

---

Bulletin trimestriel  
1/2015 Mars

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





---

Bulletin trimestriel  
1/2015 Mars

33<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 19 mars 2015	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	22
<b>Tendances conjoncturelles</b>	<b>30</b>
<b>Effets de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse</b>	<b>34</b>
<b>Chronique monétaire</b>	<b>46</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2015 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 19 mars 2015) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 19 mars 2015. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

# 1

## Décision de politique monétaire du 19 mars 2015

### La Banque nationale laisse sa politique monétaire inchangée

La Banque nationale suisse (BNS) laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS est maintenu à  $-0,75\%$ , et les montants exonérés restent inchangés. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attractifs. Le franc est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait continuer à s'affaiblir au fil du temps. La BNS continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle pour définir sa politique monétaire. Aussi interviendra-t-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

La Banque nationale a nettement corrigé vers le bas sa prévision d'inflation conditionnelle par rapport à celle de décembre (voir graphique 1.1 et tableau 1.1). L'appréciation du franc enregistrée depuis la suppression du cours plancher et la forte baisse des cours du pétrole font temporairement descendre la courbe de l'inflation plus bas dans la zone négative. Pour 2015, la Banque nationale a abaissé sa prévision d'inflation de 1 point pour

l'établir à  $-1,1\%$ . L'inflation s'inscrit à son niveau le plus bas, soit  $-1,2\%$ , au troisième trimestre 2015. Par la suite, les baisses de taux d'intérêt intervenues depuis le dernier examen de la situation font remonter la courbe d'inflation plus rapidement que dans la prévision de décembre. En 2016 toutefois, l'inflation s'inscrit encore à  $-0,5\%$  et est donc inférieure de 0,8 point à la prévision de décembre. A partir de 2017 seulement, l'inflation repasse en zone positive pour s'établir à  $0,4\%$ . Cette prévision conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années, et sur un affaiblissement du franc.

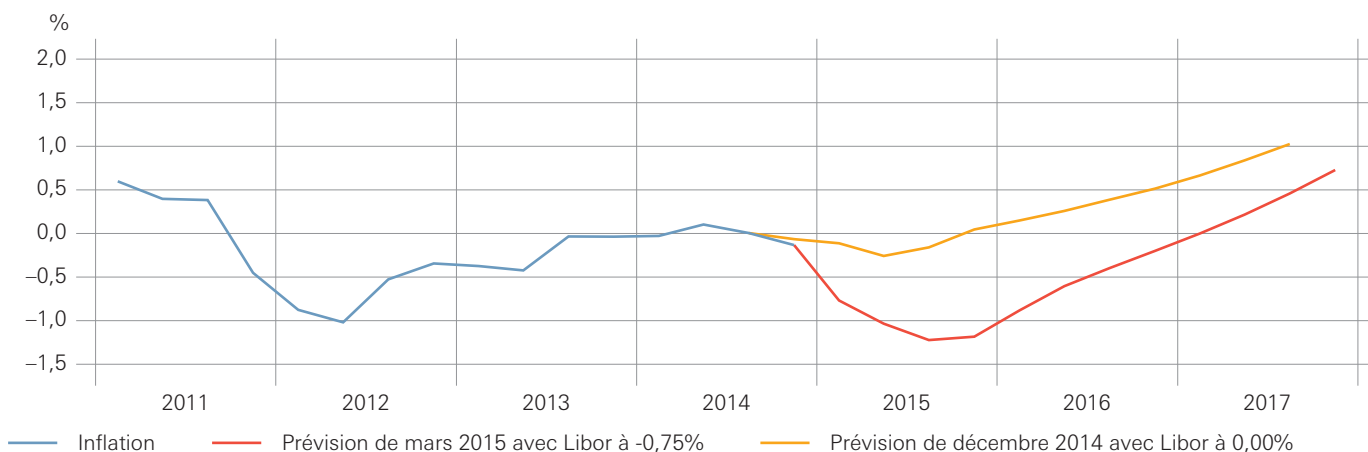
La reprise de l'économie mondiale se poursuit. Aux Etats-Unis, la croissance est restée supérieure à son niveau potentiel au quatrième trimestre 2014. La dynamique économique favorable s'y reflète également dans la progression robuste de l'emploi. Dans la zone euro, la conjoncture s'est quelque peu redressée, en raison surtout de la forte expansion enregistrée en Allemagne durant le trimestre. Au Japon aussi, la demande s'est accrue. Le renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, s'est replié dans le monde entier du fait de la baisse des cours du pétrole. Dans nombre d'économies avancées, l'inflation est passée en dessous de zéro début 2015.

La croissance conjoncturelle mondiale devrait s'affermir progressivement au cours de l'année. Plusieurs facteurs soutiennent cette tendance. Ainsi, le recul marqué des cours du pétrole contribue à une reprise de la demande. De plus, la politique monétaire continue d'être très expansionniste dans les économies avancées. La zone euro en particulier devrait profiter d'un nouveau repli des taux d'intérêt ainsi que d'une dépréciation tangible de la monnaie unique. Enfin, on a pu observer récemment un

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2015

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



Source: BNS.

assouplissement des conditions, jusqu'ici très restrictives, appliquées par les banques européennes à l'octroi de prêts.

Malgré ces développements favorables, les perspectives restent incertaines pour l'économie mondiale. Dans l'ensemble, il existe toujours des risques importants, notamment en raison des incertitudes entourant les perspectives économiques de la Grèce, mais aussi du conflit en Ukraine.

Au quatrième trimestre 2014, la croissance enregistrée par l'économie suisse a de nouveau été plus forte que prévu. Du côté de la production, elle a reposé sur une assise relativement large, et a été surtout soutenue par l'industrie manufacturière. La création de valeur s'est aussi nettement accrue dans le secteur bancaire et dans le secteur public. Du côté de la demande, la consommation et les investissements en biens d'équipement ont connu une évolution positive. Par contre, les exportations de biens et de services ont stagné.

En décembre dernier, la BNS tablait sur une croissance d'environ 2% pour 2015. Cette prévision a dû être révisée en raison de l'appréciation du franc enregistrée depuis mi-janvier. Durant le premier semestre notamment, la conjoncture devrait faiblir sensiblement. Pour l'ensemble de l'année, la Banque nationale ne table plus que sur une progression d'à peine 1% du produit intérieur brut (PIB) en termes réels. Compte tenu de cette évolution, il y a lieu de s'attendre à une nette sous-utilisation des capacités de production sur le court terme, et le chômage devrait augmenter modérément. La consolidation escomptée de la reprise à l'échelle internationale jouera un rôle de soutien.

La progression des prêts hypothécaires a continué de fléchir au quatrième trimestre, et les prix de l'immobilier ont augmenté à un rythme pratiquement inchangé. Dans l'ensemble, les déséquilibres qui se sont formés sur ces marchés au cours des dernières années demeurent élevés. La Banque nationale observe attentivement l'évolution de la situation et examine régulièrement s'il convient d'adapter le niveau du volant anticyclique de fonds propres.

### Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, MARS 2015

	2011				2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	0,0

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2015

	2014				2015				2016				2017				2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de décembre 2014, avec Libor à 0,00%					-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,3	
Prévision de mars 2015, avec Libor à -0,75%					-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,7	-1,1	-0,5	0,4

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

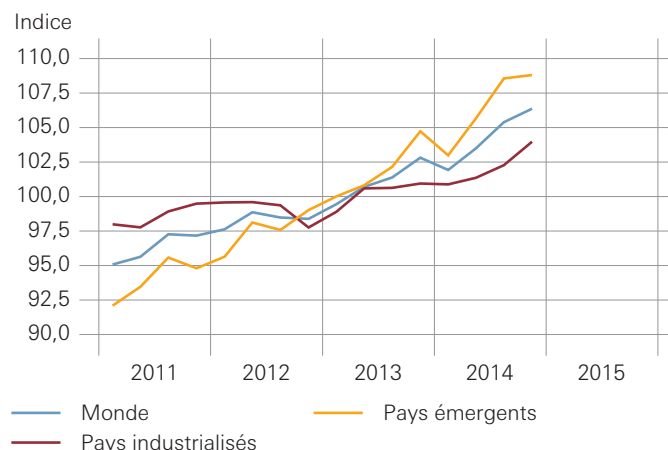
Le redressement de l'économie mondiale s'est poursuivi au dernier trimestre 2014. La politique monétaire expansionniste des pays industrialisés et le recul marqué des cours du pétrole ont contribué à une reprise de la demande. Le commerce mondial s'est affermi (voir graphique 2.1). Le renchérissement, mesuré à l'aide des prix à la consommation, s'est replié du fait de la baisse des cours du pétrole. Dans de nombreuses économies avancées, l'inflation est passée en dessous de zéro début 2015.

Aux Etats-Unis, la croissance est restée supérieure à son niveau potentiel au quatrième trimestre 2014. L'utilisation des capacités économiques a encore augmenté et s'est reflétée dans la progression robuste de l'emploi. Dans la zone euro, la conjoncture s'est redressée, en raison surtout de l'expansion étonnamment forte enregistrée en Allemagne durant le trimestre. De plus, les conditions, jusqu'ici très restrictives, appliquées à l'octroi de prêts ont récemment été assouplies. Au Japon aussi, la demande s'est accrue. Dans les principaux pays émergents, l'évolution conjoncturelle est demeurée hétérogène.

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

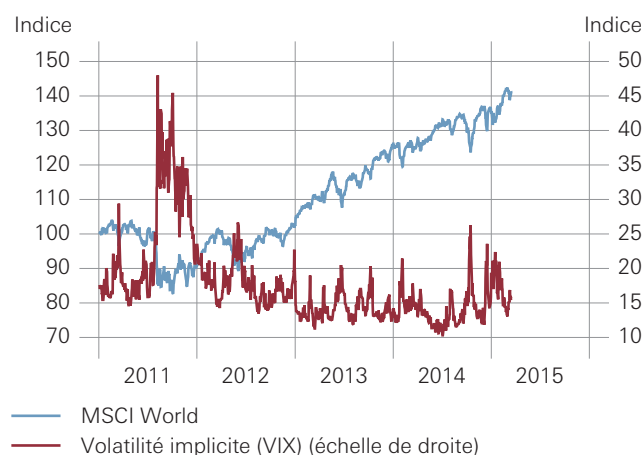


Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

### MARCHÉS DES ACTIONS

Début de la période = 100 (échelle de gauche)



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

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

	2011	2012	2013	2014	Scénario	
					2015	2016
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	4,1	3,4	3,3	3,5	3,7	4,1
Etats-Unis	1,6	2,3	2,2	2,4	3,3	3,3
Zone euro	1,6	-0,8	-0,5	0,9	1,3	2,0
Japon	-0,4	1,7	1,6	-0,1	0,9	1,6
<b>Prix du baril de pétrole en USD <sup>2</sup></b>						
	111,4	111,7	108,7	99,0	55,0	55,0

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

<sup>2</sup> Niveau.

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

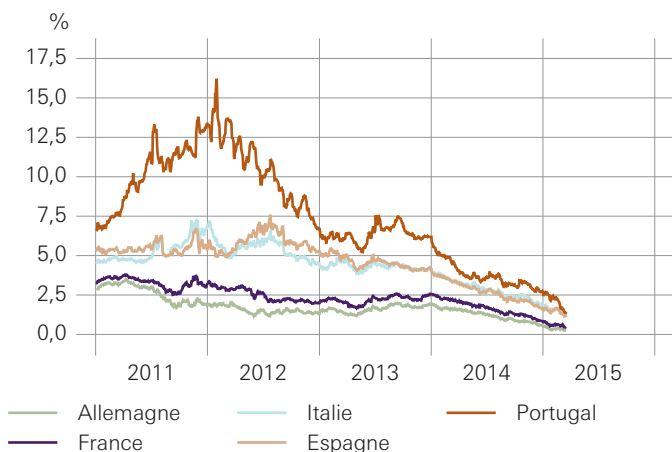


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.5

**COURS DE CHANGE**

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



Source: Thomson Reuters Datastream.

La croissance conjoncturelle mondiale devrait s'affermir progressivement au cours de l'année, mais les perspectives restent incertaines et comportent toujours des risques. Les perspectives budgétaires de la Grèce et le conflit en Ukraine demeurent au premier plan. Par ailleurs, certains pays émergents rencontrent de graves problèmes structurels.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Dans son scénario de base, elle part d'un prix de 55 dollars des Etats-Unis le baril de Brent (voir tableau 2.1) et d'un cours de 1,14 dollar pour 1 euro. Ce cours correspondait, au moment de l'établissement du scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Les marchés financiers sont demeurés volatils depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre. Soutenus par l'évolution conjoncturelle favorable aux Etats-Unis, le recul des prix des matières premières et l'extension du programme d'achat de titres annoncée par la Banque centrale européenne (BCE), les marchés des actions ont encore progressé partout dans le monde. L'indice des actions américaines S&P 500 et le DAX allemand ont atteint de nouveaux sommets, tandis que l'indice Nikkei 225 japonais s'est établi à son plus haut niveau depuis 15 ans. Toutefois, les tensions relatives au refinancement de la Grèce et l'aggravation de la crise en Ukraine ont par moments renforcé l'incertitude sur les marchés des actions. L'indice de volatilité afférant aux actions américaines (VIX), qui est calculé d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a ainsi provisoirement augmenté en début d'année (voir graphique 2.2).

La plupart des rendements des emprunts d'Etat à long terme ont eu tendance à fléchir dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). Ils ont parfois atteint de nouveaux plateaux dans la zone euro à la suite de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE (voir graphique 2.4). En Grèce toutefois, l'incertitude prolongée a conduit à une nouvelle hausse des rendements. L'évolution sur les marchés des changes a été marquée par les politiques monétaires divergentes des pays industrialisés. En valeur pondérée par le commerce extérieur, le dollar s'est apprécié, alors que l'euro a continué de se déprécier (voir graphique 2.5), atteignant son plus bas niveau face au dollar depuis plus de dix ans.

Les prix de nombreuses matières premières ont poursuivi leur baisse en raison d'une offre élevée et d'une demande modeste (voir graphique 2.6). Ceux du pétrole font cependant exception: ils se sont un peu redressés en début d'année.

## ÉTATS-UNIS

La conjoncture a continué d'évoluer favorablement aux Etats-Unis. Après sa forte croissance durant la période précédente (5%), le produit intérieur brut (PIB) a affiché une progression plus modeste au quatrième trimestre, à 2,2% (voir graphique 2.7), qui tient notamment aux effets de l'appréciation du dollar depuis la mi-2014. En moyenne annuelle, le PIB s'est accru de 2,4% en 2014, marquant ainsi une hausse similaire à celle des deux années précédentes. L'emploi s'est renforcé au cours de l'année et le taux de chômage a reculé jusqu'en février 2015 pour s'inscrire à 5,5% (voir graphique 2.10). Toutefois, le faible taux de participation et l'augmentation du travail à temps partiel laissent supposer que le marché du travail n'est pas encore à la limite de ses capacités. L'économie dans son ensemble présente des capacités inutilisées, malgré l'évolution conjoncturelle favorable.

Les prix plus faibles de l'essence et la progression de l'emploi devraient stimuler l'activité au cours des prochains trimestres. La politique monétaire, qui demeure expansionniste, fournit également des impulsions positives. La BNS table sur une croissance économique de 3,3% aussi bien en 2015 qu'en 2016 (voir tableau 2.1). Les prévisions sont inférieures à celles d'il y a trois mois en raison de l'appréciation du dollar et d'une légère révision à la baisse de la croissance potentielle.

Le renchérissement annuel mesuré à l'aide des prix à la consommation a sensiblement reculé ces derniers mois. En janvier, les prix étaient inférieurs de 0,2% à leur niveau de la même période de l'année précédente (voir graphique 2.11). En revanche, l'inflation sous-jacente n'a que légèrement diminué et s'est inscrite à 1,6% (voir graphique 2.12). Le renchérissement total devrait encore fléchir provisoirement dans les prochains mois en raison de la baisse du prix du pétrole.

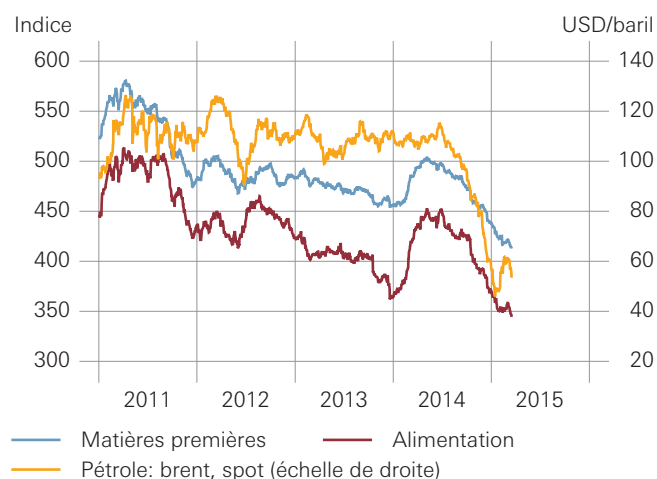
Depuis que la Réserve fédérale (Fed) a mis un terme à son programme d'achat de titres fin octobre, elle réinvestit les montants découlant des remboursements des emprunts échus et maintient ainsi le total de son bilan à un niveau constant. A compter de décembre 2008, elle conserve la marge de fluctuation du taux directeur à 0% - 0,25% (voir graphique 2.13). La Fed estime que la situation économique des Etats-Unis pourrait nécessiter pendant un certain temps encore des taux d'intérêt plus bas que d'ordinaire, même une fois que la stabilité des prix et le plein emploi auront été atteints.

## ZONE EURO

La conjoncture a retrouvé de la vigueur dans la zone euro. Le PIB a progressé de 1,3% au dernier trimestre 2014 (voir graphique 2.7), mais il demeure inférieur d'environ 2% à son niveau d'avant la crise économique mondiale de début 2008. En moyenne annuelle, il s'est accru pour la première fois depuis deux ans (0,9%). La croissance a été stimulée principalement par l'Allemagne et

Graphique 2.6

### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

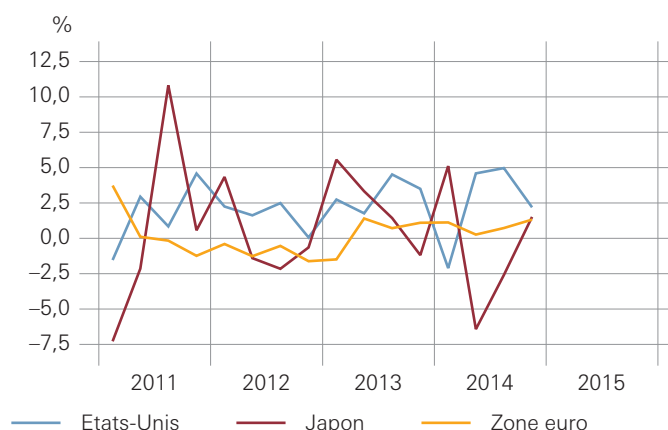


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

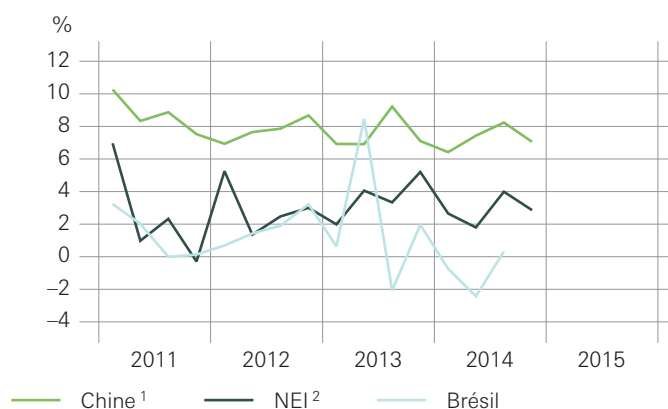


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

### PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

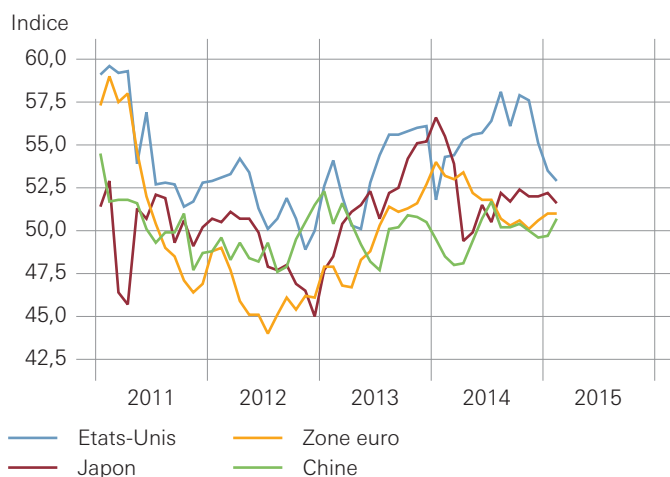


1 Estimation BNS.

2 Pondération PPA (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour).

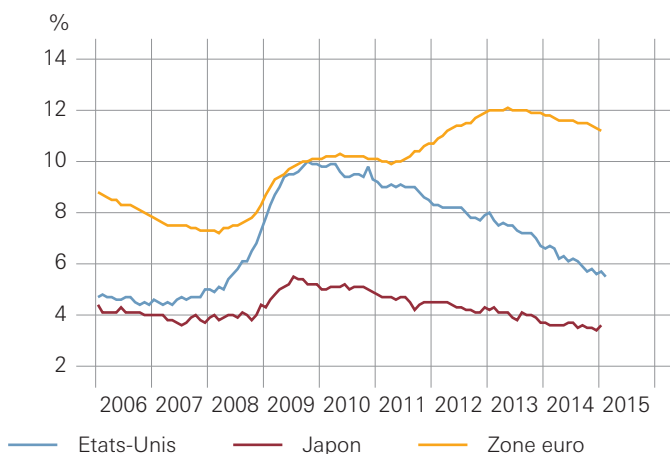
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

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

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

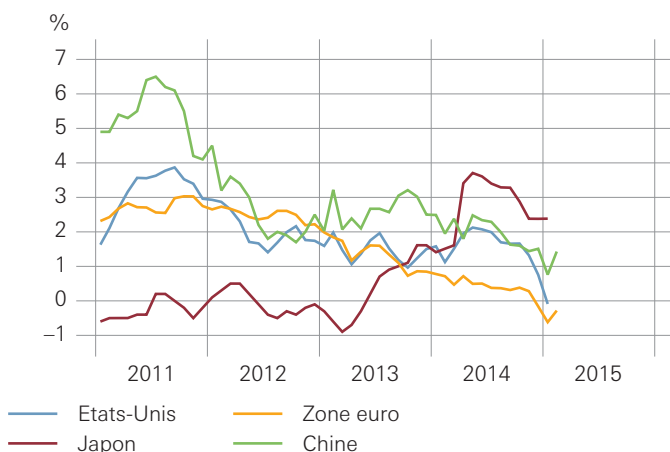
**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

l'Espagne, alors que la France et l'Italie ont stagné. Le taux de chômage est descendu à 11,2% en janvier, mais il reste élevé (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles pour la zone euro se sont un peu éclaircies. Les prix de l'énergie sensiblement plus bas, l'euro plus faible et le nouvel assouplissement de la politique monétaire devraient, dans l'ensemble, avoir un effet positif sur la croissance économique en 2015. Cela se reflète d'ailleurs dans les anticipations économiques des ménages et des entreprises, qui sont légèrement plus optimistes depuis le début de l'année. Compte tenu de l'amélioration progressive des conditions de financement, les entreprises devraient donc être moins réticentes à investir. De plus, le plan d'investissement pour l'Europe prévu par la Commission européenne (Fonds européen pour les investissements stratégiques, FEIS) pourrait quelque peu stimuler la croissance à partir du milieu de l'année. La BNS a légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro: elle table désormais sur une progression du PIB de 1,3% en 2015 (voir tableau 2.1). Toutefois, le conflit en Ukraine et la conjoncture difficile en Russie constituent encore des risques de dégradation considérables pour l'économie. Les incertitudes politiques générales concernant les Etats membres de la zone euro, notamment les tensions autour de l'aide financière à la Grèce, continuent de menacer la reprise.

Après le recul sensible des prix de l'énergie, le renchérissement des prix à la consommation est devenu négatif et s'établissait à -0,3% en février (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente s'est inscrite à 0,7% comme au trimestre précédent (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation déterminées à l'aide d'indicateurs financiers se sont stabilisées en début d'année, après avoir baissé régulièrement en 2014.

La BCE a maintenu ses taux directeurs à un niveau inchangé (voir graphique 2.13). En janvier, elle a néanmoins baissé légèrement les coûts de financement des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (Targeted Longer Term Refinancing Operations, TLTRO) pour les banques. La BCE a par ailleurs annoncé une extension substantielle de son programme d'achat de titres, qui porte désormais également sur les emprunts des Etats membres et de certaines institutions européennes, alors qu'il se limitait auparavant aux créances titrisées (*asset-backed securities* ou ABS) et aux obligations sécurisées (*covered bonds*). En collaboration avec les banques centrales nationales, la BCE a commencé début mars à acquérir des titres à hauteur de 60 milliards d'euros par mois. Ce programme d'achat se poursuivra jusqu'à ce que l'inflation avoisine durablement l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, soit presque 2%, mais au moins jusqu'en septembre 2016.

## JAPON

Au Japon, le PIB a stagné en 2014, mais la performance économique a fortement varié au cours de l'année. Après le recul au deuxième et troisième trimestre en raison du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) le 1<sup>er</sup> avril, l'économie s'est légèrement redressée vers la fin de l'année (voir graphique 2.7). Les exportations ont nettement augmenté au dernier trimestre et la demande intérieure a un peu retrouvé de sa vigueur. Dans l'ensemble toutefois, le PIB est resté inférieur de 0,8% à son niveau de la même période de l'année précédente.

Le redressement devrait se poursuivre, soutenu par la faiblesse du yen, la baisse des prix de l'énergie à l'importation et un nouveau train de mesures conjoncturelles de l'ordre de 0,7% du PIB. Les exportations et la production industrielle ont encore progressé dans une mesure considérable en janvier et le climat s'est éclairci dans l'industrie d'exportation. En revanche, la situation reste difficile pour les secteurs axés sur la demande intérieure, d'autant que la consommation privée ne se redresse que lentement après les récentes pertes de revenu réel. Compte tenu du prix du pétrole plus bas, la BNS a légèrement relevé sa prévision de croissance pour 2015.

La hausse des prix à la consommation au Japon a fléchi ces derniers mois. En janvier, le renchérissement annuel s'établissait à 2,4% (voir graphique 2.11). Abstraction faite des effets estimés découlant du relèvement de la TVA, il n'était que de 0,4%. Il devrait encore reculer provisoirement et pourrait être légèrement inférieur à zéro pendant une courte période. Les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné au cours des derniers mois, restant en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon.

Celle-ci n'a pas réadapté sa politique monétaire depuis qu'elle l'avait assouplie fin octobre. L'acquisition d'obligations d'Etat japonaises à long terme devrait encore accroître la base monétaire de 80 000 milliards de yens par an (environ 16% du PIB; voir graphique 2.14). Cette mesure doit contribuer à soutenir les anticipations d'inflation et à relever le taux de renchérissement annuel à 2% dans un délai raisonnable.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

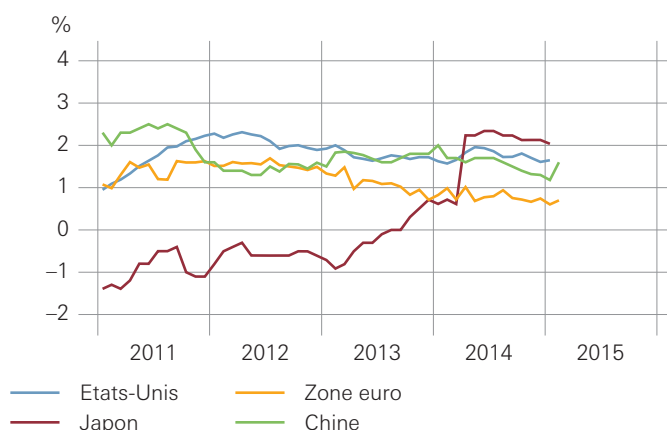
La dynamique conjoncturelle a perdu de sa vigueur au dernier trimestre 2014 dans les économies émergentes (voir graphique 2.8). L'évolution a été particulièrement faible en Russie et au Brésil: la Russie souffre de l'impact des sanctions économiques et de la baisse du prix du pétrole, tandis que le recul des prix des matières premières a affecté l'activité économique au Brésil.

Les perspectives de croissance sont modérées pour les trimestres à venir. En Chine, la politique monétaire et budgétaire expansionniste devrait soutenir la demande intérieure. Le marché immobilier continue de présenter

Graphique 2.12

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

Variation par rapport à l'année précédente

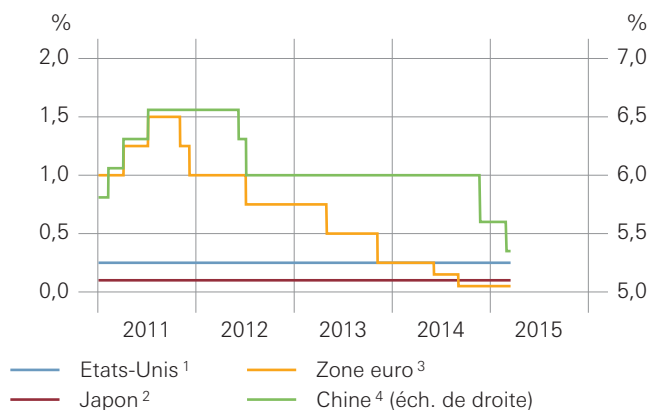


1 Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

### TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



1 Taux des fonds fédéraux.

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

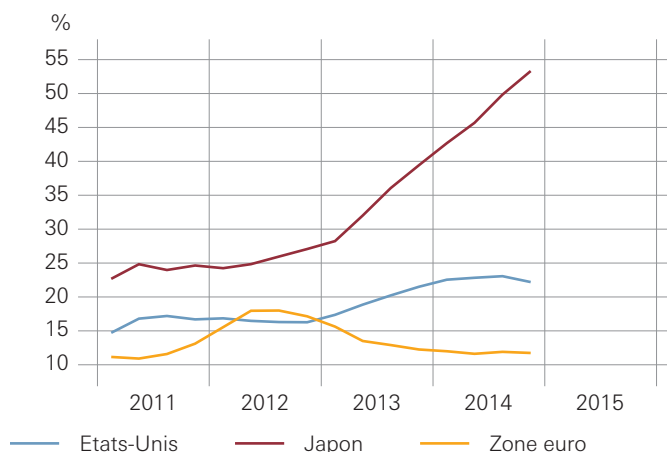
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

### BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

des risques de dégradation. Pour ce qui est de l'Inde, les réformes économiques prévues devraient fournir des impulsions positives. En revanche, au Brésil, les perspectives restent modestes en raison d'une politique monétaire rigoureuse et d'une situation budgétaire précaire. Eu égard aux faibles prix des matières premières et à l'incertitude prolongée liée à la crise ukrainienne, il faut s'attendre à ce que l'économie russe, qui dépend des exportations de pétrole et de gaz naturel, entre en récession.

L'inflation a évolué de manière disparate dans les économies émergentes. En Chine, elle est demeurée sensiblement inférieure à l'objectif de 3,5% poursuivi en 2014 par la banque centrale, et ce à cause de la baisse des prix des matières premières et des surcapacités dans certains secteurs économiques (voir graphique 2.11). L'inflation a aussi nettement fléchi en Inde à la suite du recul des prix des denrées alimentaires. Elle est en revanche restée exceptionnellement élevée au Brésil et en Russie, en raison notamment de la faiblesse de leur monnaie respective.

En conséquence, chacun de ces pays a opté pour une politique monétaire différente. La Banque populaire de Chine a de nouveau abaissé ses taux directeurs et le taux des réserves minimales pour les banques afin de combattre l'évolution atone du renchérissement (voir graphique 2.13). Pour soutenir la conjoncture, la Russie est partiellement revenue sur les hausses des taux directeurs d'octobre et de novembre. En revanche, le Brésil a de nouveau relevé ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation et la dépréciation du réal.

# 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, la croissance économique au quatrième trimestre 2014 s'est avérée plus robuste que ne le laissaient penser les estimations de décembre. L'industrie manufacturière est restée le principal moteur de la croissance, mais la création de valeur a progressé dans la plupart des branches. Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance du PIB a reposé sur une assise relativement large et s'est établie à 2%.

L'écart de production négatif s'est encore réduit au quatrième trimestre. Malgré l'évolution positive de l'emploi, le chômage n'a que faiblement reculé.

Les perspectives à court terme de l'économie suisse se sont sensiblement assombries en raison de l'appréciation du franc qui a suivi la suppression du cours plancher intervenue à la mi-janvier. Le commerce extérieur devrait être particulièrement affecté au premier semestre. Pour 2015, la BNS ne table plus que sur une progression du PIB d'à peine 1%. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2014, c'est-à-dire avant la suppression du cours plancher, elle s'attendait à une croissance d'environ 2%.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

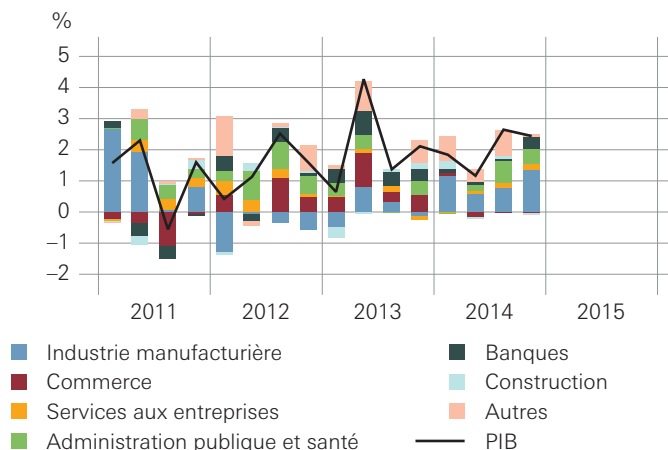
### Persistance d'une croissance robuste

Presque toutes les branches ont connu une évolution positive au quatrième trimestre (voir graphique 3.1). La forte croissance du PIB a surtout été portée par l'industrie manufacturière, mais le secteur bancaire et le secteur public ont également été des moteurs importants. Seuls les transports, la communication et la construction ont enregistré une création de valeur inférieure à son niveau du trimestre précédent.

Graphique 3.1

### CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

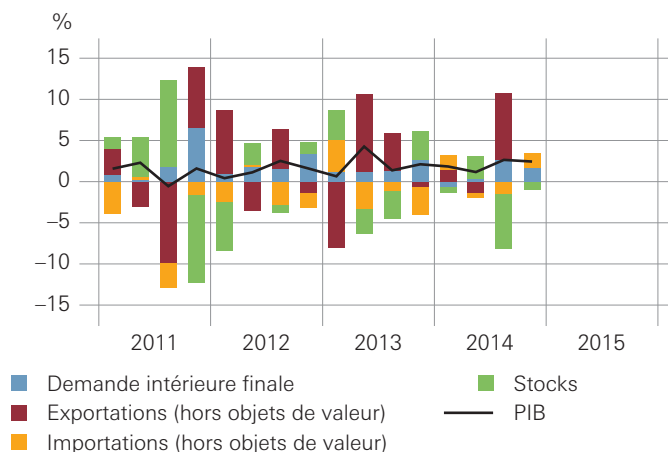


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

### DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

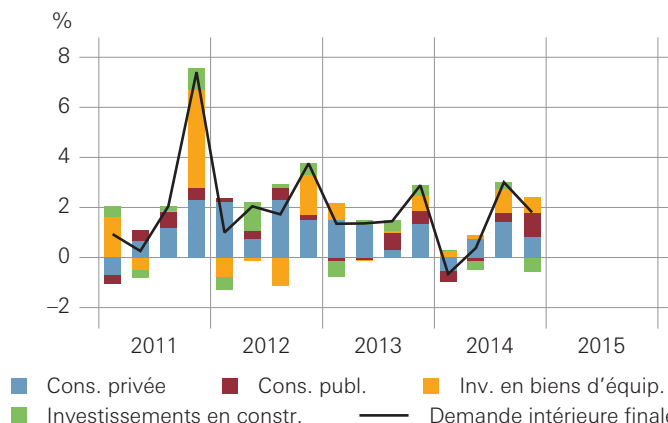


Source: SECO.

Graphique 3.3

### DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

### Contribution positive du commerce extérieur

Après s'être fortement accrues durant la période précédente, les exportations de biens et de services ont stagné au quatrième trimestre. La demande croissante en provenance des Etats-Unis a largement compensé la faiblesse de la demande émanant des autres pays. Les importations de biens et de services ayant toutes deux accusé un repli, la contribution du commerce extérieur à la croissance est positive, comme au trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année, elle est également positive (voir tableau 3.1).

### Evolution modérée de la demande intérieure

La croissance de la demande intérieure finale a été un peu plus modérée qu'au trimestre précédent (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). Malgré le niveau élevé des ventes réalisées dans le commerce de détail pendant la période de Noël, la progression des revenus et une immigration forte, la consommation privée a affiché une croissance inférieure à la moyenne. Les investissements en biens d'équipement ont continué à se redresser sous l'impulsion d'une vigoureuse demande extérieure, tandis que les investissements en constructions ont reculé, notamment dans la construction de logements.

Tableau 3.1

## PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2011	2012	2013	2014	2013				2014			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	0,9	2,8	2,2	1,0	2,4	2,1	0,5	2,2	-0,9	1,2	2,3	1,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,9	1,4	1,1	-1,0	-0,8	5,7	3,9	-3,2	-1,2	2,8	7,6
Investissements	4,4	2,5	1,8	1,7	-0,1	0,7	1,8	4,0	1,1	-0,8	4,6	0,2
Construction	2,5	2,9	1,3	0,9	-6,5	2,1	4,0	4,3	0,4	-3,4	3,0	-5,6
Biens d'équipement	5,5	2,3	2,1	2,3	4,1	-0,2	0,5	3,9	1,5	0,9	5,7	3,9
Demande intérieure finale	1,9	2,7	2,0	1,2	1,3	1,4	1,5	2,9	-0,7	0,4	3,0	1,8
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,3	-1,0	0,7	-0,4	3,7	-3,0	-3,4	3,6	-0,8	2,8	-6,7	-1,0
Exportations totales <sup>2</sup>	3,5	2,6	0,0	3,9	-15,3	18,6	8,8	-1,2	2,6	-2,7	15,8	0,2
Biens <sup>2</sup>	6,2	0,9	-2,3	4,8	-20,0	16,2	14,9	-2,8	-2,4	3,9	21,6	-0,9
Services	-2,3	6,1	4,7	2,4	-5,4	23,4	-2,1	2,0	13,0	-14,2	4,9	2,4
Importations totales <sup>2</sup>	5,0	4,2	1,5	1,6	-9,0	8,0	2,6	8,0	-4,3	1,4	3,5	-4,1
Biens <sup>2</sup>	3,1	2,3	0,7	1,3	-3,9	4,6	0,8	14,8	-11,4	7,4	3,9	-6,8
Services	8,5	8,1	3,3	2,1	-19,3	16,0	6,5	-5,5	13,0	-10,3	2,5	1,9
Commerce extérieur <sup>3</sup>	-0,1	-0,3	-0,6	1,4	-4,3	6,0	3,5	-4,0	3,2	-2,0	6,7	1,8
<b>PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SFCO



## MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution est restée positive sur le marché du travail. Le nombre de personnes actives occupées s'est fortement accru au quatrième trimestre tandis que le chômage s'est de nouveau légèrement réduit.

### Forte progression du nombre de personnes actives occupées

Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée a enregistré une hausse de 2,6% au quatrième trimestre (voir graphique 3.4), soit un accroissement net de 31 500 personnes par rapport au trimestre précédent. L'emploi a fortement augmenté, notamment chez les femmes, en même temps qu'un accroissement de la participation de celles-ci au marché du travail.

D'après la statistique de l'emploi, le secteur des services continue de créer des postes tandis que l'emploi a stagné dans la construction et qu'il a légèrement reculé dans l'industrie (voir graphique 3.5).

### Légère baisse du chômage

Par rapport à la mi-2013, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement a très faiblement diminué en données corrigées des variations saisonnières. En février 2015, près de 150 000 personnes étaient au chômage, soit un taux en données désaisonnalisées de 3,2%, inchangé depuis mai 2013 (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

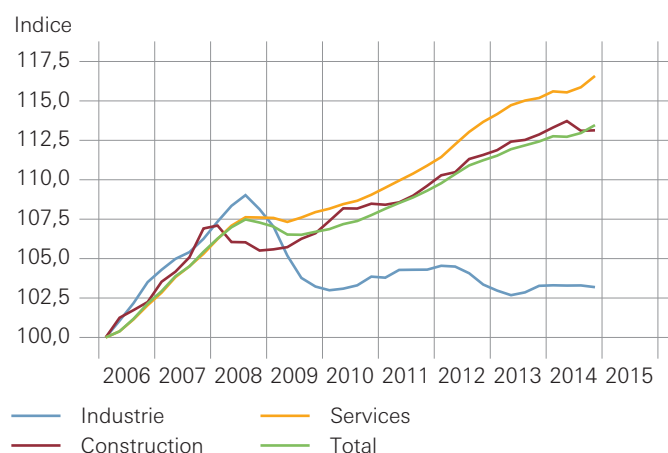


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

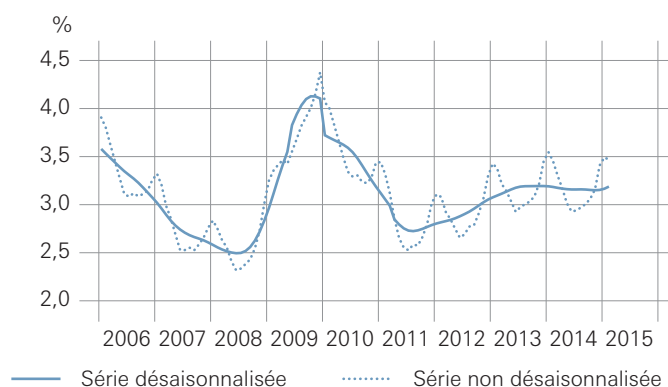
1<sup>er</sup> trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

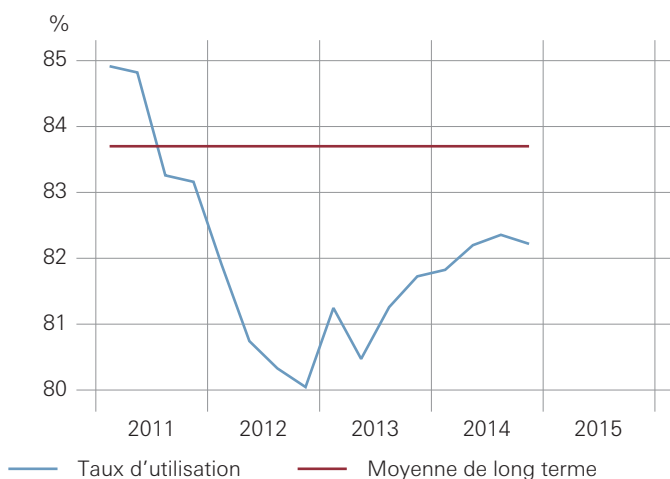
### TAUX DE CHÔMAGE



Chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes) jusqu'à 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010. Source: SECO.

Graphique 3.7

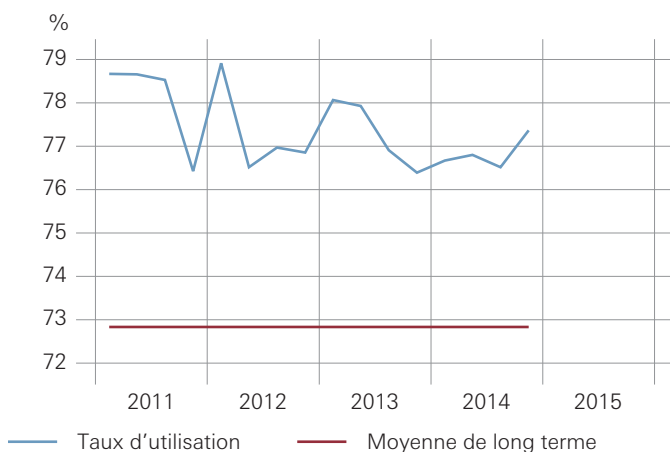
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

Graphique 3.8

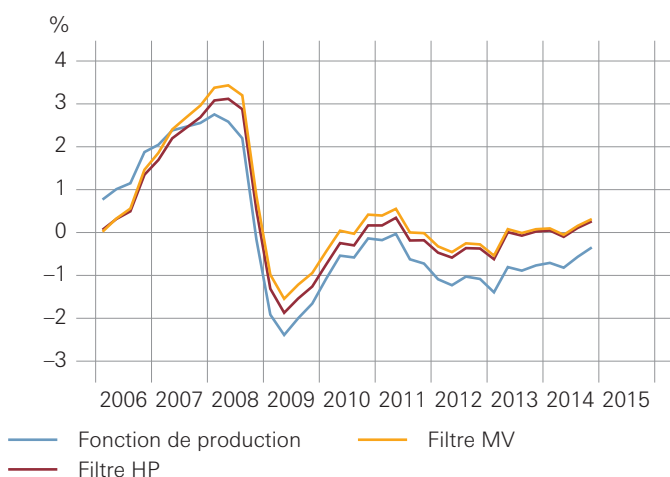
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

### ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

### Sous-utilisation dans l'industrie

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a légèrement reculé au quatrième trimestre, s'inscrivant à 82,2%. Il demeure ainsi inférieur à sa moyenne de long terme. Sur l'année, il s'est toutefois amélioré par rapport à l'année précédente (voir graphique 3.7). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines s'est nettement accru au quatrième trimestre. Contrairement à l'industrie manufacturière, ce secteur présente un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, les enquêtes continuent d'indiquer un taux d'utilisation moyen.

### Ecart de production négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. En raison de la croissance robuste du PIB, l'écart de production s'est contracté au quatrième trimestre, mais est resté légèrement négatif. Si l'on estime le potentiel de production à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -0,3% au quatrième trimestre. En utilisant d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), on obtient un écart légèrement positif (voir graphique 3.9).

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

En raison de la nouvelle situation du cours de change du franc, les perspectives pour 2015 se sont assombries. Le moral des entreprises s'est ainsi affaibli depuis la suppression du cours plancher (voir graphique 3.10).

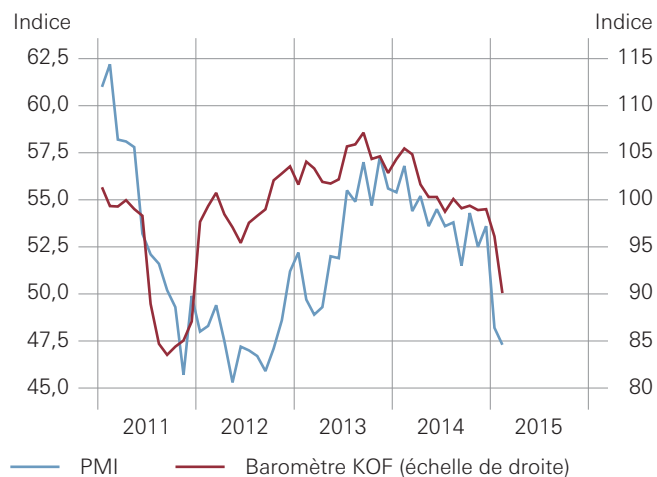
Les conséquences économiques du choc causé par l'appréciation du franc sont complexes et varient fortement d'une branche à l'autre. Sont particulièrement affectées non seulement les entreprises exportatrices, mais également celles exposées à la concurrence des produits importés. A court terme, les entreprises concernées peuvent, du moins en partie, maintenir le volume de leurs ventes en réduisant leurs marges bénéficiaires. A moyen terme, cette situation devrait toutefois se répercuter négativement sur leur politique de recrutement et leur stratégie salariale, et leur propension à investir devrait être entamée par la contraction des marges.

Dans son scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale, la BNS table sur un raffermissement de la reprise, notamment en Europe. Cela devrait relancer peu à peu la demande étrangère de biens et services suisses et contrer les effets défavorables de l'appréciation du franc. Par ailleurs, le renchérissement négatif devrait soutenir le revenu disponible des ménages et, partant, la consommation, en termes réels.

Pour cette année, la BNS ne table plus que sur une progression du PIB d'à peine 1%. En décembre, elle prévoyait encore une croissance d'environ 2%. Elle s'attend à ce que le ralentissement soit le plus marqué au premier semestre, n'excluant pas un possible recul du PIB. Compte tenu de cette nouvelle prévision, l'écart de production négatif se creusera probablement à court terme. Le chômage devrait donc, lui aussi, augmenter légèrement.

Graphique 3.10

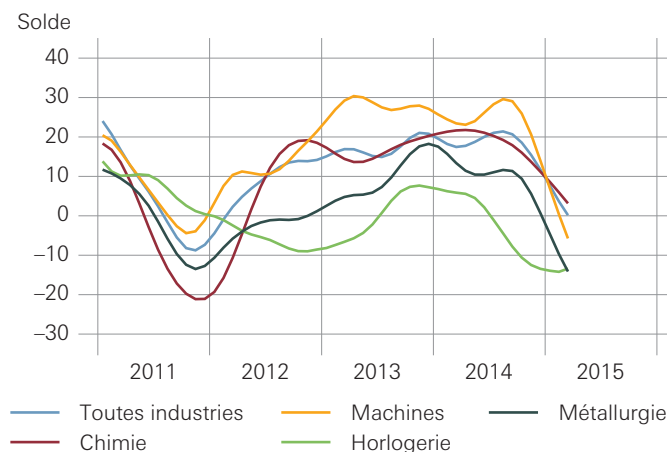
### INDICATEURS AVANCÉS



Graphique 3.11

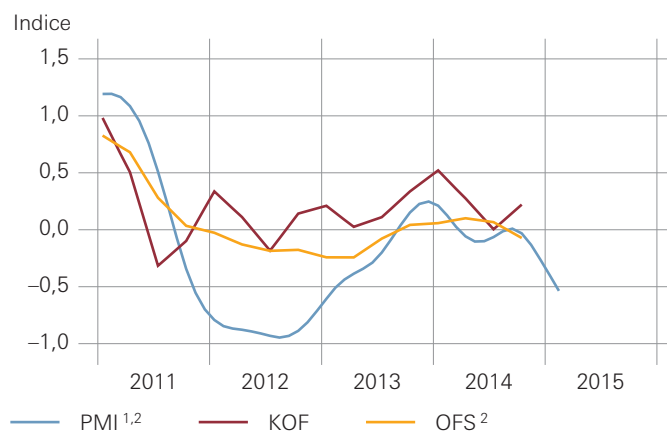
### ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

Composante tendance-cycle



Graphique 3.12

### INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



# 4

## Prix et anticipations d'inflation

La baisse des prix du pétrole et des produits pétroliers a conduit en Suisse, fin 2014 et début 2015, à un recul des taux de renchérissement annuel, tant pour les prix à la consommation que pour ceux de l'offre totale. La suppression du cours plancher et l'appréciation consécutive du franc ont accru la pression à la baisse sur ces taux. Actuellement, ces derniers sont clairement négatifs.

Les effets de la hausse du franc devraient être plus fortement et plus rapidement visibles au niveau des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) que de ceux à la consommation, situés en aval. Compte tenu de la forte réaction du cours de change à la suppression du cours plancher, la variation du cours de change pourrait cependant se répercuter plus vite qu'à l'accoutumée sur les prix à la consommation.

Le retour aux changes flottants et le fléchissement consécutif des taux d'inflation ont influé sur les anticipations d'inflation. Dans l'ensemble, les résultats des enquêtes disponibles indiquent que les anticipations d'inflation à court et à moyen terme ont sensiblement diminué.

### PRIX À LA CONSOMMATION

#### Renchérissement mesuré par l'IPC marqué par la baisse des prix du pétrole et la suppression du cours plancher

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est devenu encore plus négatif entre décembre et février (voir tableau 4.1). L'évolution en décembre et en janvier a largement découlé du fort recul des prix du pétrole et des produits pétroliers. L'appréciation du franc consécutive à la suppression du cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro a ensuite contribué à une réduction supplémentaire du taux de renchérissement en février 2015, qui s'est alors établi à -0,8%.

Cette suppression a influé sur les valeurs mensuelles de l'IPC dès février. Elle n'a eu aucun effet sur les valeurs de janvier, car les prix à la consommation sont relevés durant les deux premières semaines du mois.

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014				2014	2015	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>
Biens et services d'origine suisse	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,5
Biens	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	0,2
Services	0,4	0,5	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,6
Services privés (hors loyers)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,8
Loyers	1,2	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Services publics	-0,8	-0,5	-0,5	-0,9	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8
Biens et services de l'étranger	-1,2	-1,5	-0,9	-0,9	-1,6	-2,6	-3,6	-4,7
Hors produits pétroliers	-1,0	-1,3	-1,3	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,7
Produits pétroliers	-2,4	-2,4	1,1	-1,8	-6,7	-12,6	-19,1	-21,6

Sources: BNS et OFS.

### Accélération du recul des prix des biens et services importés

La baisse des prix des biens et services importés s'est accélérée ces derniers mois. Jusqu'en janvier, les prix des produits pétroliers déterminaient la contribution des biens et services importés au renchérissement. Compte tenu de la situation sur le marché des changes, la pression à la baisse a également pesé davantage sur les taux de renchérissement des autres biens et services étrangers en février (voir graphique 4.1).

### Légère hausse du renchérissement des biens et services d'origine suisse

Le renchérissement annuel des biens et services d'origine suisse a légèrement augmenté depuis octobre et s'est maintenu en zone positive. Cette hausse tient principalement aux modifications des prix des services, hors loyers. La hausse des loyers est restée pratiquement inchangée, mais elle a encore apporté la principale contribution au renchérissement annuel des biens et services d'origine suisse (voir graphique 4.2).

### Inflation sous-jacente proche de zéro

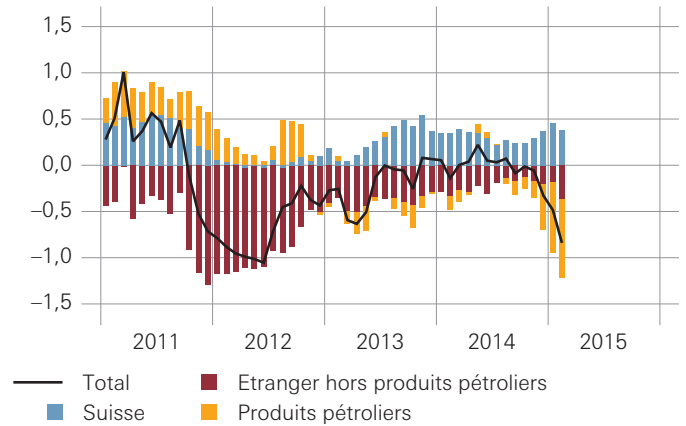
Contrairement au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, les taux d'inflation sous-jacente sont demeurés positifs ces derniers mois. L'inflation sous-jacente 1 qui est établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1) s'établissait à 0% en février 2015, après une légère hausse provisoire en décembre et en janvier. La moyenne tronquée (TM15) calculée par la BNS s'inscrivait à 0,1%.

L'écart par rapport au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC tient au fait que les taux d'inflation sous-jacente reposent sur un panier-type réduit: les produits frais et saisonniers ainsi que l'énergie et les carburants ne sont pas pris en compte dans le calcul de l'OFS1, alors que la TM15 exclut les biens et les services, pondérés en fonction de l'importance, dont les prix ont enregistré les plus fortes variations annuelles à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas).

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

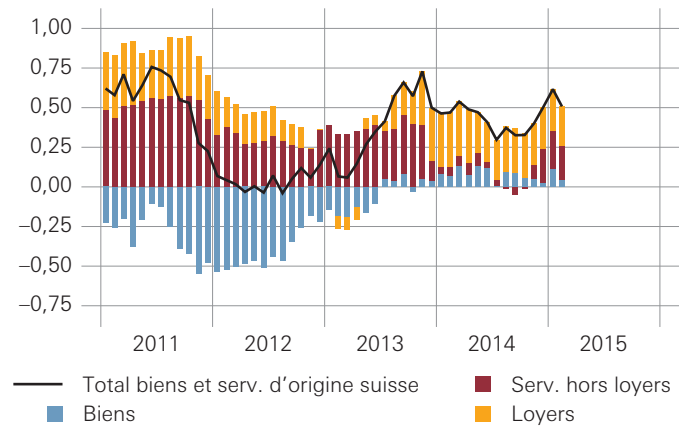
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

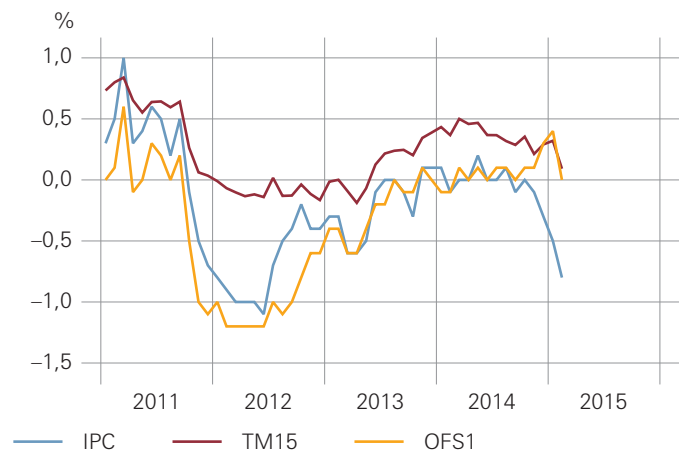
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.3

### INFLATION SOUS-JACENTE

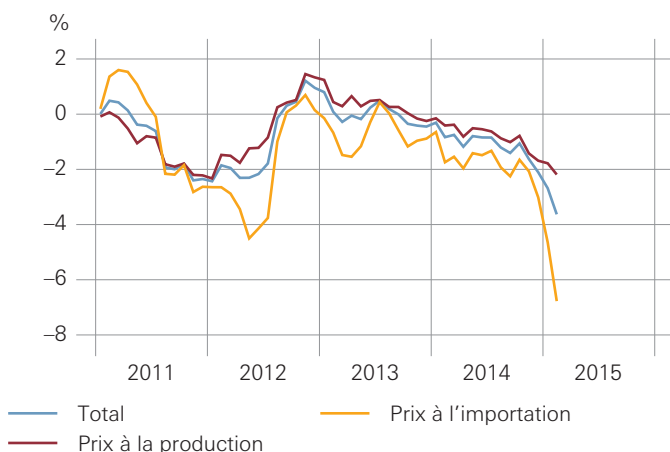
Variation par rapport à l'année précédente



Graphique 4.4

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

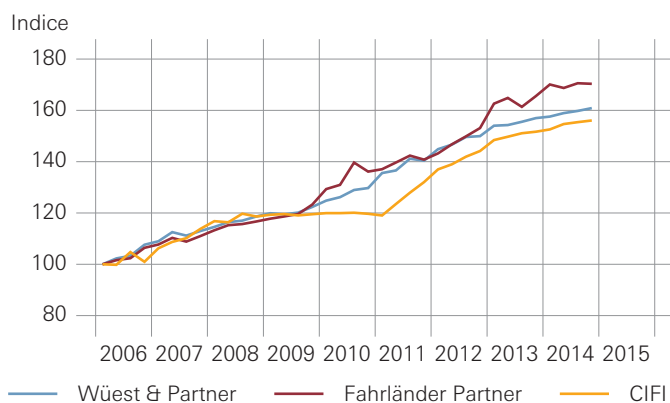


Source: OFS.

Graphique 4.5

**PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE**

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

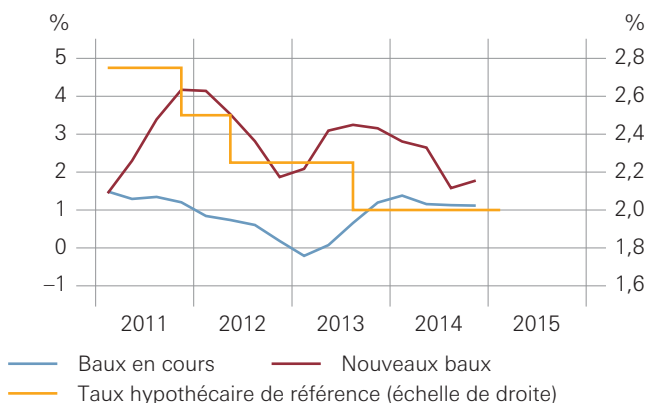


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest &amp; Partner.

Graphique 4.6

**LOYERS DES LOGEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE**

En termes nominaux; variation par rapport à l'année précédente (échelle de gauche)



Sources: Office fédéral du logement (OFL), OFS et Wüest &amp; Partner.

**PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION****Baisse des prix de l'offre**

La baisse des prix de l'offre s'est clairement accélérée ces derniers mois. Alors que l'indice global des prix à la production et à l'importation avait fléchi de bien 1% en douze mois, entre octobre 2013 et octobre 2014, il a encore reculé de 3,1% en l'espace de quatre mois seulement, de novembre 2014 à février 2015. Cette dernière diminution tient principalement à la baisse des prix du pétrole et des produits pétroliers.

En glissement annuel, la réduction de cet indice représentait 3,6% en février 2015 (voir graphique 4.4). Les prix à l'importation ont fléchi de 6,8% alors que les prix à la production ont diminué de 2,2% sur la même période.

Le retour aux changes flottants a influé sur les valeurs mensuelles de l'indice des prix de l'offre à partir de février 2015. Il n'a eu aucun effet sur les valeurs de janvier, car ces prix sont relevés la première semaine du mois.

**PRIX DE L'IMMOBILIER****Hausse modeste des prix de l'immobilier résidentiel**

D'après la plupart des indices disponibles, les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé modérément au quatrième trimestre 2014. Le graphique 4.5 présente trois indices des prix des appartements en propriété par étage, dont deux ont légèrement augmenté au quatrième trimestre, alors que le troisième stagnait. Tous les indices des prix de l'immobilier résidentiel ont crû moins fortement sur l'ensemble de l'année 2014 que pendant les trois à quatre années précédentes.

Les tendances des derniers trimestres ont perduré au niveau régional. Les prix de l'immobilier résidentiel ont largement stagné dans l'arc lémanique depuis le début de l'année 2013, alors qu'ils ont évolué à la hausse dans presque toutes les autres régions.

**Augmentation toujours modérée des loyers des baux en cours**

Le renchérissement annuel des loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner a légèrement augmenté au dernier trimestre 2014. Leur progression est donc restée supérieure à celle des loyers entrant dans la composition de l'IPC, qui peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours (voir graphique 4.6). Le recul régulier du taux de référence hypothécaire pertinent pour la fixation des loyers freine le renchérissement des loyers des baux en cours. Inchangé depuis le 3 septembre 2013, ce taux s'inscrit à 2%.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

### Correction notable des anticipations d'inflation à court et à moyen terme

Les résultats disponibles des enquêtes sur l'évolution des prix et de l'inflation montrent un net recul des anticipations d'inflation à court et à moyen terme.

L'enquête menée quatre fois par an par le SECO auprès des ménages indique que 18% de ces derniers escomptaient en janvier 2015 une baisse des prix dans les douze prochains mois. En octobre dernier, ils n'étaient que 8% à s'attendre à une baisse. Les résultats de janvier présentent cependant une distorsion, car une partie des sondages a été réalisée avant le 15 janvier 2015, date à laquelle le cours plancher a été aboli, et une autre partie après. Si l'on considère uniquement les réponses fournies à partir de cette date, près de la moitié des ménages interrogés tablaient sur un recul des prix.

La plupart des analystes financiers interrogés en vue de l'établissement du rapport sur le marché financier publié par le Credit Suisse et le Centre européen de recherche économique (*Credit Suisse ZEW Financial Market Report*) s'attendaient en février 2015 à un fléchissement des taux d'inflation dans les six mois. La part des analystes escomptant un recul avait déjà progressé en raison de la baisse des prix du pétrole, passant de 5% en novembre à 42% en décembre 2014. En février 2015, elle atteignait 62%. Les autres participants à l'enquête pensaient, à quelques rares exceptions près, que les taux d'inflation demeureraient inchangés.

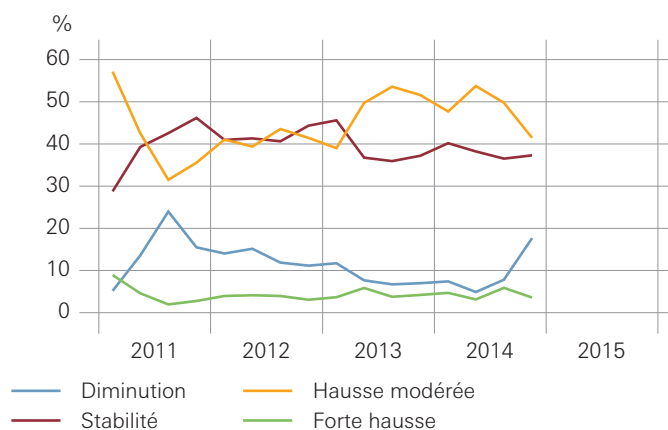
Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale réalisent avec des entreprises de toutes les branches révèlent que les interlocuteurs interrogés tablaient au premier trimestre 2015 sur un taux d'inflation de -1,3% pour les six à douze prochains mois, contre 0,3% au quatrième trimestre 2014. Le taux d'inflation attendu dans trois à cinq ans a également fortement diminué; il s'établissait à 0,5% alors qu'il était de 1,1% au trimestre précédent. A quelques rares exceptions près, les entretiens du premier trimestre ont été menés après la suppression du cours plancher, qui a eu lieu mi-janvier.

Pour le moment, aucun résultat d'enquête relatif aux anticipations d'inflation à long terme ne tient compte de la suppression du cours plancher.

Graphique 4.7

### PRIX ATTENDUS

Enquête auprès des ménages sur l'évolution attendue des prix dans les 12 mois



Sources: BNS et SECO.

Durant les trimestres écoulés, la situation sur le marché des changes a principalement été marquée par la divergence entre l'évolution aux Etats-Unis et dans la zone euro. Ces disparités se sont manifestées notamment sur le plan de la politique monétaire. Tandis que le début d'une normalisation de la politique monétaire est envisagée aux Etats-Unis, la BCE a quant à elle commencé à procéder à un nouvel assouplissement marqué de sa politique monétaire dans le cadre du programme correspondant (Quantitative Easing Programm, QE). Depuis les premiers signes annonçant un tel programme de la BCE au printemps 2014, l'euro a fortement faibli face au dollar des Etats-Unis. Rien que depuis l'examen de décembre, il a perdu environ 15% face au dollar, et même 25% depuis mai 2014.

Dans de telles conditions, un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro n'était plus durable. Afin de le faire prévaloir, il avait déjà été nécessaire d'intervenir pour des montants de plus en plus élevés sur le marché des changes durant les semaines qui ont précédé la suppression du cours plancher le 15 janvier. Après la suppression du cours plancher, le franc s'est d'abord soudainement apprécié face à toutes les monnaies. Ce mouvement s'est quelque peu atténué au cours des dernières semaines. Dans l'ensemble, le franc est néanmoins toujours nettement surévalué, ce qui devrait se corriger avec le temps.

En raison des baisses intervenues depuis le dernier examen trimestriel, la Banque nationale a pour la première fois de son histoire fait passer en zone négative un taux déterminant pour la politique monétaire. Le taux d'intérêt négatif rend les placements en francs moins attrayants, aussi bien pour les résidents que pour les non-résidents. Il crée ainsi des incitations en vue non seulement de réduire les afflux de fonds, mais aussi afin que l'excédent traditionnel de la balance des transactions courantes de la Suisse soit réinvesti à l'étranger. Le taux d'intérêt négatif contribue de la sorte à affaiblir notre monnaie.

Les baisses de taux ont déployé rapidement leurs effets. Conformément aux attentes, le taux d'intérêt négatif que la BNS prélève auprès des banques s'est transmis à l'ensemble des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux. Le phénomène des taux bas ou négatifs ne se limite toutefois pas à la Suisse. En effet, le niveau des taux d'intérêt est très bas au niveau mondial et négatif dans quelques pays, notamment dans la zone euro. La Suisse ne peut se soustraire à cette évolution. L'écart de taux par rapport aux principales zones monétaires, qui était tombé

pratiquement à zéro ces dernières années, s'est creusé à nouveau du fait de la baisse des taux en Suisse.

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS MI-DÉCEMBRE 2014

#### **Introduction d'un taux d'intérêt négatif et suppression du cours plancher**

Le 18 décembre 2014, la BNS a annoncé l'introduction d'un taux d'intérêt de  $-0,25\%$  sur les avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent chez elle et qui dépassent un certain montant. Cette mesure est entrée en vigueur le 22 janvier, après l'adaptation des Conditions générales (CG) de la Banque nationale. En outre, la BNS a étendu la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'a fixée entre  $-0,75\%$  et  $0,25\%$  (contre  $0\%$ - $0,25\%$  précédemment). L'annonce de l'introduction d'un intérêt négatif visait à accroître l'écart de taux avec d'autres monnaies, à rendre ainsi les placements en francs moins attrayants et, partant, à soutenir le cours plancher.

Un mois plus tard, le 15 janvier 2015, la BNS a aboli le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro (voir l'encadré à la page 23 du présent rapport). Cette suppression est intervenue sur fond de divergences croissantes entre les politiques monétaires menées dans les grandes zones monétaires. De surcroît, la BNS a fait passer à  $-0,75\%$  le taux d'intérêt négatif applicable dès le 22 janvier 2015 et abaissé la marge de fluctuation du Libor, qui s'inscrivait dès lors entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Elle a ainsi voulu atténuer les répercussions de la suppression du cours plancher et réduire encore l'attrait des placements en francs.

#### **Accroissement des avoirs à vue à la BNS**

Depuis mi-décembre 2014, les avoirs à vue à la BNS ont encore augmenté sensiblement. Ils portaient sur 443 milliards de francs dans la semaine du 9 au 13 mars 2015 (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-mars), contre 369,2 milliards dans la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2014. Ils se sont ainsi accrus de 73,8 milliards de francs. Entre mi-décembre 2014 et mi-mars 2015, ils s'établissaient en moyenne à 420,8 milliards de francs (360 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 60,8 milliards pour les autres avoirs à vue).

#### **Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé**

Les réserves minimales que les banques ont l'obligation légale de détenir étaient de 14,6 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 novembre 2014 au 19 février 2015. Elles sont restées quasiment inchangées par rapport à la période précédente (du 20 août au 19 novembre 2014). En moyenne, les banques dépassaient d'environ 336,3 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 304,6 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore quelque peu augmenté.



---

## Suppression du cours plancher

En abolissant le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, le 15 janvier 2015, la Banque nationale a mis fin à la phase d'environ trois ans et demi durant laquelle ce cours a été l'élément central de sa politique visant à garantir des conditions monétaires appropriées. Pour rendre les placements en francs moins attrayants, la BNS a simultanément porté à -0,75% le taux d'intérêt appliqué aux avoirs que les banques détiennent en comptes de virement chez elle.

Le cours plancher a été introduit en septembre 2011, alors que la situation était très difficile pour l'économie suisse. Il était conçu comme une mesure temporaire et a été présenté comme tel. L'économie mondiale venait juste de surmonter la plus profonde récession depuis la grande dépression des années 1930. La crise de la dette publique au sein de la zone euro renforçait l'incertitude quant à l'avenir de l'euro, et le dollar des Etats-Unis avait tendance à faiblir sur le marché des changes. Bien que la BNS ait fortement accru les liquidités et ramené les taux d'intérêt sur le marché monétaire à un niveau proche de zéro, l'euro avait faibli, passant en quelques années d'environ 1,60 franc à près de 1 franc. En adoptant un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, la BNS a en partie corrigé cette appréciation du franc.

Le cours plancher a rendu de précieux services à l'économie suisse. Il lui a donné du temps pour s'adapter aux nouvelles conditions. La production et l'emploi se sont redressés plus rapidement que dans beaucoup d'autres pays. L'évolution positive se reflète également dans les bilans des entreprises et dans les cours des actions. En janvier 2015, au moment de la suppression du cours plancher, la situation était donc nettement différente de celle qui prévalait en septembre 2011, lors de l'introduction de ce cours.

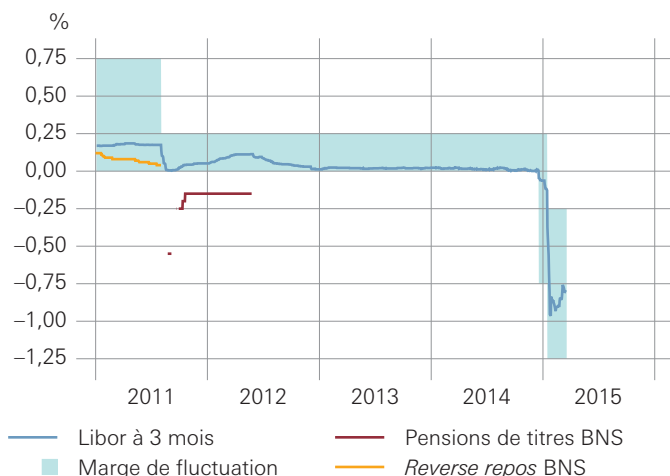
La suppression du cours plancher s'est faite dans un contexte de divergences croissantes entre les politiques monétaires menées dans les grandes zones monétaires. Alors qu'une hausse des taux d'intérêt se profilait aux Etats-Unis, la perspective d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire s'est précisée, dans la zone euro, à partir du milieu de 2014. L'euro a considérablement faibli face au dollar des Etats-Unis, et le franc, du fait du cours plancher, a largement suivi ce mouvement. Les pressions à la hausse sur le franc se sont encore accrues dans la première moitié du mois de janvier 2015. La BNS a dû par conséquent effectuer sur le marché des changes des interventions d'envergure portant sur des montants augmentant rapidement. Comme le cours plancher n'était plus durable, un changement de cap était nécessaire.

Reporter la suppression du cours plancher n'aurait été possible qu'au prix d'une augmentation incontrôlable de la somme du bilan. Celui-ci aurait pu s'accroître de plusieurs centaines de milliards de francs, jusqu'à atteindre éventuellement un multiple du produit intérieur brut (PIB) de la Suisse. Une telle expansion du bilan aurait fortement compromis la capacité d'action de la BNS à l'avenir et menacé l'accomplissement de son mandat à long terme. Etant donné que le cours plancher n'était plus durable, de nouvelles interventions auraient été inutiles, et les énormes pertes qui en auraient découlé n'auraient pas pu être justifiées.

La suppression du cours plancher a surpris de nombreux intervenants sur les marchés. La BNS ne pouvait cependant pas l'annoncer au préalable, car une telle annonce aurait précisément déclenché les afflux de capitaux spéculatifs que l'on voulait éviter en abolissant ce cours plancher. Même de simples allusions à une prochaine suppression auraient donné aux spéculateurs la possibilité d'obtenir des gains quasiment sans aucun risque.

---

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

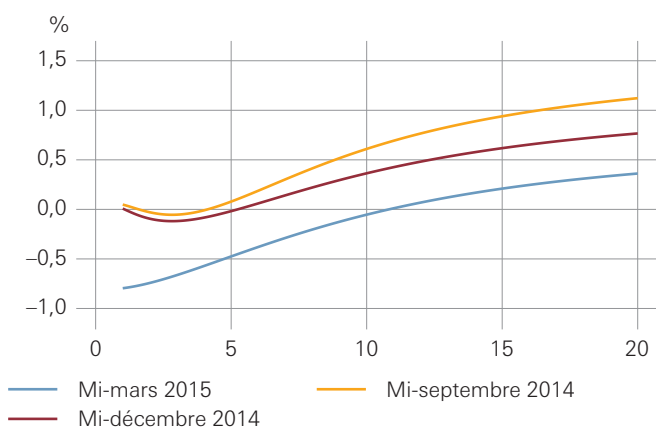


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

Selon Nelson-Siegel-Svensson; durées en années (abscisse)



Source: BNS.

Graphique 5.3

## TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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



Source: BNS.

## TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX

### Taux d'intérêt négatifs sur le marché monétaire

L'introduction d'un taux d'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS a provoqué une baisse marquée des taux appliqués sur le marché monétaire. Les taux d'intérêt à court terme se sont nettement inscrits dans la zone négative, aussi bien pour les opérations gagées que pour celles qui ne le sont pas (voir graphique 5.1).

Après l'entrée en vigueur du taux d'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS, le Libor à trois mois a fluctué autour de  $-0,9\%$ . Les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) étaient à  $-0,75\%$  environ, soit à peu près au même niveau que le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Comme à l'ordinaire, les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération étaient au-dessous des taux Libor.

### Taux d'intérêt à long terme par moments négatifs

L'abaissement des taux d'intérêt à court terme s'est répercuté sur les rendements des obligations fédérales à long terme, qui se sont inscrits par moments dans la zone négative. Le 23 janvier 2015, le rendement des obligations fédérales à dix ans s'établissait à  $-0,3\%$ , un niveau jamais observé jusque-là. Depuis, il s'est légèrement redressé. Il était à près de  $0\%$  mi-mars, contre environ  $0,4\%$  trois mois auparavant.

### Raidissement et déplacement vers le bas de la courbe des rendements

L'introduction d'un taux d'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS a provoqué un recul des taux d'intérêt sur toutes les durées. La courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est par conséquent déplacée vers le bas (voir graphique 5.2). En outre, elle est devenue plus raide, les taux à court terme ayant réagi davantage que les taux à long terme à l'introduction par la BNS d'un taux d'intérêt négatif.

### Nouveau recul des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt nominaux à long terme ayant fléchi pour se rapprocher de zéro, les taux réels à long terme ont eux aussi reculé et passé dans la zone négative. Le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à près de  $-0,1\%$  mi-mars, contre  $0,3\%$  mi-décembre (voir graphique 5.3). Ce taux réel est calculé à partir du rendement des obligations à dix ans de la Confédération et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR).

## COURS DE CHANGE

### Vive appréciation du franc après la suppression du cours plancher

Le 15 janvier 2015, aussitôt après la suppression du cours plancher, le franc s'est vivement apprécié face à toutes les monnaies. Le cours de l'euro a ainsi enregistré un plus bas historique de 0,85 franc pour 1 euro sur le marché interbancaire quelques minutes après l'annonce de la BNS, puis a rapidement regagné du terrain et fluctuait autour de la parité dans l'après-midi du 15 janvier. Quant au dollar des Etats-Unis, il a temporairement fléchi presque autant que l'euro face au franc (voir graphique 5.4).

Dans les semaines qui ont suivi la suppression du cours plancher, les monnaies étrangères ont continué à se redresser vis-à-vis du franc avec, pour certaines d'entre elles, une forte volatilité. Tel a été le cas en particulier du dollar des Etats-Unis. Cette monnaie, qui s'était déjà raffermie continuellement en 2014, s'est de nouveau renforcée. Aussi, mi-mars 2015, le dollar avait-il approximativement retrouvé, face au franc, son niveau de décembre 2014.

Vis-à-vis du franc, l'euro est par contre resté nettement au-dessous de son niveau d'avant la suppression du cours plancher. Mi-mars 2015, il valait 1,06 franc environ. Le franc s'est ainsi apprécié de 12% environ par rapport au cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro qui était appliqué jusqu'à mi-janvier.

### Conditions monétaires plus restrictives du fait de l'évolution des cours de change

Bien que la BNS ait abaissé les taux d'intérêt à court terme, les conditions monétaires sont devenues nettement plus restrictives à la suite de l'appréciation du franc. L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.5, intègre les variations du Libor à trois mois et celles de la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par les exportations. Il montre comment les conditions monétaires ont évolué. Afin de tenir compte des incertitudes liées aux effets relatifs des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change, deux variantes de l'ICM sont calculées en appliquant des pondérations différentes aux deux composantes. L'indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. S'il affiche une valeur positive, il indique un durcissement de la politique monétaire.

Graphique 5.4

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



Source: BNS.

Graphique 5.5

### INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES



Source: BNS.

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

L'appréciation du franc que la suppression du cours plancher a provoquée sur les marchés des changes a conduit à une forte hausse de la valeur extérieure du franc en données réelles pondérées par les exportations (voir graphique 5.6). Aussi la valeur extérieure du franc en termes réels fluctue-t-elle à un niveau très élevé.

En dépit de sa hausse récente, la valeur extérieure du franc en termes réels reste inférieure à son niveau de l'été 2011. Face au franc, l'euro est actuellement aussi faible qu'il l'était durant l'été 2011, mais le dollar s'est raffermi depuis. Pendant cette période, la valeur extérieure du franc a en outre évolué plus modérément en termes réels qu'en termes nominaux en raison des écarts entre les taux d'inflation à l'étranger et en Suisse.

## MARCHÉ DES ACTIONS

### Recul fort, mais temporaire des cours des actions en janvier

Le Swiss Market Index (SMI), qui réunit les vingt principales valeurs entrant dans le Swiss Performance Index (SPI), a sensiblement fléchi après la suppression du cours plancher (voir graphique 5.7). En pourcentage, son recul a été, dans un premier temps, presque aussi fort que l'appréciation du franc en données pondérées par les exportations. Après cette baisse massive, le SMI a toutefois

connu un net redressement, qui a été stimulé par l'affaiblissement du franc sur le marché des changes, mais aussi par des données encourageantes concernant l'économie des Etats-Unis et par l'annonce du programme d'assouplissement quantitatif de la politique monétaire de la BCE. Dans le même laps de temps, les principaux indices boursiers ont eux aussi augmenté nettement aux Etats-Unis, en Europe et au Japon.

Calculée à partir des prix des options, la volatilité attendue pour le SMI a presque doublé, dans un premier temps, après la suppression du cours plancher mi-janvier (voir graphique 5.7). L'indice de volatilité est toutefois resté bien inférieur aux niveaux qu'il avait atteints au plus fort de la crise financière de 2008 et 2009 ou lors de la crise de la dette en Europe en 2010 et 2011. Depuis janvier, l'indice de volatilité est pour l'essentiel revenu à la normale.

Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



— En termes réels (24 pays)

Source: BNS.

Graphique 5.7

### COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



— SMI — Indice de volatilité du SMI (échelle de droite)

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

### Écarts modérés dans l'évolution des principaux sous-indices

Le recul du SPI à la mi-janvier et le redressement qui a suivi se sont reflétés dans tous les principaux sous-indices. L'évolution a été semblable dans les branches de la santé, de l'industrie, des biens de consommation et de la finance. Le graphique 5.8 montre les fluctuations de ces quatre sous-indices du SPI, le niveau du 14 janvier 2015 (veille de la suppression du cours plancher) ayant été fixé à 100.

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

### Accroissement de la monnaie centrale

La monnaie centrale s'est vigoureusement accrue en décembre 2014 et en janvier 2015 (voir graphique 5.9). En moyenne, elle atteignait 450 milliards de francs en février, contre 380 milliards en novembre 2014.

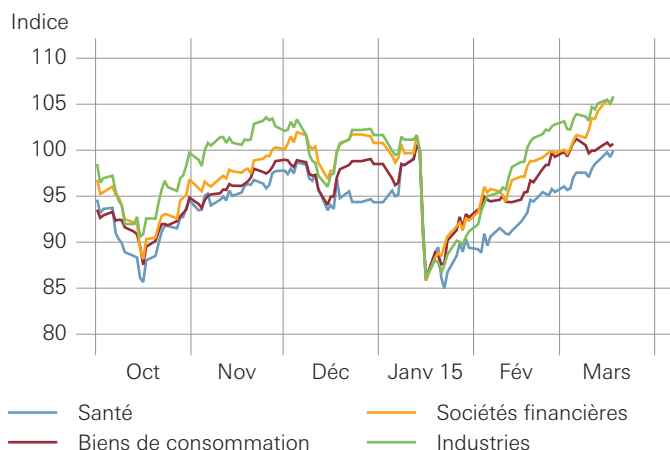
L'expansion de la monnaie centrale est due essentiellement aux avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS et reflète principalement les achats de devises que la BNS a effectués pour faire prévaloir le cours plancher.

Les billets en circulation, la seconde composante de la monnaie centrale, ont sensiblement augmenté en décembre. En janvier, ils n'ont pas retrouvé leur ancien niveau, contrairement à d'autres années, et sont donc restés élevés.

Graphique 5.8

### SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

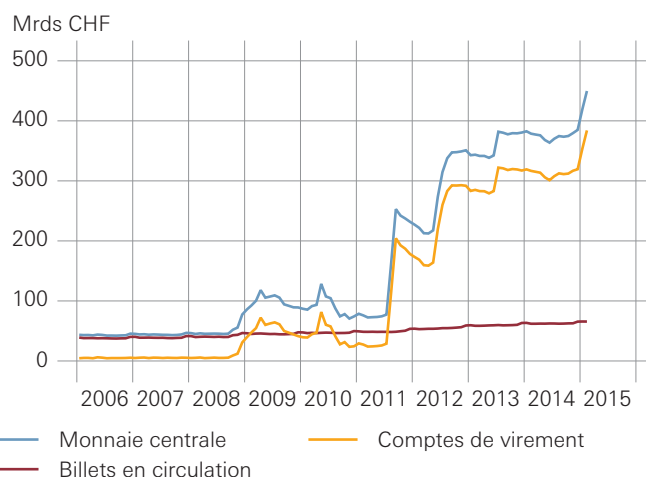
14 janvier 2015 = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

### MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

### Croissance moins forte des agrégats monétaires

La croissance des agrégats monétaires au sens large (monnaie détenue par les ménages et les entreprises) a marqué un ralentissement au cours des derniers trimestres (voir graphique 5.10 et tableau 5.1). En février 2015, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, comptes de transactions et dépôts à vue) s'établissait à 568 milliard de francs et dépassait ainsi de 0,9% son niveau du même mois de 2014. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) a augmenté de 1,5%, passant à 898 milliards de francs. Quant à M3 (M2 et dépôts à terme), il a progressé de 2,3% pour s'inscrire à 955 milliards de francs.

### Expansion de la masse monétaire portée par les crédits bancaires

L'expansion de la masse monétaire après le durcissement, en automne 2008, de la crise économique et financière est due principalement aux crédits octroyés par les banques. Une analyse du bilan consolidé des banques en Suisse (composantes et contreparties de M3) permet de déduire que l'accroissement de cet agrégat depuis octobre 2008 (+ 323 milliards de francs) s'explique pour les deux tiers environ par l'augmentation des crédits en francs à des débiteurs domiciliés en Suisse (+ 226 milliards). Le tiers restant peut être attribué à l'expansion de la monnaie centrale (voir L. Altermatt et R. Baeriswyl, «Effets de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse», pages 34 ss du présent Bulletin).

Tableau 5.1

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014		2014				2015		
			T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
<b>M1</b> <sup>1</sup>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	
<b>M2</b> <sup>1</sup>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	
<b>M3</b> <sup>1</sup>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>2, 4</sup>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>		
Créances hypothécaires <sup>2, 4</sup>	3,9	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6		
Ménages <sup>3, 4</sup>	3,5	3,7	3,6	3,4	3,3	3,4	3,5		
Entreprises du secteur privé <sup>3, 4</sup>	4,8	5,8	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2		
Autres crédits <sup>2, 4</sup>	5,3	3,1	7,7	8,0	2,6	0,0	-2,0		
gagés <sup>2, 4</sup>	4,3	-3,4	4,3	8,8	8,0	9,8	6,6		
non gagés <sup>2, 4</sup>	6,0	7,5	10,0	7,5	-1,0	-6,3	-7,1		

1 PostFinance SA a obtenu la licence bancaire le 26 juin 2013. Les taux de croissance indiqués ici reposent sur les chiffres retraités pour la période allant de janvier 2005 à mai 2013 (voir *Bulletin mensuel de statistiques économiques*, tableau B2a sur Internet, et les explications détaillées dans le *Bulletin mensuel de statistiques économiques* d'août 2013, page III).

2 Bilans mensuels.

3 Statistique sur l'encours des crédits.

4 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le *Bulletin mensuel de statistiques bancaires*.

Source: BNS.

## Ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Au quatrième trimestre 2014, les créances hypothécaires des banques, qui constituent les quatre cinquièmes environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 3,6% leur niveau de la période correspondante de 2013 (voir tableau 5.1). L'octroi de prêts hypothécaires, aussi bien aux ménages qu'aux entreprises, s'est ralenti. L'affaiblissement observé depuis quelque temps dans la croissance des prêts hypothécaires s'est ainsi confirmé. Pourtant, les taux hypothécaires sont très bas en comparaison historique (voir graphique 5.11).

L'expansion des prêts hypothécaires est devenue moins vive à la suite des diverses mesures adoptées depuis 2012 pour freiner la propension aux risques des banques et renforcer la capacité de résistance de celles-ci. Ainsi, les banques ont pris des mesures d'autorégulation qui durcissent les exigences minimales applicables à l'octroi de prêts hypothécaires. En outre, le volant anticyclique de fonds propres a été activé en 2013, puis renforcé en 2014. Les banques sont ainsi tenues de couvrir par des fonds propres supplémentaires leurs prêts hypothécaires servant au financement d'objets d'habitation. Une enquête menée par la BNS auprès des banques (Bank Lending Survey) indique elle aussi un léger durcissement des critères d'octroi de crédits et une diminution de la demande de crédits des ménages et des entreprises.

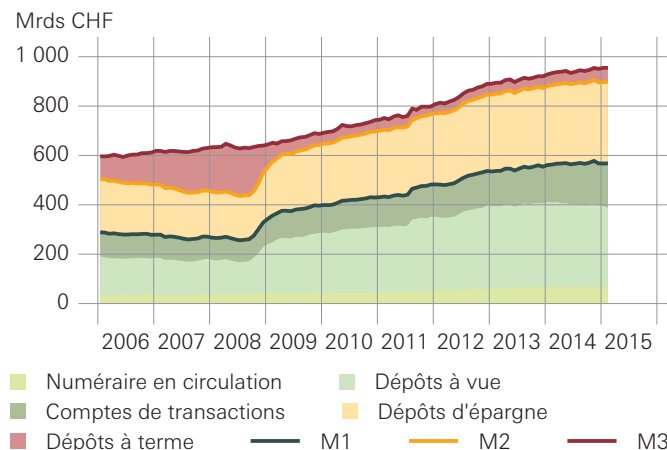
### Evolution tendancielle plate des autres crédits

Depuis le début de la crise économique et financière, les autres crédits, soit les prêts qui ne sont pas couverts par des hypothèques, ont suivi un tracé tendanciellement plat (voir graphique 5.12). Entre décembre 2013 et octobre 2014, les autres crédits non gagés ont marqué temporairement un vif accroissement à la suite de l'octroi, puis du remboursement d'un gros prêt au sein d'un groupe du secteur financier.

Graphique 5.10

## AGRÉGATS MONÉTAIRES

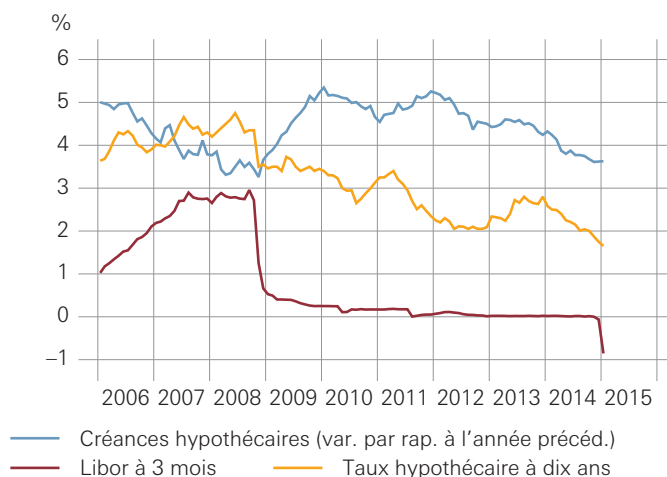
Y compris PostFinance



Source: BNS.

Graphique 5.11

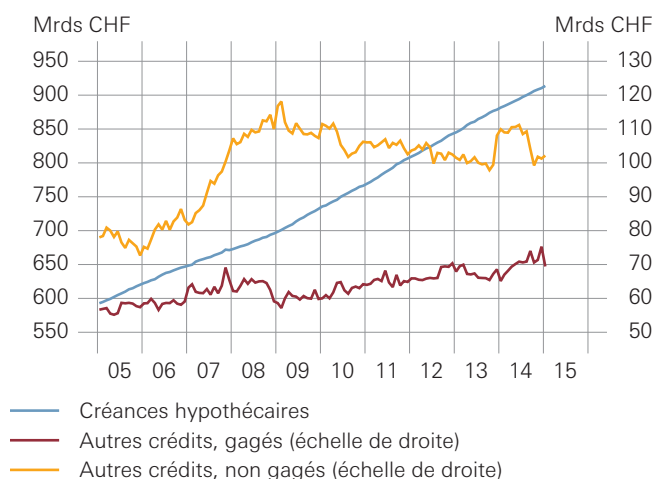
## CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.12

## CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

---

# Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2015

## **Premier trimestre 2015**

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des divers secteurs de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés entre mi-janvier et début mars 2015 avec 225 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

### **Régions**

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

### **Délégués**

Jean-Marc Falter  
Martin Wyss  
Walter Näf  
Daniel Hanimann  
Fabio Bossi  
Urs Schönholzer  
Aline Chabloz  
Markus Zimmerli



La suppression du cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro le 15 janvier 2015 a eu un impact considérable sur l'économie suisse au premier trimestre 2015; elle était au centre des entretiens menés avec les chefs d'entreprise entre la mi-janvier et le début du mois de mars. Selon les résultats de l'enquête (qui ne couvre pas le secteur public), la croissance économique a marqué une pause au premier trimestre 2015. Les marges de nombreuses entreprises se sont sensiblement détériorées, contraignant celles-ci à prendre une série de mesures.

Beaucoup d'interlocuteurs sont confrontés à de lourds défis du fait de la nouvelle situation sur le marché des changes et doivent tout d'abord en analyser plus exactement les conséquences pour leur entreprise. Cet examen de la situation demande du temps. L'incertitude quant à la marche future des affaires s'est donc fortement accentuée.

Les perspectives de croissance des chiffres d'affaires réels pour les prochains mois se sont nettement assombries, en particulier dans l'industrie manufacturière. Tous secteurs confondus, elles ne laissent toutefois pas présager une contraction. Les effectifs devraient légèrement diminuer dans l'ensemble, et le volume des investissements sera moins important qu'un an auparavant.

### **Chiffres d'affaires maintenus au même niveau**

Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires réels ont globalement stagné par rapport au trimestre précédent. Cette évolution s'observe dans la plupart des branches, à l'exception de l'industrie pharmaceutique. En comparaison annuelle, on constate néanmoins une légère augmentation.

S'agissant des exportations, les Etats-Unis ainsi que les pays asiatiques et arabes, notamment, comptent parmi les débouchés affichant une dynamique relativement élevée. En Europe, la demande reste globalement stable. Certaines branches ressentent les effets de frein causés par les foyers de tension en Russie et en Ukraine.

Dans la construction, les chiffres d'affaires ont quelque peu diminué, en données désaisonnalisées, par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, ils ont nettement reculé pour des raisons météorologiques, l'hiver 2014 ayant été exceptionnellement doux. Dans la construction de logements, la dynamique semble s'être encore ralentie.

Dans les services, l'activité a stagné dans l'ensemble. Elle a subi un ralentissement assez marqué dans le commerce de détail et le commerce automobile, ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration. Dans le commerce automobile notamment, l'activité s'est pratiquement arrêtée les jours qui ont suivi la suppression du cours plancher. Elle a repris après l'annonce de rabais de change importants; des effets de substitution ont été observés, qui se sont traduits par un glissement de la demande, des véhicules d'occasion vers les voitures neuves. Dans le commerce de détail, le tourisme d'achat à l'étranger s'est intensifié.

Dans l'hôtellerie et la restauration, les nouvelles relations de change ont entraîné une baisse modérée des réservations; quant aux annulations, elles sont jusqu'ici restées limitées. La persistance d'une forte demande de voyages organisés de la part des pays asiatiques contribue à amortir les effets négatifs. En outre, le nombre de touristes en provenance notamment des Etats-Unis, mais aussi du Royaume-Uni, a augmenté.

## **UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**

Comme aux trimestres précédents, les capacités de production des entreprises interrogées ne sont dans l'ensemble que légèrement sous-utilisées. Cela s'explique par une évolution jusqu'ici favorable des commandes.

Dans l'industrie manufacturière, près de 40% des entreprises interrogées font état d'une sous-utilisation des capacités. La quasi-totalité des branches ont jugé l'utilisation des capacités un peu, voire nettement plus faible qu'à l'accoutumée. Chez les fabricants d'équipements électriques, dans la chimie et dans l'industrie alimentaire, elle a été estimée nettement moins forte que d'ordinaire. Les entreprises de la métallurgie, en revanche, font état d'une utilisation supérieure à la normale grâce à des carnets de commandes bien remplis. Dans l'horlogerie, l'utilisation des capacités s'est stabilisée à un niveau un peu plus faible qu'aux trimestres précédents en raison d'une baisse de la demande en provenance de Chine.

Dans la construction, l'utilisation des capacités techniques a été dans l'ensemble légèrement plus élevée qu'à l'accoutumée. Le bâtiment à lui seul explique cette évolution. Les carnets de commandes restent bien garnis, mais les signes d'une poursuite du ralentissement se multiplient. Dans certaines régions, les répercussions de l'initiative sur les résidences secondaires sont de plus en plus perceptibles.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités de transport – a été dans l'ensemble légèrement moins utilisée qu'à l'accoutumée. Le secteur des technologies de l'information fait exception en enregistrant une utilisation des capacités quelque peu supérieure à la normale.

## **DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE**

### **Légère diminution des besoins en personnel**

La suppression du cours plancher a entraîné de nombreuses mesures en matière de ressources humaines – gel des embauches, allongement du temps de travail pour le même salaire, gel des salaires – parfois alors même qu'une augmentation de salaire avait déjà été annoncée. Un petit nombre d'entreprises prévoit des suppressions de postes.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs sont un peu trop élevés. Dans la construction, en revanche, ils restent appropriés. Dans les services, ils se sont avérés trop élevés dans le commerce de détail et les transports. Les entreprises du secteur des technologies de l'information, en revanche, sont plutôt à la recherche de personnel, comme au trimestre précédent.

En ce qui concerne le manque de personnel qualifié, la situation s'est quelque peu détendue dans les trois secteurs. De nombreuses entreprises continuent d'enregistrer un nombre élevé, voire très élevé, de

candidatures spontanées, en particulier au Tessin. En règle générale, les offres d'emploi publiées donnent également lieu à de nombreuses candidatures.

## **PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE**

### **Pressions sur les marges**

Les marges ont été globalement soumises à de fortes pressions par rapport au trimestre précédent, et ce dans les trois secteurs. Dans de nombreuses branches, une pression considérable s'est exercée sur les prix après la suppression du cours plancher. Les avantages financiers découlant des relations de change sont répercutés sur les prix afin de réduire le risque de perdre des clients.

Les marges sont jugées plus faibles que d'ordinaire par 60% des entreprises interrogées, tandis que 30% d'entre elles indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. Bon nombre de mesures continuent d'être prises pour contrecarrer le durcissement de la concurrence.

Lors de l'enquête, les représentants de toutes les branches de l'industrie manufacturière ont fait état de marges bénéficiaires plus faibles, voire beaucoup plus faibles, qu'à l'accoutumée. Dans la construction, les entrepreneurs interrogés ont signalé des marges plus basses que d'ordinaire dans le secteur principal comme dans le second œuvre. Cela s'explique en partie par la baisse de la demande dans certaines régions et par l'ajournement de certains projets dans le secteur public.

Dans les services aussi, les entreprises ont estimé leurs marges globalement plus faibles que d'habitude. Le commerce automobile, le commerce de détail et les banques ont été confrontés à des marges particulièrement réduites. Certains représentants du commerce de détail ont rapidement réagi à la suppression du cours plancher par des concessions sur les prix. Dans les banques, l'appréciation du franc s'est traduite par une réduction des commissions perçues; en outre, le taux d'intérêt négatif pèse sur les marges.

## **PERSPECTIVES**

### **Stagnation attendue**

Compte tenu de la nouvelle situation sur le marché des changes, les incertitudes concernant l'évolution conjoncturelle se sont fortement accrues dans l'ensemble. Les interlocuteurs ont éprouvé une inquiétude particulièrement forte les jours qui ont suivi la suppression du cours plancher.

Pour les prochains mois, une stagnation des chiffres d'affaires réels est généralement attendue, tandis qu'une croissance modérée était encore escomptée aux trimestres précédents. Néanmoins, des disparités considérables subsistent entre les branches. De nombreux interlocuteurs doivent analyser de façon approfondie la situation eu égard à la volatilité accrue des cours des change, ce qui demande du temps. Les mesures prises en vue d'améliorer

les marges ont donc en grande partie un caractère provisoire.

Un net fléchissement des prix d'achat et de vente est attendu dans tous les secteurs. Dans la mesure du possible, la réduction des prix de vente est toutefois moins forte que celle des prix d'achat afin de rétablir au moins une partie des marges.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs de l'industrie manufacturière tablent sur une réduction du personnel, tandis qu'aucune modification des effectifs n'est prévue dans les services et la construction. Les branches qui recensent les plus forts besoins en personnel sont les technologies de l'information, les conseillers juridiques et fiscaux et les réviseurs.

De nombreuses entreprises ont décrété le gel immédiat des investissements après la suppression du cours plancher et souhaitent à présent reconsidérer la question en profondeur. Dans l'ensemble, les plans d'investissement sont nettement revus à la baisse, tant pour les investissements en biens d'équipement que pour les investissements en constructions. Les investissements en Suisse sont effectués principalement en vue d'accroître l'efficacité ou de remplacer ce qui doit l'être, et non pour augmenter les capacités.

Pour ce qui est de l'inflation (mesurée à l'indice des prix à la consommation), les anticipations ont été nettement revues à la baisse; les entrepreneurs tablent sur un taux d'inflation d'environ  $-1,3\%$  pour le court terme (six à douze mois), alors qu'ils s'attendaient à un taux de  $0,3\%$  lors de la dernière enquête. Pour le long terme (trois à cinq ans), les anticipations sont elles aussi plus faibles, avec un taux escompté de  $0,5\%$ , contre  $1,1\%$  au trimestre précédent.

Outre la situation tendue au niveau des marges – principal sujet de préoccupation des entrepreneurs –, l'incertitude liée au contexte géopolitique reste présente, même si elle a quelque peu perdu de son acuité. Par ailleurs, l'altération des conditions générales due aux interventions et développements politiques en Suisse continue, mais dans une mesure moindre, de susciter des critiques. En dépit de la situation actuelle extrêmement difficile sur le marché des changes, une certaine confiance dans la capacité d'adaptation de l'économie suisse ressort des entretiens.



---

# Effets de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse

Lukas Altermatt et Romain Baeriswyl<sup>1</sup>

## Résumé

Le présent document décrit les contreparties au bilan des banques en Suisse de la hausse des avoirs en comptes de virement détenus à la BNS ainsi que celles de l'augmentation des dépôts du public. Il identifie les différentes causes de la progression des agrégats monétaires suisses depuis 2008. Les résultats indiquent que l'augmentation des dépôts en francs détenus par le public auprès des banques découle, pour les deux tiers, des crédits accordés par celles-ci aux ménages et aux entreprises et, pour un tiers environ, des opérations de la BNS sur le marché destinées à accroître la monnaie centrale et, partant, les liquidités des banques.

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient Katrin Assenmacher, Dirk Faltin, Daniel Heller, Christian Hepenstrick, Robert Müller, Reto Nyffeler, Enzo Rossi et Mathias Zurlinden pour leurs précieuses remarques.

# 1

## Introduction

---

A la suite de la récente crise financière, la BNS a sensiblement augmenté la monnaie centrale pour alimenter le marché monétaire en liquidités et limiter l'appréciation du franc suisse. L'expansion de la monnaie centrale se traduit essentiellement par une hausse des avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS. Le présent document décrit les effets de cette expansion sur le bilan des banques en Suisse.

Il identifie, d'une part, les contreparties de la hausse des liquidités dans le bilan des banques en Suisse. Les interventions de la BNS sur le marché des changes ont des effets différents sur le bilan des banques selon le type de contrepartie de la BNS. Par exemple, si la BNS acquiert des devises auprès de la clientèle suisse, l'accroissement des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse à la BNS s'accompagnera d'une progression des dépôts de la clientèle suisse dans ces banques, c'est-à-dire d'une hausse des agrégats monétaires. En revanche, si la BNS achète des devises aux clients de banques étrangères qui ne détiennent pas de comptes de virement auprès d'elle, l'augmentation des liquidités en francs sera créditée sur les comptes de virement des banques en Suisse, mais en faveur de ces banques étrangères. La croissance des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse à la BNS s'accompagnera alors d'une hausse de leurs engagements envers les banques étrangères et n'affectera pas les agrégats monétaires en Suisse. Dans l'ensemble, les contreparties d'une hausse des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse sont la clientèle suisse, les banques étrangères, la clientèle étrangère et l'asymétrie de devises. Cette dernière indique que la progression des liquidités en francs suisses n'a pas été contrebalancée par une augmentation équivalente des engagements en francs dans le bilan des banques en Suisse.

Le présent document identifie, d'autre part, les différentes causes de la hausse des agrégats monétaires. L'analyse révèle que depuis 2008, environ un tiers de cette hausse découle de l'augmentation des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse à la BNS. Les deux tiers restants reflètent l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages par les banques. Cela signifie que le mécanisme de transmission par le crédit bancaire stimule l'économie suisse et que seule une faible part de la croissance des agrégats monétaires résulte d'une hausse de la monnaie centrale.

Il n'est pas toujours aisé d'analyser les contreparties au bilan des mouvements d'un poste précis, car les actifs et les passifs des banques envers les différents groupes d'acteurs économiques peuvent évoluer en parallèle. Ce document expose donc la méthodologie en détail. Le chapitre 2 montre l'impact de l'expansion de la monnaie centrale par la BNS depuis 2008 sur les liquidités en francs des banques en Suisse, tandis que le chapitre 3 présente le bilan consolidé de ces dernières. Les actifs et les passifs sont ventilés en fonction de leurs principales composantes, elles-mêmes subdivisées selon qu'elles sont libellées en francs suisses ou en monnaies étrangères. Au chapitre 4, les postes à l'actif du bilan consolidé sont compensés par leurs postes équivalents au passif pour obtenir les positions nettes appropriées des banques. Ces positions nettes identifient les sources et utilisations de financement des banques par rapport aux différents groupes d'acteurs et servent de base à l'analyse des contreparties. Le chapitre 5 recense les contreparties de la hausse des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse à la BNS et celles de l'augmentation des dépôts en francs détenus par la clientèle suisse auprès de ces banques, la conclusion étant formulée au chapitre 6.

## 2 Expansion de la monnaie centrale et des liquidités des banques depuis 2008

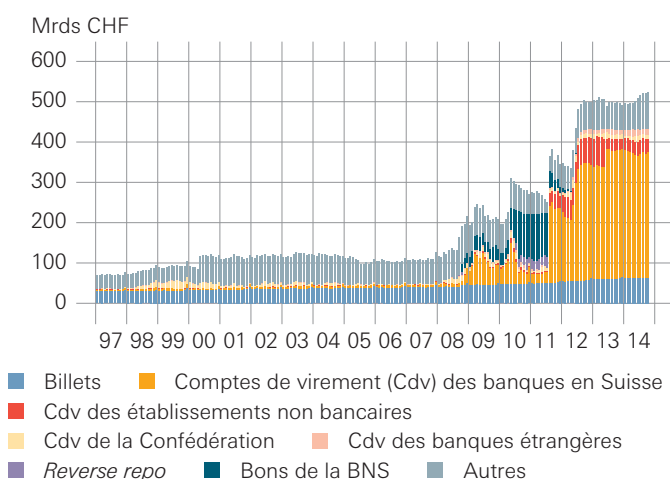
A la suite de la récente crise financière, la BNS a sensiblement augmenté la monnaie centrale pour alimenter le marché monétaire en liquidités et limiter l'appréciation du franc suisse. Par monnaie centrale, on entend la somme des billets en circulation et des avoirs en comptes de virement détenus par les banques et les acteurs non bancaires à la BNS. Le graphique 1 décrit l'évolution des passifs dans le bilan de la BNS entre janvier 1997 et octobre 2014. L'expansion de la monnaie centrale se traduit essentiellement par une hausse des avoirs en comptes de virement détenus par les banques en Suisse à la Banque nationale.

Les liquidités de ces dernières englobent les pièces et les billets de banque qui sont dans leurs coffres et leurs avoirs en comptes de virement à la BNS. Le graphique 2 montre l'évolution des liquidités en francs entre janvier 1997 et octobre 2014, selon le *Bulletin mensuel de statistiques bancaires* publié par la BNS. L'augmentation de ces liquidités reflète les mesures prises par la Banque nationale depuis 2008. Plusieurs phases sont identifiables:

- Les liquidités des banques ont commencé à progresser sensiblement au dernier trimestre 2008, en raison de l'approvisionnement substantiel en liquidités par la BNS et de la mise en place d'accords de swap en francs suisses. Au printemps 2009, la BNS a conclu des opérations supplémentaires de pensions de titres et acquis des obligations en francs suisses et des devises sur les marchés des changes.
- Le deuxième accroissement notable des liquidités s'est produit au printemps 2010, lors de l'aggravation de la crise de la dette souveraine en Europe. La BNS est alors intervenue sur le marché des changes pour atténuer la pression haussière importante qui pesait sur le franc suisse. Cette augmentation des liquidités a été de courte durée et s'est inversée peu après grâce à des opérations de pension de titres destinées à résorber les liquidités (*reverse repo*) et à l'émission de Bons de la BNS (instruments à court terme du marché monétaire émis par la BNS pour résorber les liquidités).
- La troisième hausse sensible des liquidités est survenue en août 2011, alors que le franc suisse s'appréciait fortement. La BNS a adopté différentes mesures pour accroître la monnaie centrale, y compris le non-renouvellement des *reverse repos* et des Bons de la BNS arrivés à échéance, le rachat de Bons de la BNS en circulation et la conclusion d'opérations de swap sur devises. Elle a également mis en place un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro le 6 septembre 2011.
- La quatrième augmentation considérable des liquidités a eu lieu à la mi-2012 et reflète les interventions nécessaires sur le marché des changes pour défendre le cours plancher.

Graphique 1

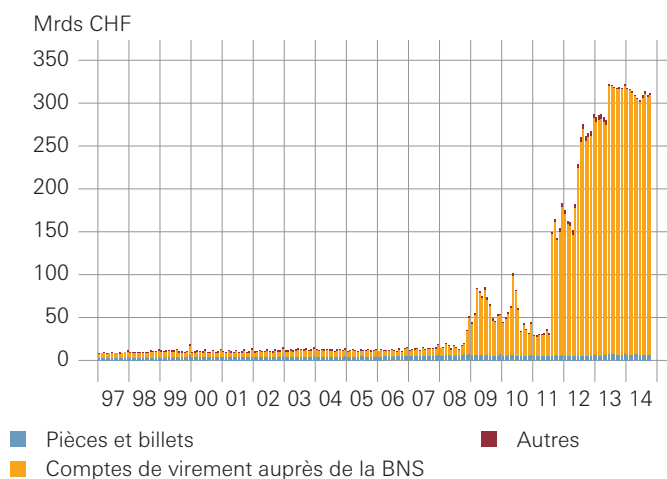
### PASSIFS DE LA BNS



Source: BNS.

Graphique 2

### LIQUIDITÉS EN FRANCS DES BANQUES EN SUISSE



Source: BNS.

- La dernière progression notable des liquidités des banques pendant la période allant jusqu'en octobre 2014 a été observée à la mi-2013. Contrairement aux phases précédentes, elle n'était pas liée à des mesures de politique monétaire. PostFinance SA a obtenu une licence bancaire en juin 2013. Par conséquent, ses avoirs en comptes de virement à la BNS sont désormais déclarés avec ceux des banques en Suisse et non plus avec les avoirs en comptes de virement des établissements non bancaires<sup>2</sup>.

La comparaison des graphiques 1 et 2 révèle que la monnaie centrale est supérieure aux liquidités en francs des banques en Suisse. La différence s'explique dans une large mesure par les encours de billets des acteurs non bancaires et par les avoirs en comptes de virement détenus à la BNS par des établissements autres que les banques en Suisse.

### 3

## Bilan consolidé des banques en Suisse

---

Par souci de clarté, ce chapitre décrit la structure du bilan consolidé des banques en Suisse et son évolution au fil du temps. C'est un point de départ logique pour analyser les contreparties au bilan de la hausse des liquidités, d'une part, et des agrégats monétaires, d'autre part.

Le graphique 3 présente les postes en comptes suisses et en comptes étrangers du bilan consolidé des banques en Suisse (comptoirs dans le monde) en décembre 2013. Les postes sont ventilés en fonction de leur unité monétaire: francs suisses ou monnaies étrangères. Les actifs comprennent (i) les liquidités, (ii) les créances du marché monétaire (MM) et les créances sur les banques, (iii) les crédits, (iv) le portefeuille de négoce et (v) les autres actifs. Les passifs englobent quant à eux (i) les engagements du marché monétaire (MM) et les engagements envers les banques, (ii) les dépôts de la clientèle, (iii) les obligations émises par les banques, (iv) les autres passifs et (v) les fonds propres. L'encadré 1 fournit un aperçu plus détaillé des données sous-jacentes et définit les différents postes.

Le graphique 4 expose l'évolution du bilan consolidé des banques en Suisse entre janvier 1997 et octobre 2014. La structure du bilan consolidé est identique à celle du graphique 3, les postes à l'actif étant représentés par des barres positives et ceux au passif par des barres négatives. Le diagramme supérieur montre les postes dans toutes les monnaies. Le diagramme central indique les postes en francs suisses et le diagramme inférieur, ceux en monnaies étrangères. Ces derniers postes étant valorisés en francs suisses, ils sont affectés par les fluctuations de change.

Bien que le présent document se concentre sur les postes libellés en francs suisses, il est important de garder à l'esprit ceux en monnaies étrangères, car les actifs et les passifs en francs ne s'équilibrent pas forcément. Un déséquilibre entre les actifs et les passifs en francs et dans d'autres monnaies s'appelle une asymétrie de devises (voir explications ci-après).

Les postes en francs suisses ont régulièrement progressé pendant la période sous revue. En revanche, ceux en monnaies étrangères affichent un caractère cyclique: ils ont sensiblement augmenté entre la seconde moitié des années 1990 et la crise des *dot-com* ainsi qu'entre 2003 et la crise des *subprimes*, puis se sont considérablement contractés.

---

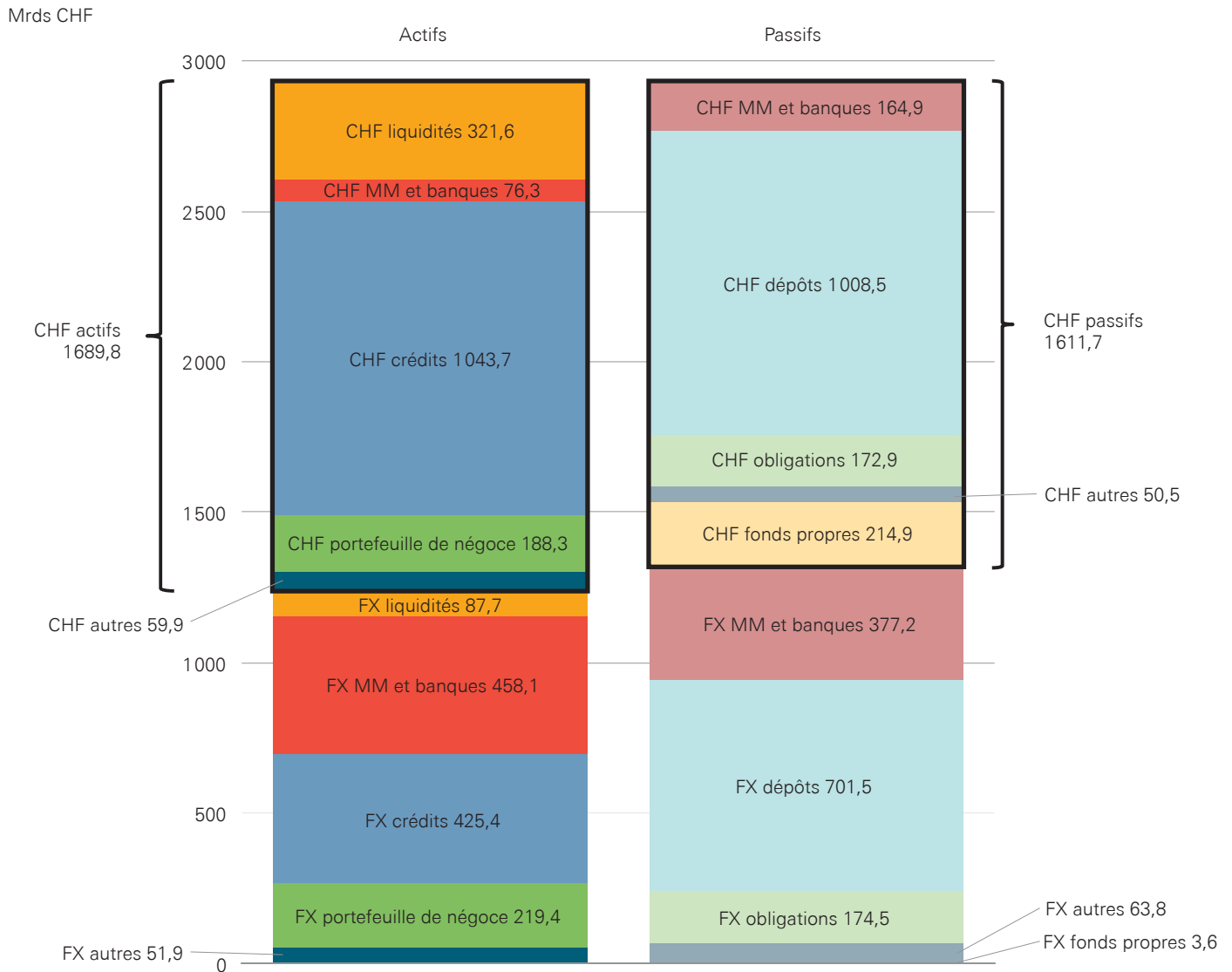
<sup>2</sup> Voir le *Bulletin trimestriel de la BNS* de septembre 2013 pour de plus amples informations sur l'impact qu'a eu l'octroi d'une licence bancaire à PostFinance SA sur les agrégats monétaires.

La hausse notable des liquidités en francs depuis 2008 transparaît clairement dans le diagramme central du graphique 4. Le diagramme inférieur révèle que les liquidités en monnaies étrangères des banques en Suisse ont également progressé après la récente crise financière. Les effets de cette croissance des liquidités sur d'autres

postes du bilan sont cependant difficiles à évaluer de prime abord. Aussi les postes à l'actif sont-ils compensés par leurs postes équivalents au passif dans le prochain chapitre pour obtenir les positions nettes appropriées des banques et nous permettre ainsi d'identifier l'évolution de ces positions consécutive à la hausse des liquidités.

Graphique 3

### BILAN CONSOLIDÉ DES BANQUES EN SUISSE, DÉCEMBRE 2013: COMPTOIRS DANS LE MONDE, COMPTES SUISSES ET ÉTRANGERS



Encadré 1

#### STRUCTURE DU BILAN DES BANQUES

##### Actifs

Les actifs des banques comportent six postes qui reflètent différentes activités commerciales. Les *liquidités* englobent le numéraire et les avoirs en comptes de virement détenus par les banques en Suisse auprès des banques centrales ou de leurs

correspondants bancaires<sup>1</sup>. Les créances du *marché monétaire* (MM) se composent des instruments monétaires détenus par les banques en Suisse, tandis que le terme *banques* désigne les créances sur d'autres banques. Pour simplifier, ces deux types de créances

<sup>1</sup> Jusqu'en mai 2013, les liquidités en francs suisses comprenaient également les comptes postaux. PostFinance SA a obtenu une licence bancaire en juin 2013.



sont regroupés dans les graphiques 3, 4 et 5. Les *crédits* correspondent aux montants prêtés aux clients. Le *portefeuille de négoce* comprend le portefeuille proprement dit, les métaux précieux, les immobilisations financières et les participations. Les *autres actifs* sont constitués des immobilisations corporelles, des comptes de régularisation, des autres actifs et du capital social non libéré.

### Passifs

Les passifs sont également regroupés en six postes, qui correspondent aux différentes sources de financement. Les engagements du *marché monétaire* (MM) comprennent les instruments monétaires émis par les banques en Suisse. Le terme *banques* désigne les engagements envers d'autres banques. Les *dépôts* correspondent aux engagements envers la clientèle (à vue, à terme et sous forme d'épargne). Les *obligations* rassemblent les emprunts émis par des banques en Suisse tels que les obligations de caisse, les obligations usuelles et les lettres de gage. Les *autres passifs* se composent des comptes de régularisation et des autres passifs. Les *fonds propres* englobent les correctifs de valeur et les provisions, les réserves pour risques bancaires généraux, le capital social, la réserve légale générale, la réserve pour propres titres de participation, la réserve de réévaluation, les autres réserves ainsi que les bénéfices et pertes reportés ou cumulés.

### Lieu des comptoirs

Le *Bulletin mensuel de statistiques bancaires* comprend des données bilantaires de banques domiciliées en Suisse. Celles-ci peuvent cependant avoir des comptoirs dans ce pays et des succursales à l'étranger. La rubrique *comptoirs en Suisse* ne comporte que les postes bilantaires provenant des comptoirs des banques situés en Suisse et dans la Principauté de Liechtenstein, tandis que la partie *comptoirs dans le monde* englobe également les postes issus des succursales à l'étranger.

### Domicile de la contrepartie

Les postes du bilan indiquent également le domicile de la contrepartie. Ce critère s'applique à tous ces postes, que la contrepartie soit un créancier, un débiteur ou un émetteur de titres. Par *comptes suisses*, on entend les postes du bilan dont la contrepartie est domiciliée en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. L'expression *comptes étrangers* désigne les postes du bilan dont la contrepartie est établie à l'étranger.

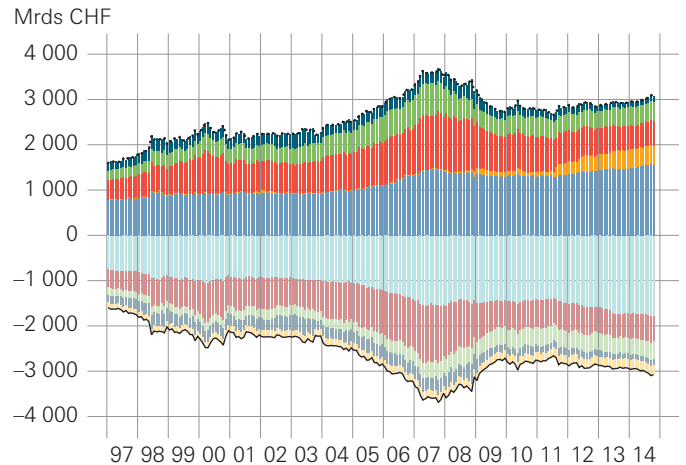
### Monnaie

Par ailleurs, le bilan du secteur bancaire est structuré en fonction de l'unité monétaire. Les postes sont ventilés en *francs suisses* et en *monnaies étrangères*. Ceux en monnaies étrangères sont exprimés en francs suisses.

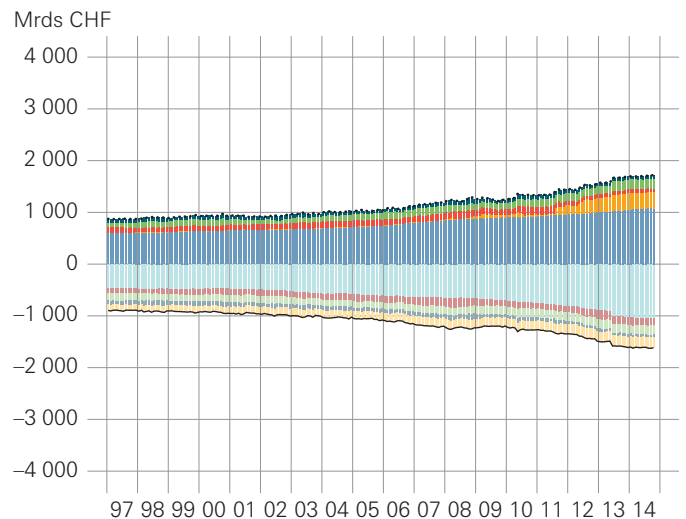
Graphique 4

## BILAN DES BANQUES: COMPTOIRS DANS LE MONDE

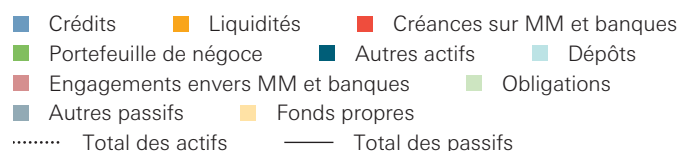
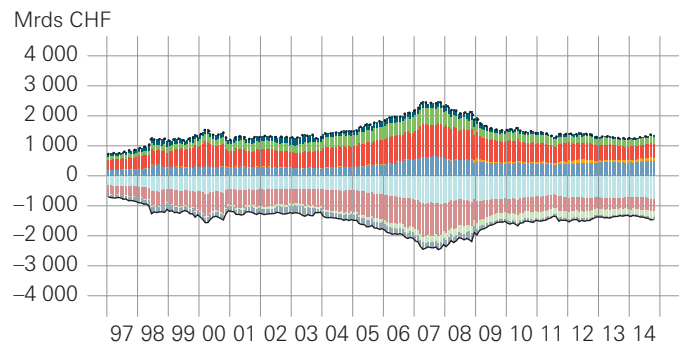
Comptes suisses et étrangers, postes dans toutes les monnaies



Comptes suisses et étrangers, postes en CHF



Comptes suisses et étrangers, postes en monnaies étrangères



Source: BNS.

# 4

## Bilan net des banques en Suisse

Comme mentionné dans le chapitre précédent, il n'est pas aisé d'évaluer les effets de la hausse des liquidités sur les autres postes à partir du bilan consolidé présenté au graphique 4. Les postes à l'actif sont donc compensés par leurs postes équivalents au passif pour déterminer les positions nettes des banques envers les différents groupes d'acteurs économiques. Cela nous permet d'identifier les sources et utilisations de financement des banques par rapport à ces groupes. La procédure de compensation constitue une étape intermédiaire en vue de l'analyse des contreparties exposée au chapitre 5. Le présent chapitre se limite donc à la décrire et à proposer une brève interprétation du bilan net.

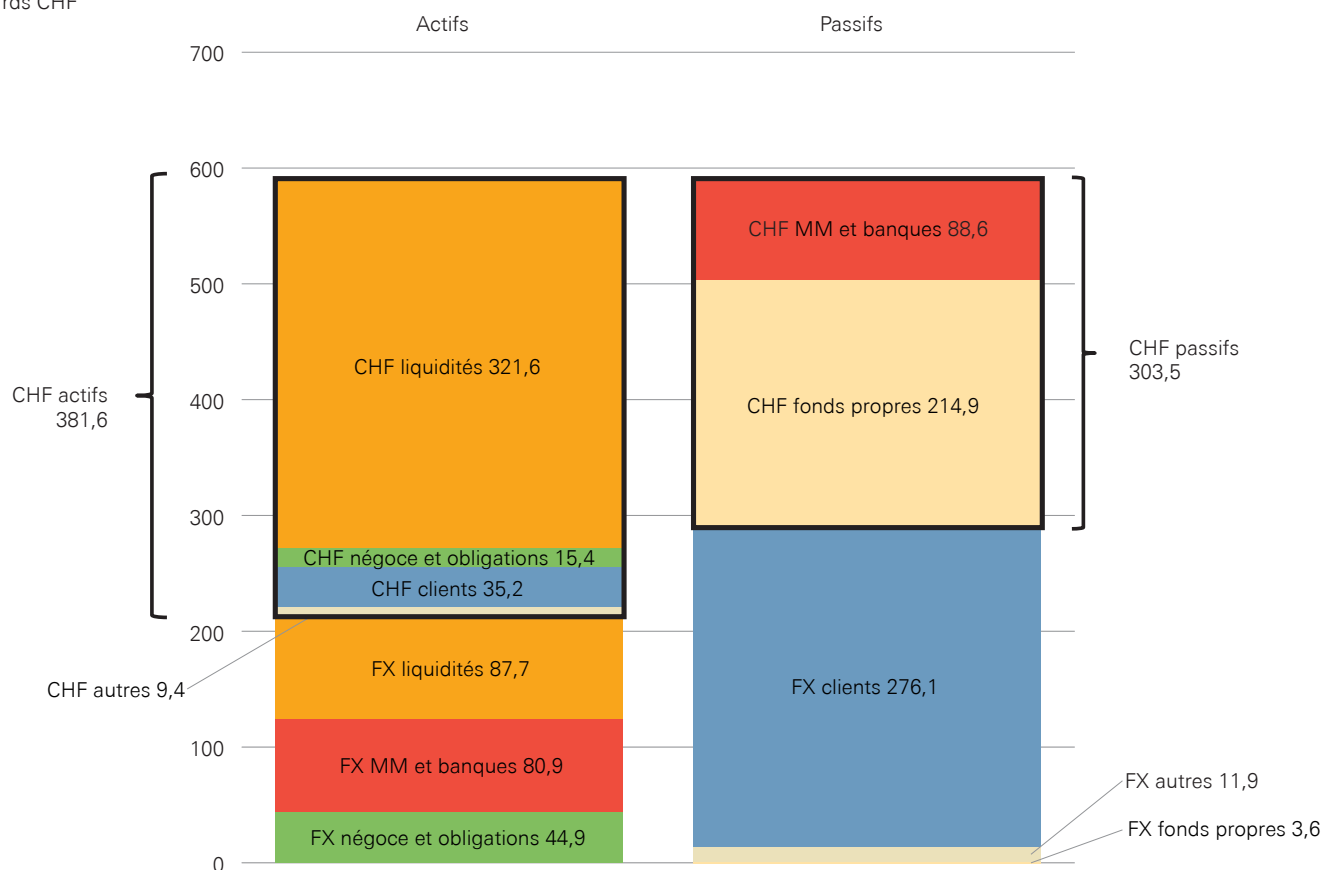
Lorsque les postes à l'actif et au passif sont mutuellement compensés, le bilan consolidé des banques en Suisse reproduit au graphique 3 se réduit au bilan net du graphique 5. Les postes sont compensés comme suit:

- Les titres monétaires détenus par les banques en Suisse (actifs) sont compensés par les titres monétaires qu'elles ont émis (passifs). Cela indique la position nette des banques vis-à-vis du *marché monétaire* (MM).
- Les créances sur les banques (actifs) sont compensées par les engagements envers les banques (passifs) pour connaître la position nette des banques en Suisse vis-à-vis d'autres *banques*. Pour simplifier, les postes concernant le marché monétaire et les banques sont consolidés dans les graphiques 3, 4 et 5.
- Les crédits accordés à la clientèle par les banques (actifs) sont compensés par les dépôts de la clientèle auprès d'elles (passifs). On obtient ainsi la position nette des banques vis-à-vis des *clients*.
- Les portefeuilles de négoce détenus par les banques (actifs) sont compensés par les obligations qu'elles ont émises (passifs) pour déterminer la position nette des banques vis-à-vis du marché des capitaux. Celle-ci est appelée *négoce et obligations*.

Graphique 5

### BILAN NET DES BANQUES EN SUISSE, DÉCEMBRE 2013: COMPTOIRS DANS LE MONDE, COMPTES SUISSES ET ÉTRANGERS

Mrds CHF



- Les autres actifs sont compensés par les autres passifs, la position nette étant désignée par «*autres*».
- Le bilan net indique toutefois le montant brut des *liquidités* et des *fonds propres*.

La procédure de compensation peut être appliquée aux subdivisions du bilan consolidé (par exemple compensation en fonction du lieu des comptoirs, du domicile de la contrepartie ou de la monnaie).

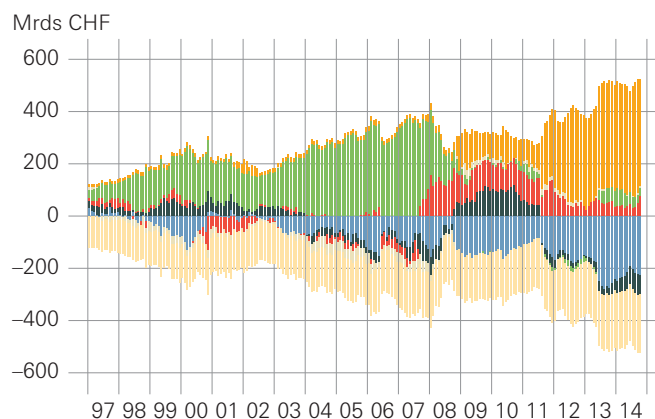
Le graphique 6 montre l'évolution depuis 1997 du bilan net des banques en Suisse illustré dans le graphique 5. Il correspond également au bilan consolidé du graphique 4 après application de la procédure de compensation décrite ci-dessus. Une position nette positive (barres dans la zone positive) signifie que les actifs sont supérieurs aux passifs correspondants, alors qu'une position nette négative (barres dans la zone négative) reflète un excédent de passifs par rapport aux actifs. Le diagramme supérieur montre les positions nettes dans toutes les monnaies. Le diagramme central indique les positions nettes en francs suisses et le diagramme inférieur, celles en monnaies étrangères.

Les variations des positions nettes nous aident à comprendre comment les sources et utilisations de financement évoluent en fonction des groupes d'acteurs. Par exemple, la position nette positive en francs suisses *Clients* (graphique 6, diagramme central, barres bleues) indique que le volume des crédits accordés aux clients est supérieur à celui de leurs dépôts. Le recul de cette position nette à l'actif depuis 2008 révèle que les crédits se sont alors développés moins rapidement que les dépôts. Par ailleurs, l'augmentation sensible de la position nette *Marché monétaire* entre la mi-2010 et la mi-2011 (graphique 6, diagramme central, barres bleu foncé) correspond aux Bons de la BNS détenus par les banques en Suisse. Concernant les monnaies étrangères, la position nette au passif *Clients* (graphique 6, diagramme inférieur, barres bleues) montre que le volume des dépôts des clients est supérieur à celui des crédits qui leur ont été accordés. Cette position nette au passif a financé la position nette à l'actif *Négoce et obligations* en monnaies étrangères (graphique 6, diagramme inférieur, barres vertes). Les portefeuilles de négoce en monnaies étrangères dépassaient sensiblement les obligations en monnaies étrangères émises par ces banques, mais cette position nette à l'actif s'est considérablement réduite depuis 2007, les portefeuilles de négoce et les obligations s'équilibrant davantage.

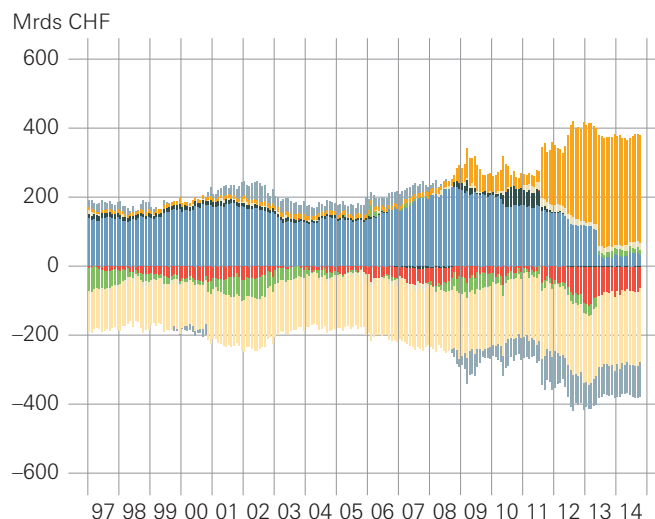
Graphique 6

### BILAN NET DES BANQUES: COMPTOIRS DANS LE MONDE

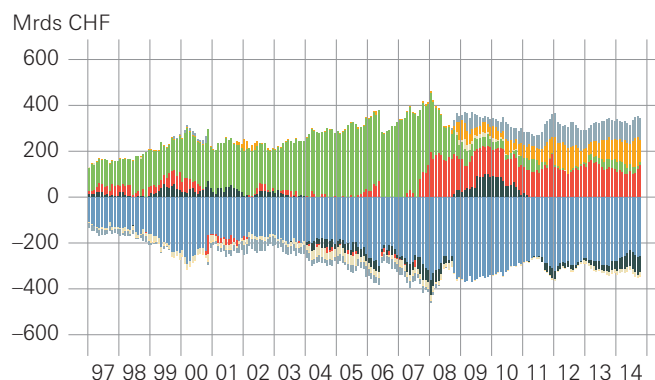
Comptes suisses et étrangers, positions nettes dans toutes les monnaies



Comptes suisses et étrangers, positions nettes en CHF



Comptes suisses et étrangers, positions nettes en monnaies étrangères



■ Clients    ■ Marché monétaire    ■ Banques  
 ■ Négoce et obligations    ■ Autres    ■ Liquidités  
 ■ Fonds propres    ■ Asymétrie de devises

Source: BNS.

## 5 Analyse des contreparties

---

Dans le diagramme central et le diagramme inférieur, l'écart entre les actifs et les passifs libellés respectivement en francs suisses et en monnaies étrangères traduit une asymétrie de devises. Jusqu'en 2008, le bilan net en francs suisses (diagramme central) se caractérisait par une asymétrie de devises positive: les actifs en francs suisses étaient inférieurs aux passifs en francs suisses. En d'autres termes, les passifs en francs suisses inscrits au bilan servaient à financer des actifs en monnaies étrangères. L'asymétrie de devises est négative dans le bilan net en monnaies étrangères (diagramme inférieur).

A la suite de la forte croissance des liquidités en francs suisses, l'asymétrie de devises s'est inversée et apparaît désormais au passif, car cette hausse des liquidités (actifs) n'a pas été contrebalancée par une progression équivalente des passifs libellés dans cette monnaie. Ce point est important pour analyser l'impact de cette expansion sur le bilan des banques en Suisse. Il convient cependant de noter que l'asymétrie de devises ne reflète pas l'exposition réelle en monnaies étrangères des banques en Suisse. Celle-ci peut également être influencée par les produits dérivés, qui ne sont portés au bilan qu'à leur valeur de remplacement.

Sur la base du bilan net issu du chapitre précédent, l'analyse des contreparties associe les changements cumulés d'un poste donné aux changements cumulés des différentes sources et utilisations de financement. Elle détermine comment les variations d'un poste s'équilibrent avec elles d'autres positions nettes. La méthode peut être appliquée à tous les postes du bilan. L'accent est mis ci-après sur les contreparties de la hausse des liquidités en francs des banques, d'une part, et de l'augmentation des agrégats monétaires, d'autre part. Les changements cumulés dans les positions nettes en francs suisses sont tirés du graphique 6 (diagramme central). Ils sont ensuite calculés depuis le point de départ de l'analyse, c'est-à-dire octobre 2008.

### 5.1 CONTREPARTIES DES LIQUIDITÉS EN FRANCS SUISSES

---

Le graphique 7 montre de manière cumulative les contreparties de la hausse des liquidités en francs suisses détenues par les banques en Suisse depuis que la monnaie centrale a commencé son expansion significative en octobre 2008. La courbe noire reflète les changements cumulés des liquidités. Ce graphique indique aussi séparément les changements dans les positions nettes vis-à-vis des clients et des banques, respectivement en comptes suisses et en comptes étrangers. Les liquidités étant un poste à l'actif, leur expansion doit être contrebalancée soit par une hausse des postes au passif, soit par une baisse d'autres postes à l'actif. Une diminution des positions nettes se traduit par des barres positives et une augmentation, par des barres négatives.

Il convient de noter que, contre toute attente, la position nette des banques en Suisse vis-à-vis des banques en comptes suisses n'est traditionnellement pas égale à zéro, car le *Bulletin mensuel* de statistiques bancaires n'englobe pas le bilan de tous les établissements bancaires ni celui de la BNS. Par conséquent, les postes des banques en Suisse (incluses dans la statistique) vis-à-vis de la BNS, comme ceux découlant d'opérations de pensions de titres, conduisent à des positions nettes différentes de zéro à l'égard des banques en comptes suisses.

Les mesures prises par la BNS en vue d'accroître ou de réduire les liquidités déterminent quelles contreparties sont affectées dans le bilan des banques. Par exemple, si les liquidités augmentent à la suite d'opérations de pensions de titres, les *banques en comptes suisses* constituent la contrepartie dans le bilan des banques en Suisse. Les opérations de pensions de titres engendrent une hausse des

engagements envers les banques en comptes suisses (à savoir la BNS). Dès lors, la position nette des banques en Suisse (inclues dans la statistique) vis-à-vis des banques en comptes suisses (y compris la BNS) diminue. C'est ce que l'on a pu observer en mars 2009 (barres positives rouges), lorsque l'expansion des liquidités reposait entre autres sur des pensions de titres. Entre la mi-2010 et la mi-2011, les liquidités ont été résorbées grâce à des opérations de *reverse repo* et aux Bons de la BNS, entraînant un accroissement des positions nettes vis-à-vis des *banques en comptes suisses* (barres négatives rouges) et du *marché monétaire* (barres négatives bleu foncé).

Il est plus difficile de prévoir les contreparties lorsque les liquidités augmentent à la suite d'interventions sur le marché des devises, comme au premier semestre 2010 et à partir du second semestre 2011. En effet, plusieurs types d'acteurs peuvent constituer la contrepartie économique de la BNS sur ce marché, d'où un impact différent sur le bilan des banques en Suisse. Il existe quatre cas :

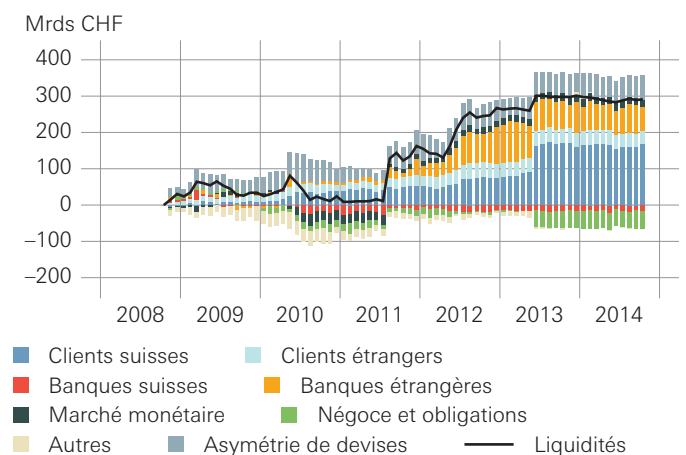
- Lorsque la BNS accroît la monnaie centrale en acquérant des devises auprès des *clients suisses* des banques en Suisse, elle crédite le compte de virement de ces dernières en faveur de ces clients. La position nette de ces banques à l'égard desdits clients baisse, car les dépôts de ceux-ci croissent davantage (ou fléchissent moins) que les crédits qui leur sont accordés. Après prise en considération de la rupture liée à l'intégration de PostFinance SA dans les statistiques bancaires en juin 2013, les barres bleu moyen du graphique 7 indiquent que près d'un tiers de la hausse des liquidités (environ 100 milliards de francs sur 300 milliards) a été contrebalancé par une réduction de la position nette vis-à-vis des clients en comptes suisses.
- Lorsque la BNS achète des devises aux *clients étrangers* des banques en Suisse, elle crédite le compte de virement de ces dernières en faveur de ces clients. La position nette de ces banques à l'égard desdits clients baisse, car les dépôts de ceux-ci augmentent davantage (ou reculent moins) que les crédits qui leur sont octroyés. Comme le reflètent les barres bleu clair du graphique 7, environ 40 milliards de francs issus de l'accroissement des liquidités ont été contrebalancés par une réduction de la position nette des banques en Suisse vis-à-vis des clients en comptes étrangers.
- Lorsque la BNS acquiert des devises auprès de clients de *banques en comptes étrangers*, celles-ci détiennent leurs liquidités en francs suisses dans des banques en Suisse, car elles ne détiennent pas de compte de virement à la BNS. Le règlement de ces opérations a lieu lorsque la BNS crédite le compte de virement des banques en Suisse en faveur des banques en comptes étrangers. La position nette des banques en Suisse envers les banques en comptes étrangers décroît alors, car les engagements envers ces dernières augmentent davantage (ou baissent moins) que les créances sur

celles-ci. Comme le montrent les barres orange du graphique 7, environ 80 milliards de francs issus de l'accroissement des liquidités ont été contrebalancés par une réduction de la position nette des banques en Suisse vis-à-vis des banques en comptes étrangers.

Graphique 7

### CONTREPARTIES DES LIQUIDITÉS DEPUIS OCT. 2008

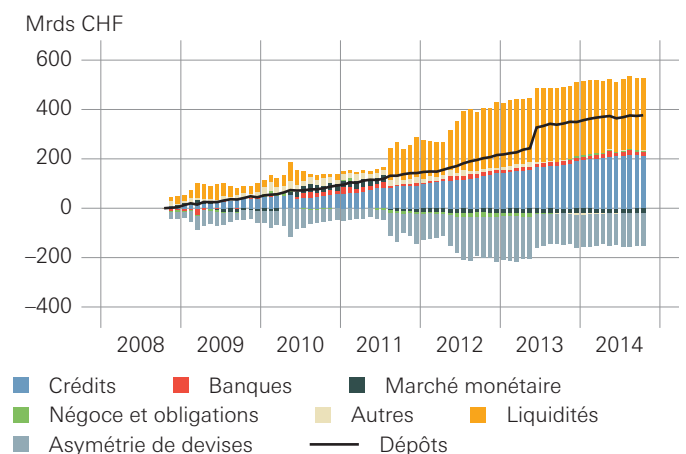
Comptoirs dans le monde, comptes suisses et étrangers en CHF



Graphique 8

### CONTREPARTIES DES DÉPÔTS DEPUIS OCT. 2008

Comptoirs en Suisse, comptes suisses en CHF



– Lorsque la BNS acquiert des devises auprès des banques en Suisse, les liquidités en monnaies étrangères sont substituées par des liquidités en francs suisses dans le bilan de ces établissements, ce qui modifie l’asymétrie de devises. Ce type de transactions ne représente toutefois pas l’unique cause possible des mouvements de l’*asymétrie de devises*. Les produits dérivés en monnaies étrangères (par exemple contrats à terme en monnaies étrangères, swaps en monnaies étrangères ou swaps sur devises) changent également la composition monétaire du bilan. L’asymétrie de devises représentée par les barres grises au graphique 7 ne reflète donc pas l’exposition réelle en monnaies étrangères des banques en Suisse.

En résumé, cette analyse révèle que les contreparties de la hausse des liquidités des banques en Suisse peuvent être attribuées, par ordre d’importance, aux clients en comptes suisses, aux banques en comptes étrangers et aux clients en comptes étrangers. L’asymétrie de devises indique également que la progression des liquidités en francs suisses n’a pas été contrebalancée par une augmentation équivalente des engagements en francs. Une partie de l’augmentation des liquidités s’est traduite par un accroissement direct des dépôts de la clientèle suisse (donc des agrégats monétaires) supérieur à la progression des crédits. Toutefois, comme le montre la section suivante, la majeure partie de l’accroissement des dépôts de la clientèle suisse découle des crédits accordés par les banques en Suisse aux entreprises et aux consommateurs du pays plutôt que de l’expansion des liquidités.

## 5.2 CONTREPARTIES DES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE EN FRANCS SUISSES

En appliquant la même méthode qu’à la section précédente, le graphique 8 présente les contreparties cumulées de la hausse des dépôts en francs détenus par la clientèle suisse auprès des banques en Suisse depuis octobre 2008. Étant donné que les agrégats monétaires n’englobent que les dépôts détenus par la clientèle suisse, le graphique 8 repose uniquement sur les postes des banques en comptes suisses et ignore les postes de ces établissements en comptes étrangers. La courbe noire reflète à présent la croissance cumulée des dépôts en francs détenus par la clientèle suisse, ce qui correspond environ à M3 sans la monnaie en circulation. Les dépôts étant comptabilisés au passif, leur progression doit être contrebalancée par une hausse des postes à l’actif ou par une baisse d’autres postes au passif. Une augmentation des positions nettes se traduit par des barres positives et une diminution par des barres négatives.

Il ressort du graphique 8 que les *crédits* constituent la principale contrepartie des dépôts. Lorsque une banque accorde un prêt, elle crédite le compte de l’emprunteur, ce qui se traduit par une hausse simultanée des crédits et des dépôts. Après prise en considération de la rupture liée à l’intégration de PostFinance SA dans les statistiques bancaires en juin 2013, près des deux tiers de l’accroissement des dépôts ont été contrebalancés par une progression des crédits. Les dépôts ont affiché une croissance supérieure à celle des crédits en raison de l’expansion des *liquidités*, comme mentionné à la section 5.1 et illustré dans le graphique 8 par les barres orange<sup>3</sup>. Toutefois, les fluctuations des liquidités n’ont eu qu’un impact restreint sur les dépôts. Par exemple, la résorption des liquidités au second semestre 2010 n’a pas empêché les dépôts de continuer à croître au même rythme que les crédits. De plus, la hausse sensible des liquidités au second semestre 2011 n’a eu qu’un effet modeste sur les dépôts.

Dans l’ensemble, la progression des agrégats monétaires découle, pour les deux tiers environ, du mécanisme de transmission classique du crédit bancaire, alors que près d’un tiers reflète l’expansion des liquidités par la BNS.

<sup>3</sup> La différence entre la hausse des dépôts et celle des crédits au graphique 8 correspond au poste *Clients suisses* du graphique 7.

# 6

## Conclusion

---

Le présent document analyse les effets de la hausse des liquidités sur le bilan des banques en Suisse depuis octobre 2008. La procédure de compensation contribue à identifier les sources et utilisations de financement des banques par rapport aux différents groupes d'acteurs économiques. Elle nous permet également d'associer les fluctuations des liquidités et des dépôts de la clientèle aux variations de leurs contreparties.

Premièrement, l'analyse associe quatre catégories de contreparties à la hausse des liquidités en francs détenues par les banques en Suisse: (i) les clients en comptes suisses, ce qui indique que leurs dépôts ont davantage progressé que les crédits qui leur ont été octroyés, (ii) les banques en comptes étrangers, ce qui signifie que les engagements envers elles ont enregistré une croissance supérieure à celle des créances sur ces établissements bancaires, (iii) les clients en comptes étrangers, ce qui reflète une hausse plus importante de leurs dépôts dans les banques en Suisse que des crédits accordés par celles-ci à ces clients, et (iv) l'asymétrie de devises. Celle-ci indique que l'augmentation des liquidités en francs n'a pas été contrebalancée par un accroissement équivalent des engagements dans cette monnaie.

Deuxièmement, le document montre que la progression des liquidités en francs n'est responsable que pour un tiers de l'augmentation des dépôts en francs détenus par la clientèle suisse, les deux tiers restants découlant de l'octroi de crédits. Cela signifie que le crédit bancaire a significativement contribué à stimuler l'économie suisse lors de la récente crise financière.

---

# Chronique monétaire

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



Lors de l'examen du 19 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS est maintenu à  $-0,75\%$ , et les montants exonérés restent inchangés. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Selon la BNS, le franc est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait continuer à s'affaiblir au fil du temps. La BNS souligne qu'elle continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle. Aussi interviendra-t-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

Mars 2015

Le 15 janvier, la BNS abolit le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Parallèlement, elle abaisse de 0,5 point le taux d'intérêt appliqué à compter du 22 janvier 2015 aux avoirs en comptes de virement qui dépassent un certain montant exonéré, le fixant à  $-0,75\%$ . La marge de fluctuation du Libor à trois mois est désormais comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ , au lieu de  $-0,75\%$  et  $0,25\%$  précédemment. La baisse de taux doit contribuer à faire en sorte que la suppression du cours plancher n'entraîne pas de durcissement inopportun des conditions monétaires. La Banque nationale indique qu'elle continuera de prendre en compte la situation sur le marché des changes et interviendra au besoin sur ce marché.

Janvier 2015

Le 18 décembre, la BNS annonce qu'elle prélèvera à compter du 22 janvier 2015 un intérêt de  $-0,25\%$  sur les avoirs en comptes de virement à la BNS. L'intérêt négatif sera prélevé sur les avoirs en comptes de virement qui excèdent un certain montant exonéré. Par cette mesure, la BNS vise un Libor à trois mois situé dans la zone négative. La marge de fluctuation assignée au Libor est désormais comprise entre  $-0,75\%$  et  $0,25\%$  (contre  $0\%$ - $0,25\%$  précédemment). L'introduction d'un taux d'intérêt négatif rend la détention de placements en francs moins attrayante et, partant, soutient le cours plancher.

Décembre 2014

Lors de l'examen du 11 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre immédiatement des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à  $0\%$ - $0,25\%$ . Selon la BNS, les risques de déflation se sont de nouveau accrus, et le franc demeure à un niveau élevé. Le Libor à trois mois s'inscrivant à zéro, le cours plancher constitue l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires.

Décembre 2014

Lors de l'examen du 18 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée et à prendre immédiatement des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à  $0\%$ - $0,25\%$ . Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument central pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires.

Septembre 2014

#### **Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

#### **Conception**

Interbrand AG, Zurich

#### **Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

#### **Version imprimée**

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:  
Banque nationale suisse, Bibliothèque  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone: +41 (0)44 631 32 84  
Fax: +41 (0)44 631 81 14  
E-mail: library@snb.ch

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



#### **Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en**

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

#### **Internet**

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

#### **Droits d'auteur/copyright ©**

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

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

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

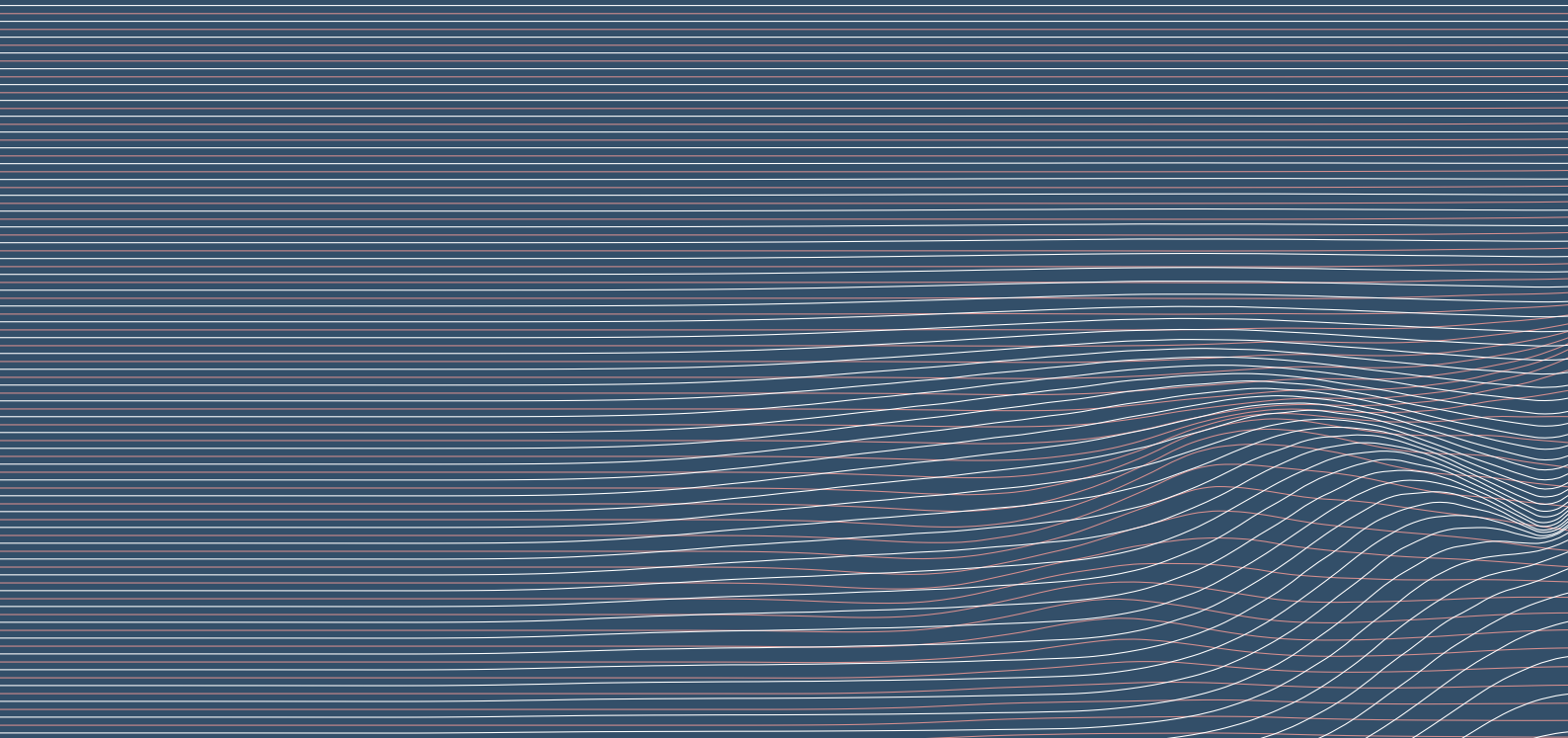
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

#### **Limitation de la responsabilité**

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2015





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

