes vacants : situation toujours positive

tation du nombre des places vacantes. L'indice Adecco du marché de l'emploi incite également à l'optimisme : en termes désaisonnalisés, il a augmenté de 7 % en évolution trimestrielle. Les perspectives d'emploi, favorables depuis plusieurs mois, le dynamisme de la croissance de l'emploi et le développement accéléré de l'économie réelle depuis le début de l'année se conjuguent.

graphique 50 : Chômeurs inscrits et demandeurs d'emploi

valeurs corrigées des influences saisonnières et des effets calendaires et aléatoires, en milliers



Si le nombre des chômeurs, après l'abandon du cours plancher et le faible développement économique qui s'est ensuivi depuis janvier 2015, a augmenté jusqu'à mi-2016, sa baisse a été depuis lors de plus en plus rapide. À fin novembre 2017, en valeur corrigée des influences saisonnières et des effets calendaires et aléatoires, environ 200 800 personnes étaient encore inscrites à un office régional de placement (ORP) comme demandeurs d'emploi (chômeurs inscrits et demandeurs d'emploi non inscrits comme chômeurs, qui participent à des programmes d'activation de l'AC). Sur ce nombre, quelque 136 600 personnes étaient au chômage. En valeur corrigée des influences saisonnières et des effets calendaires et aléatoires, les demandeurs d'emploi représentaient ainsi un taux de 4,5 % et les chômeurs, de 3,0 %. Ces chiffres témoignent, eux aussi, du dynamisme accru de la reprise conjoncturelle en Suisse.

Le chômage en recul depuis mi-2016

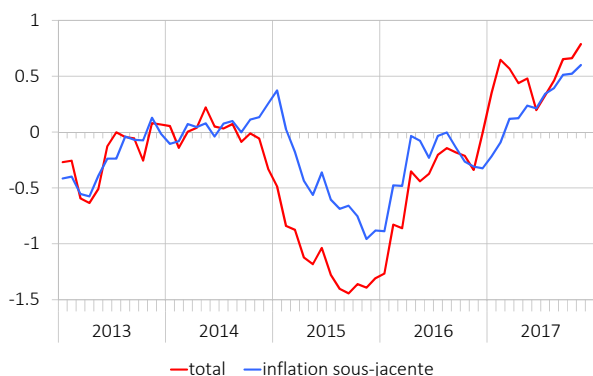
Prix

L'inflation, calculée sur la base de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), a poursuivi sa hausse au cours des derniers mois, atteignant 0,8 % en novembre, soit le taux le plus élevé depuis mars 2011. Le retour à la hausse des prix des produits pétroliers et la nouvelle hausse de l'inflation sous-jacente ont favorisé l'augmentation de l'inflation. L'inflation sous-jacente, qui excepte de ses composantes les produits frais et saisonniers, l'énergie et les carburants, est passée successivement de -0,3 % au début de l'année à 0,6 % en novembre 2017 (graphique 51).

L'inflation grimpe à 0,8 % en novembre

graphique 51 : Indice des prix à la consommation (IPC)

variation en % sur un an ; inflation sous-jacente : sans les produits frais et saisonniers, l'énergie et les carburants



source : OFS

Si les prix des services (notamment des loyers) ont de plus en plus contribué à l'augmentation de l'inflation sous-jacente jusqu'au milieu de l'année, ce sont plutôt les effets de la dépréciation du franc qui ont influencé par la suite l'évolution des prix. Ainsi, au cours des trois derniers mois, les prix des biens et services importés (sans les produits pétroliers) ont enregistré, pour la première fois depuis le début de la phase d'appréciation du franc inaugurée par la crise financière de 2008, une nette hausse en comparaison annuelle, de l'ordre de 0,3 % en novembre (graphique 52).

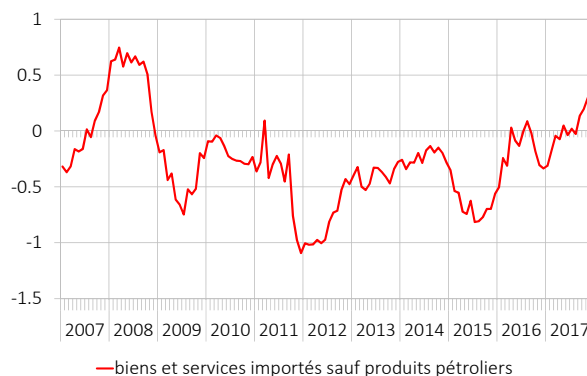
La hausse des prix des importations se reflète dans une augmentation correspondante de la contribution des marchandises à l'évolution de l'inflation (graphique 53). Alors qu'en août, la composante IPC Biens sauf produits pétroliers, avec -0,2 point de pourcentage, avait encore contribué négativement à l'inflation, elle a soutenu en

novembre son mouvement ascendant, avec +0,2 point de pourcentage. Cette augmentation est due essentiellement à des groupes de marchandises en majeure partie importées. Ainsi, on a pu observer ces derniers mois, dans la rubrique Articles d'habillement et chaussures, une hausse toujours plus forte des prix en évolution annuelle. En outre, comparés à ceux de l'année précédente, les rabais sur les prix des véhicules et des articles d'aménagement intérieur ont sensiblement diminué.

0,6 % d'inflation sous-jacente

graphique 52 : Inflation des biens et services importés excluant les produits pétroliers

variation en % sur un an



source : OFS

La contribution positive à l'IPC de la part des services s'est en revanche réduite de 0,1 point de pourcentage depuis le mois d'août. Pourtant, en novembre, elle était encore d'environ 0,4 point de pourcentage. La réduction de cette contribution est essentiellement due aux réductions de loyer qui, après le dernier abaissement du taux de référence (en juin), sont entrées en vigueur pour la première fois en novembre. S'il a manifestement freiné la tendance générale à la hausse de la composante IPC Loyers¹⁵, cet effet a toutefois été partiellement neutralisé par une augmentation des frais de chauffage consécutive à la hausse des prix des produits pétroliers. Cette hausse se reflète également dans l'accroissement récent de la contribution de la composante IPC Produits pétroliers, revenue à 0,2 point de pourcentage en novembre.

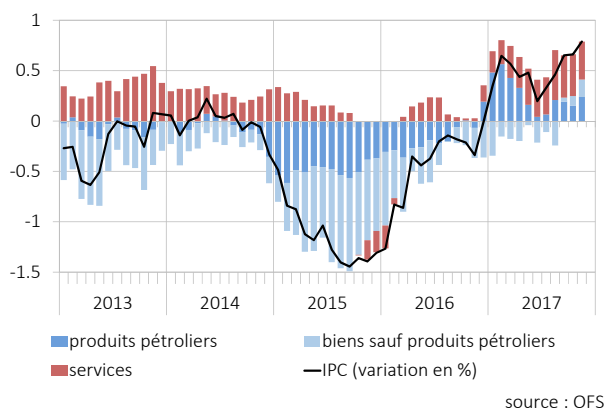
Premières réductions de loyer après l'abaissement du taux de référence

¹⁵ La composante IPC Loyers mesure l'évolution moyenne des prix de tous les logements loués, ce qui signifie qu'il est basé pour une bonne part sur l'évolution des loyers existants. Les loyers de l'offre, c.-à-d. des objets offerts sur le marché, qui sont un meilleur indicateur de la situation dans le secteur immobilier, mesurent en revanche l'évolution des prix des logements nouvellement mis en location sur le marché. Cet indice s'est progressivement réduit depuis mi-2015 au fur et à mesure de l'augmentation du nombre des logements vacants.

Compte tenu de la dépréciation du franc et des cotations à la hausse sur les marchés internationaux des matières premières, les prix de l'offre ont également augmenté. Le taux de renchérissement de l'offre totale des produits fabriqués en Suisse et des produits importés s'est accru, passant de 0,6 % en août à 1,2 % en novembre (graphique 54).¹⁶

graphique 53 : Inflation selon la catégorie de biens

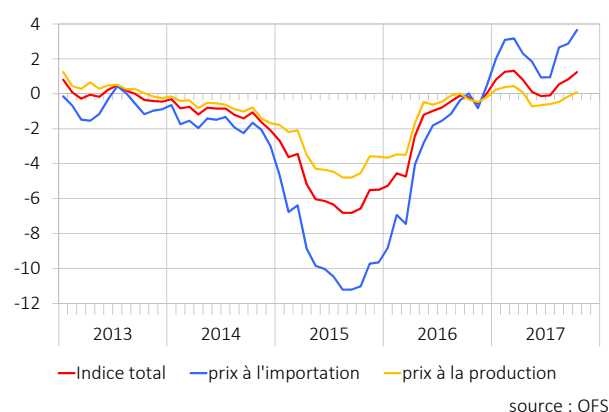
variation en évolution annuelle en % ; contribution, en points de pourcentage, selon la catégorie de biens



Les causes principales de l'augmentation ont été les prix à l'importation. En effet, le taux de renchérissement de 1 % enregistré l'année précédente a grimpé, du fait de la dépréciation, à près de 4 % depuis l'été. Des résultats d'enquête tendent à indiquer que les prix de l'offre pourraient poursuivre leur hausse ces prochains mois. Ainsi, l'indice partiel du PMI portant sur les prix d'achat s'est hissé en octobre à 73,2 points, atteignant en novembre des niveaux supérieurs à 70 points, soit bien au-dessus de la moyenne historique.

graphique 54 : Prix de l'offre

variation en % sur un an



¹⁶ L'indice des prix de l'offre totale se compose de l'indice des prix à la production, c.-à-d. l'indice des prix concernant les ventes en Suisse et les exportations, et de l'indice des prix à l'importation. Tandis que l'indice des prix à la production mesure l'évolution des prix en Suisse sur la base des biens et services produits par des entreprises suisses et étrangères et vendus en Suisse ou à l'étranger, l'indice des prix à l'importation tient compte de l'évolution des prix des produits importés.

Prévisions conjoncturelles

Aperçu

Pour les trimestres à venir, le Groupe d'experts de la Confédération escompte une vigoureuse reprise conjoncturelle en Suisse. S'il faut s'attendre, pour 2017, à une croissance modérée du PIB de 1,0 % en raison d'un premier semestre médiocre, la reprise économique mondiale laisse prévoir pour 2018 une croissance du PIB de l'ordre de 2,3 % – soit très forte en comparaison historique – et une solide croissance, estimée à 1,9 % pour 2019, à laquelle contribuent le commerce extérieur

comme l'économie domestique. Le dynamisme de la reprise devrait entraîner une sensible progression de l'emploi et le chômage devrait encore perdre du terrain. Le renchérissement devrait légèrement fléchir en 2018, notamment en raison d'une faible évolution des loyers, puis reprendre en 2019 un cours ascendant du fait de la reprise conjoncturelle. Sous l'angle des risques et des chances, les perspectives conjoncturelles à court terme brossent un tableau équilibré.

Situation générale

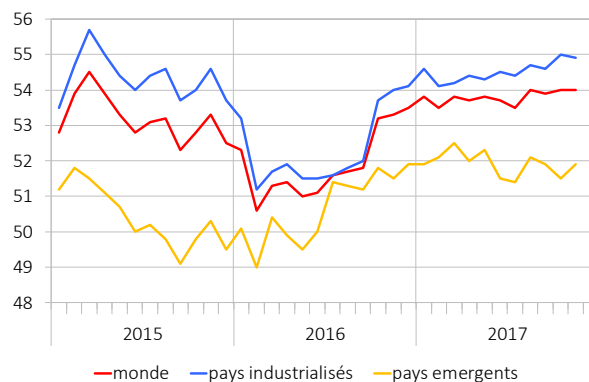
L'économie mondiale a gagné en dynamisme au cours de l'année 2017. De nombreux pays industrialisés ont connu, aux 2^e et 3^e trimestres, une croissance nettement supérieure à la moyenne. Des signes globalement positifs proviennent des grands pays émergents, même si la situation y est plus hétéroclite que dans les pays industrialisés. Alors que les dernières prévisions conjoncturelles avaient indiqué pour le 3^e trimestre une évolution de la conjoncture mondiale supérieure à la moyenne, la réalité a même dépassé ces attentes. De plus, les indicateurs actuels laissent entrevoir que ce dynamisme n'a pas désembré au 4^e trimestre 2017. Compte tenu de l'évolution, meilleure que prévu, et de perspectives positives, le Groupe d'experts a revu à la hausse ses prévisions concernant l'évolution économique mondiale dans les années à venir.

**Prévisions positives
dépassées au
3^e trimestre 2017**

Les enquêtes sur le climat de consommation au dernier trimestre de 2017 se présentent sous un jour positif. Au cours des derniers mois, l'indice global des directeurs d'achats de l'industrie et du secteur des services est resté stable, à 54 points, soit au-dessus du seuil de croissance de 50 points (graphique 55). Pour les pays industrialisés, l'indice a même légèrement augmenté au cours de l'an-

née, ce qui traduit une évolution positive et un dynamisme soutenu. Les signaux émanant des pays émergents sont plus mitigés. Depuis sa reprise en 2016, l'indice des directeurs d'achats de l'industrie s'est stabilisé au-dessus du seuil de croissance, mais n'a pas progressé davantage.

graphique 55 : Indice des directeurs d'achat, production industrie et services, désaisonnalisé, seuil de croissance = 50



source : Markit

Après un début d'année timide, l'économie des **États-Unis** a affiché une croissance dynamique, de l'ordre de 0,8 %, au 2^e comme au 3^e trimestre 2017¹⁷. D'après les indicateurs disponibles, la dynamique de croissance devrait se poursuivre au 4^e trimestre. La situation favorable sur le marché du travail incite également à la confiance.

¹⁷ Ci-après sont commentés (sauf indication contraire) les agrégats des comptes nationaux, selon le SEC 2010, en valeurs réelles chaînées (corrigées des variations saisonnières et des effets calendaires).

Le Groupe d'experts revoit dès lors ses prévisions de croissance du PIB légèrement à la hausse : 2,2 % en 2017 et 2,3 % en 2018. Un léger fléchissement de la croissance (2,0 %) est prévu pour 2019 (tableau 5). L'hypothèse sous-jacente est en l'occurrence que la Réserve fédérale relèvera encore le taux directeur. Par contre, les effets éventuels de la réforme fiscale prévue ne sont pas pris en compte. L'incertitude reste de mise quant à la rapidité et à l'ampleur des conséquences de la réforme sur la croissance économique après qu'elle sera entrée en vigueur. La réduction des impôts sur les sociétés devrait exercer des effets positifs, du moins à court terme, car elle favorisera l'implantation et diminuera les charges des entreprises. Toutefois, à moyen terme, la réforme risque d'aggraver la dette publique, ce qui pourrait être un frein à la croissance.

Dans la **zone euro**, la croissance économique est, depuis cinq trimestres, supérieure à la moyenne, avec des taux de croissance de l'ordre de 0,6 à 0,7 %. La situation apparaît ainsi bien plus favorable qu'on ne le prévoyait quelques trimestres auparavant. La croissance s'appuie sur une large assise géographique, la situation s'est encore améliorée sur le marché du travail et les indicateurs de confiance sont favorables. Le Groupe d'experts revoit par conséquent ses prévisions sensiblement à la hausse et prévoit maintenant une croissance du PIB de 2,3 % en 2017 et de 2,1 % en 2018. Il estime qu'en 2019 la croissance devrait atteindre 1,8 % et demeurer ainsi supérieure à la moyenne. Ce faisant, il admet l'hypothèse que la Banque centrale européenne ne relèvera pas les taux directeurs avant 2019.

Dans quelques pays de la zone euro subsiste, après la crise financière et la crise de la dette, un important potentiel de rattrapage qui pourrait induire une forte croissance sur une période assez prolongée. D'autres pays, par contre, connaissent depuis assez longtemps une croissance supérieure à leur potentiel, si bien qu'il devrait se produire à moyen terme un retour à des taux de croissance plus faibles. L'un d'eux est l'**Allemagne**, pour laquelle le Groupe d'experts prévoit une croissance du PIB de 2,5 % en 2017. Vu le niveau historiquement bas du taux de chômage et les records que laissent escompter les indicateurs de confiance, il apparaît très improbable que cette dynamique fléchisse de manière abrupte dans les trimestres à venir. La prévision concernant la croissance du PIB en 2018 a par conséquent été corrigée nettement à la hausse et établie désormais à 2,2 %. Toutefois, après plusieurs années de croissance supérieure au potentiel, un fléchissement est attendu pour 2019, avec un taux de 1,7 %.

Le **Royaume-Uni** a connu une évolution moins dynamique que d'autres pays industrialisés. Durant les trois premiers trimestres de 2017, la progression du PIB n'y a

atteint qu'environ la moitié de celle enregistrée dans la zone euro. Ce faible développement pourrait notamment tenir à certaines conséquences de la décision de quitter l'UE (Brexit). Deux raisons pourraient freiner les dépenses de consommation ces prochains trimestres : d'une part, le recul de l'immigration nette et, d'autre part, la baisse des revenus réels due à la forte inflation. De plus, vu le climat d'incertitude, les entreprises pourraient se montrer réticentes à investir tant que ne sera pas réglée la question des nouveaux rapports avec l'Union européenne. S'en tenant pour l'essentiel aux hypothèses admises, le Groupe d'experts prévoit une croissance du PIB de 1,5 % pour 2017, puis un fléchissement à 1,3 % en 2018 et 2019. Ces perspectives partent de l'idée que le Royaume-Uni et l'Union européenne pourront se mettre d'accord quant à l'avenir de leurs relations (par ex. sous la forme d'un régime transitoire ou d'un accord commercial). Mais en cas de rupture de ces relations sans qu'une solution de rechange ait pu être mise en place, la croissance au Royaume-Uni pourrait en pâtir.

Au **Japon**, la croissance économique dépasse depuis un certain temps le potentiel de développement. Grâce à la reprise conjoncturelle globale, le commerce extérieur devrait encore stimuler la croissance au cours des prochains trimestres. La politique expansive en matière monétaire et fiscale y contribue également. C'est pourquoi le Groupe d'experts s'en tient à sa prévision de 1,6 % pour 2017, ce qui représente pour le Japon un taux élevé dans une comparaison sur le long terme. Pour 2018, il revoit ses perspectives nettement à la hausse, prévoyant 1,2 %. Toutefois, à moyen terme, il faut s'attendre à la disparition des stimuli de la politique économique, ce qui signifie que le taux de croissance du PIB devrait de nouveau s'abaisser, se rapprochant du niveau de croissance potentielle. La croissance du PIB attendue pour 2019 est par conséquent de l'ordre de 0,8 %.

Les perspectives des pays du groupe **BRIC** (Brésil, Russie, Inde et Chine) paraissent globalement réjouissantes. En Chine, la croissance économique durant les trois premiers trimestres de 2017 a été plus forte que prévu, ce qui devrait se traduire par un dépassement du taux de 6,8 % enregistré l'année précédente. Alors que l'on continue de penser que la mutation structurelle de l'économie chinoise induira, avec le temps, une baisse du taux de croissance, le ralentissement escompté semble une fois encore remis à plus tard. En Inde, la croissance est demeurée relativement faible, mais elle devrait retrouver à l'avenir davantage de dynamisme. Des réformes structurelles, notamment la grande réforme fiscale de l'été 2017, devraient avoir à moyen terme un impact positif sur la croissance. La Russie et le Brésil sortis de la récession, ont affiché au premier semestre de 2017 un bon rythme de croissance. Quoique réservées, les perspec-

tives demeurent positives. Les deux pays profitent momentanément de la hausse des prix des matières premières. La croissance devrait toutefois rester modérée à moyen terme. Le Groupe d'experts n'a relevé que de façon minime sa prévision quant à l'évolution du PIB des pays du groupe BRIC. Les taux de croissance prévus sont de 5,6 %, 5,7 % et 5,6 % pour la période de 2017 à 2019.

En pondérant l'évolution prévue du PIB des pays industrialisés et émergents pondérés par leur part respective aux exportations suisses, on obtient un indicateur de la demande mondiale de produits exportés par la Suisse. Selon les hypothèses du Groupe d'experts, la demande mondiale a évolué sans rien perdre de son dynamisme au 4^e trimestre 2017 (graphique 56). En 2018, sa croissance sera encore légèrement supérieure à la moyenne, mais elle ralentira un peu dans le courant de 2019.

Prévisions pour la Suisse

Rompant avec le rythme de croissance hésitant qui était le sien au cours du premier semestre de 2017, l'économie suisse a fait preuve de dynamisme au 3^e trimestre.

En outre, la reprise a gagné en assise : alors que la croissance du PIB, au début de l'année, était

portée presque exclusivement par le secteur industriel, l'essor s'est depuis lors étendu à la plupart des branches des services. Néanmoins, vu la timidité de la croissance au premier semestre, il ne faut s'attendre, pour l'ensemble de l'année 2017, qu'à un taux modéré de **croissance du PIB** ne dépassant pas 1,0 % (prévision de septembre : 0,9 %).¹⁸

Les **indicateurs avancés** (climat de consommation, PMI du secteur des services et de l'industrie, baromètre du KOF) – partant de niveaux parfois déjà passablement élevés –

ont encore progressé au cours des derniers mois. Ils laissent ainsi présager, pour le proche avenir, la

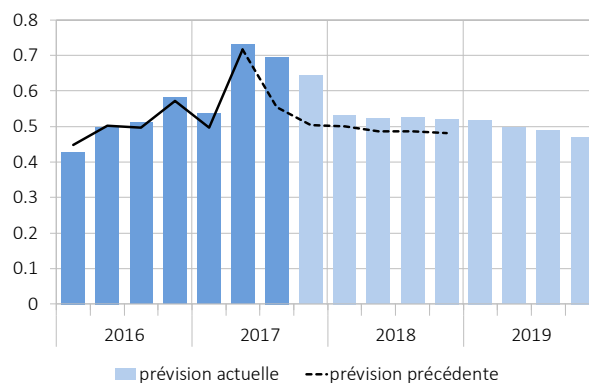
persistance d'une croissance dynamique, voire une accélération du mouvement. La **conjoncture économique mondiale**, toujours plus forte, est source d'impulsions positives. Le Groupe d'experts prévoit par conséquent le maintien à un niveau élevé de la dynamique économique en Suisse au cours des prochains trimestres. Pour 2018, il prévoit une **croissance du PIB** de l'ordre de 2,3 % (prévision de septembre : 2,0 %). En 2019, la croissance devrait rester robuste, bien qu'un peu ralentie. Ensuite, les impulsions

Croissance du PIB en 2017 : +1,0%

**Croissance du PIB :
+2,3% en 2018 ,
+1,9% en 2019**

graphique 56 : Demande mondiale

PIB des principaux partenaires commerciaux de la Suisse, pondérés par les exportations ; variation en % par rapport au trimestre précédent ; valeurs réelles, désaisonnalisées ; évolution effective et prévision



source : Groupe d'experts de la Confédération

positives venant de l'étranger et résultant de la dernière dépréciation du franc suisse s'affaibliront.

La reprise est soutenue par le **secteur suisse des exportations**, qui bénéficie de la très bonne situation économique mondiale et de la dépréciation du franc suisse, dont la valeur pondérée et corrigée de l'évolution des prix en Suisse et à l'étranger était, en novembre, à nouveau plus faible que celle enregistrée avant l'abandon du taux plan-

cher en janvier 2015. Pour la période de prévision, le Groupe d'experts table sur une croissance des exportations robuste et largement étayée : en l'occurrence, la reprise devrait s'étendre de plus en plus aux branches sensibles à la conjoncture et au cours du change telles que le tourisme, l'industrie des machines, de l'électronique et des métaux ou l'industrie horlogère. Par ailleurs, les exportations du secteur chimie/pharma devraient continuer de se développer positivement. Compte tenu de l'augmentation de l'activité d'investissement sur le marché intérieur et de la part importante de la consommation intermédiaire dans les importations, ces dernières promettent également une croissance solide durant la période de prévision. La croissance sera toutefois surpassée par le dynamisme des exportations. Dans l'ensemble, le commerce extérieur contribuera donc notablement à la croissance du PIB durant les trois années de prévision.

Conjoncture mondiale et dépréciation stimulent le commerce extérieur

¹⁸ Pour plus de détails concernant l'évolution récente de la conjoncture en Suisse, voir p. 15 sqq.

Des impulsions positives sont également attendues de la **demande intérieure**. Les investissements en biens d'équipement devraient sensiblement augmenter étant donné que l'utilisation des capacités de production, déjà élevées, devraient encore considérablement s'intensifier. La consommation privée, cependant, ne devrait croître que modérément : tandis que la croissance démographique et l'embellie sur le marché du travail soutiennent la demande intérieure, la croissance de la consommation est freinée par la faible évolution des salaires réels. Sous la pression des programmes d'économies, les dépenses des administrations publiques devraient afficher un taux de croissance légèrement en dessous de la moyenne. Vu l'augmentation du nombre de logements vacants, la consolidation des investissements dans la construction devrait se poursuivre à un haut niveau, d'où la probabilité d'un léger fléchissement des taux de croissance, qui devraient toutefois rester positifs.

Impulsions positives de la demande intérieure

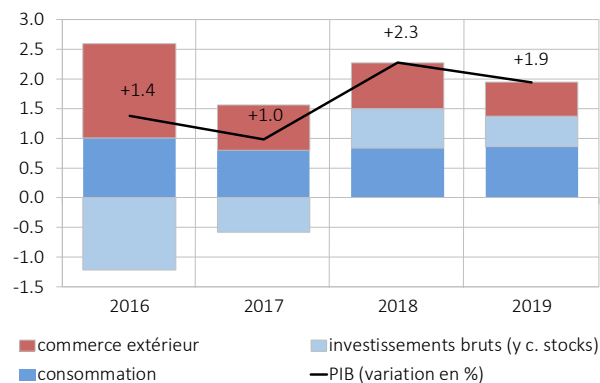
L'accélération de la croissance envisagée pour la période de prévision devrait s'accompagner d'une amélioration de la situation sur le **marché du travail**. En effet, le Groupe d'experts estime que la croissance de l'emploi, après plusieurs trimestres moroses, connaîtra un net regain. La croissance de l'emploi, de 0,4 % en 2017, devrait atteindre 1,2 % en 2018 et 1,0 % en 2019. Corrélativement, le chômage devrait poursuivre son déclin et passer, de 3,2 % en 2017, à 2,9 % en 2018 et à 2,8 % en 2019.

Risques

S'agissant des perspectives conjoncturelles mondiales, les risques positifs et négatifs sont équilibrés à court terme. Le redressement conjoncturel pourrait, d'une part, être plus marqué et durer plus longtemps que prévu ; il pourrait, d'autre part, se conjuguer avec une nouvelle dépréciation du franc suisse. Dans les deux cas, cela se traduirait par une impulsion supplémentaire pour l'économie suisse. Par ailleurs, les risques politiques internationaux demeurent notables. À cet égard, il convient de mentionner, en particulier, le différend sur la Corée du Nord, les prochaines élections parlementaires en Italie et les zones d'ombre dans la mise en œuvre du Brexit. Si ces risques augmentaient (p. ex. dans le cas où les dissensions au sujet de la Corée du Nord s'intensifieraient) ou se matérialisaient partiellement, le franc suisse pourrait à nouveau subir une pression à la hausse et ralentir les exportations suisses.

graphique 57 : Produit intérieur brut et composantes

valeurs réelles, contributions des composantes en points de pourcentage, sans objets de valeur ; 2017-2019 : prévisions



sources : OFS, SECO, Groupe d'experts de la Confédération

À la faveur de la hausse du prix du pétrole et de la dépréciation du franc suisse, le renchérissement s'est normalisé en 2017, avec une moyenne annuelle qui devrait s'établir à 0,5%. Compte tenu de la réduction du taux d'intérêt de référence, en juin 2017, des baisses de loyers sont attendues pour 2018. En outre, la réduction de la TVA est susceptible de freiner le renchérissement, raison pour laquelle l'inflation devrait temporairement se replier à 0,3 %. Sous l'effet de la reprise conjoncturelle, le renchérissement devrait revenir à la hausse en 2019 et s'établir à 0,7 %.

Une incertitude marquée résulte également de la politique économique américaine et de la réforme fiscale envisagée, dont l'impact sur l'économie suisse, au bout du compte, est difficile à évaluer. Si la réforme fiscale devait avoir un effet positif sur la croissance aux États-Unis et, de ce fait, sur la demande d'exportations suisses, elle pourrait également se traduire par des délocalisations vers les États-Unis, en raison d'une fiscalité plus attrayante, d'où un impact négatif sur la croissance de la Suisse.

En Suisse, le secteur de la construction présente un risque conjoncturel : l'augmentation du nombre de logements dénote une surcapacité croissante, ce qui pourrait affaiblir encore ce secteur.

À moyen terme, certains risques structurels sont également à prendre en compte. À cet égard, on retiendra par exemple le fort endettement de certains États (tels que la Grèce et l'Italie) et du secteur privé (notamment en

Chine), le système financier s'en trouvant vulnérabilisé. En outre, les valorisations boursières actuellement très élevées entraînent le risque de brusques retours de balancier susceptibles de porter gravement à conséquence pour l'économie. Au niveau mondial, la mise en œuvre des réformes structurelles visant à consolider à moyen terme la croissance potentielle ne progresse qu'à pas

comptés. En outre, si les nombreux risques qui se profilent actuellement venaient à entraîner un ralentissement critique de l'activité économique, la politique monétaire et fiscale, vu l'expansivité qui la caractérise, ne disposerait que d'une marge de manœuvre très limitée pour stabiliser l'économie réelle.

tableau 5 : Conjoncture internationale et cadre monétaire, décembre 2017¹⁹

sauf mention contraire, variation en %, valeurs réelles

	2016	2017 *	2018 *	2019 *
Produit intérieur brut, divers pays				
États-Unis	1.5	2.3 (2.2)	2.3 (2.2)	2.0
Zone euro	1.8	2.3 (2.1)	2.1 (1.7)	1.8
Allemagne	1.9	2.5 (2.1)	2.2 (1.7)	1.7
Japon	0.9	1.6 (1.6)	1.2 (0.7)	0.8
Pays du BRIC	5.4	5.6 (5.5)	5.7 (5.6)	5.6
Chine	6.7	6.8 (6.5)	6.4 (6.1)	6.1
Prix du pétrole (USD / baril de Brent)	43.8	53.8 (51.5)	60.0 (52.0)	60.0
Suisse				
Taux d'intérêt pour dépôt à trois mois (Libor) en %	-0.7	-0.7 (-0.7)	-0.7 (-0.7)	-0.4
Rendement des obligations fédérales (10 ans) en %	-0.4	-0.1 (-0.1)	0.2 (0.2)	0.4
Indice réel du cours du franc (pondéré par les exportations)	-1.4	-1.9 (-1.1)	-4.5 (-2.5)	-1.4

sources : offices statistiques respectifs, FMI, BNS, Thomson Reuters

* Hypothèses du Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions, entre parenthèses : hypothèses précédentes

tableau 6 : Conjoncture suisse, décembre 2017²⁰

sauf mention contraire, variation en %, valeurs réelles ; contributions à la croissance en points de pourcentage

	2016	2017 *	2018 *	2019 *
Produit intérieur brut	1.4	1.0 (0.9)	2.3 (2.0)	1.9
Consommation privée	1.5	1.2 (1.3)	1.4 (1.4)	1.5
Consommation de l'État	1.6	1.3 (1.3)	0.7 (1.2)	0.5
Investissements dans la construction	0.9	1.2 (1.4)	1.1 (1.2)	0.3
Investissements en biens d'équipement	4.5	2.8 (2.3)	3.7 (2.3)	3.2
Exportations de biens	6.6	5.2 (4.2)	4.5 (4.0)	4.0
Exportations de services	7.9	0.8 (1.0)	3.6 (3.5)	3.0
Importations de biens	4.4	2.6 (3.6)	3.4 (3.7)	3.5
Importations de services	5.4	2.5 (3.0)	4.7 (4.8)	4.4
Contributions à la croissance du PIB				
Demande intérieure finale	1.7	1.3 (1.3)	1.5 (1.4)	1.4
Commerce extérieur	1.6	0.8 (0.2)	0.8 (0.5)	0.6
Variation des stocks	-1.9	-1.1 (-0.6)	0.0 (0.1)	0.0
Marché du travail et prix				
Emplois en équivalents plein temps	0.0	0.4 (0.3)	1.2 (0.8)	1.0
Chômage (taux en %)	3.3	3.2 (3.2)	2.9 (3.0)	2.8
Indice des prix à la consommation	-0.4	0.5 (0.5)	0.3 (0.2)	0.7

sources : OFS, SECO

* prévisions du Groupe d'expert de la Confédération, entre parenthèses : prévisions précédentes

¹⁹ BRIC : PIB agrégé en parité de pouvoir d'achat (FMI) du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de la Chine.²⁰ Exportations et importations de biens : sans l'or non monétaire, objets de valeur et commerce de transit ; contribution à la croissance du commerce extérieur : sans l'or non monétaire et les objets de valeur.

