



---

Bulletin trimestriel  
2/2021 Juin

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





---

# Bulletin trimestriel 2/2021 Juin

39<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 17 juin 2021	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
Glossaire	37
<b>Chronique monétaire</b>	<b>42</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de juin 2021 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 17 juin 2021) 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 17 juin 2021. 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 17 juin 2021

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) poursuit sa politique monétaire expansionniste afin d'assurer la stabilité des prix et de continuer à soutenir la reprise de l'économie suisse face aux conséquences de la pandémie de COVID-19. Elle laisse à  $-0,75\%$  son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS, et reste disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de l'ensemble des monnaies. Le franc se maintient à un niveau élevé. La politique monétaire expansionniste assure des conditions de financement favorables, contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités, et atténue les pressions à la hausse sur le franc.

Pour cette année et la prochaine, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle s'inscrit légèrement au-dessus de celle de mars (voir graphique 1.1). Cela est principalement dû à l'augmentation des prix tant des produits pétroliers et des services liés au tourisme, que des biens pour lesquels l'approvisionnement est difficile. A plus long terme, la prévision d'inflation est pratiquement identique à celle de mars. Pour 2021, elle s'établit à  $0,4\%$ , et à  $0,6\%$  pour 2022 comme pour 2023 (voir tableau 1.1). La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années.

Même plus d'un an après son apparition, le coronavirus et les mesures prises pour l'endiguer continuent à marquer la situation économique internationale. Ainsi, le produit intérieur brut (PIB) a encore une fois baissé au premier trimestre dans de nombreux pays, où il se situait toujours nettement en dessous de son niveau d'avant la crise. Durant les derniers mois, bien des régions ont vu leur situation pandémique s'améliorer, et les programmes de vaccination progressent. Par conséquent, beaucoup de pays lèvent peu à peu les mesures d'endiguement depuis quelques semaines.

Dans le scénario de base de la BNS pour l'économie mondiale, les principaux pays industrialisés continueront à assouplir les mesures d'endiguement jusqu'à l'été. Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance soutenue au deuxième et au troisième trimestre. Toutefois, les conséquences de la pandémie pèseront encore un certain temps sur la demande. L'utilisation des capacités de production mondiales ne devrait donc se normaliser que progressivement.

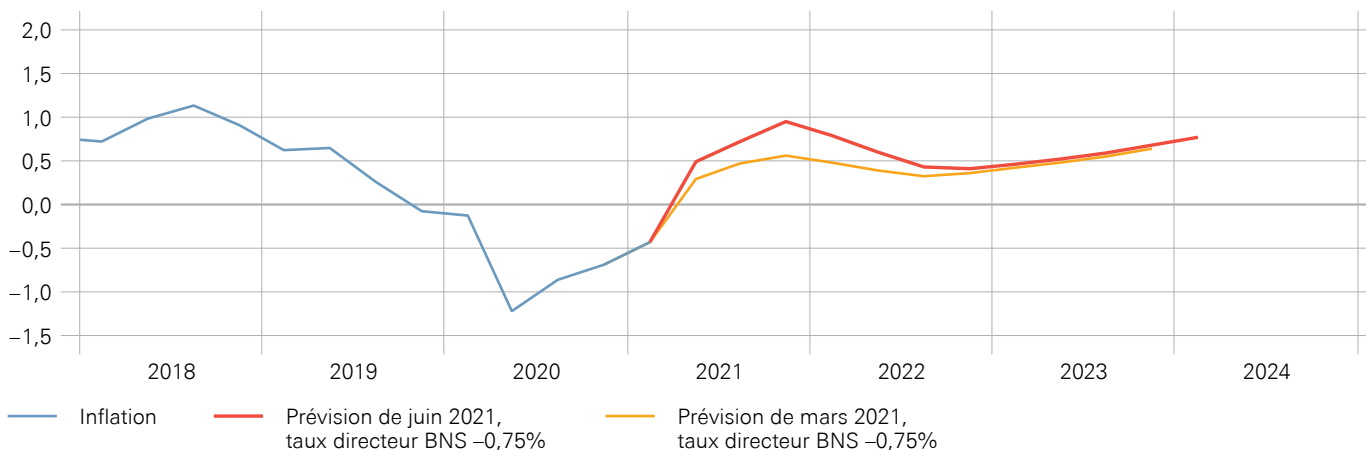
Ce scénario relatif à l'économie mondiale est entouré d'une grande incertitude et présente des risques dans les deux sens. D'une part, de nouvelles vagues de contamination pourraient à nouveau freiner la conjoncture. D'autre part, les mesures de politique monétaire et budgétaire adoptées ou une rapide amélioration du moral des ménages et des entreprises pourraient soutenir la reprise plus fortement que dans le scénario de base.

En Suisse également, la seconde vague pandémique qui a sévi au début de l'année a interrompu la reprise de l'économie. Le PIB s'est de nouveau replié au premier trimestre à la suite du renforcement des mesures d'endiguement. Le repli a néanmoins été beaucoup moins marqué que durant la première vague de COVID-19 au printemps 2020.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2021

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



Sources: BNS et OFS.

Les indicateurs conjoncturels se sont sensiblement améliorés ces derniers temps. Cela tient d'une part à l'assouplissement des mesures de santé publique dans le pays et, d'autre part, à la reprise économique à l'étranger. Pour le deuxième trimestre, on peut donc s'attendre en Suisse à une croissance soutenue du PIB. Un mieux se dessine également sur le marché du travail.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS s'attend à ce que la reprise économique se poursuive au second semestre, pour autant que les mesures d'endiguement continuent à être assouplies.

Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance du PIB d'environ 3,5% pour 2021. La révision à la hausse de la prévision par rapport à celle de mars s'explique

essentiellement par le fait que le recul du PIB au premier trimestre a été moins marqué que prévu. Le PIB suisse devrait retrouver à la mi-2021 son niveau d'avant la crise. Toutefois, les capacités de production continueront encore un certain temps à être sous-utilisées.

Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

Le volume des prêts hypothécaires et les prix de l'immobilier résidentiel ont fortement progressé durant les derniers trimestres. Dans l'ensemble, la vulnérabilité des marchés hypothécaire et immobilier s'est encore accentuée. La BNS examine régulièrement s'il y a lieu de réactiver le volant anticyclique de fonds propres.

## Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe pour la mise en œuvre de sa politique monétaire le taux directeur de la BNS. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur.

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, JUIN 2021

	2018				2019				2020				2021				2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,9	-0,7	-0,4				0,9	0,4	-0,7

Source: OFS.

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2021

	2021				2022				2023				2024				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de mars 2021, taux directeur BNS -0,75%	-0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6					0,2	0,4	0,5
Prévision de juin 2021, taux directeur BNS -0,75%		0,5	0,7	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8				0,4	0,6	0,6

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Même plus d'un an après l'apparition de la pandémie, le coronavirus et les mesures prises pour l'endiguer continuent à marquer la situation économique internationale.

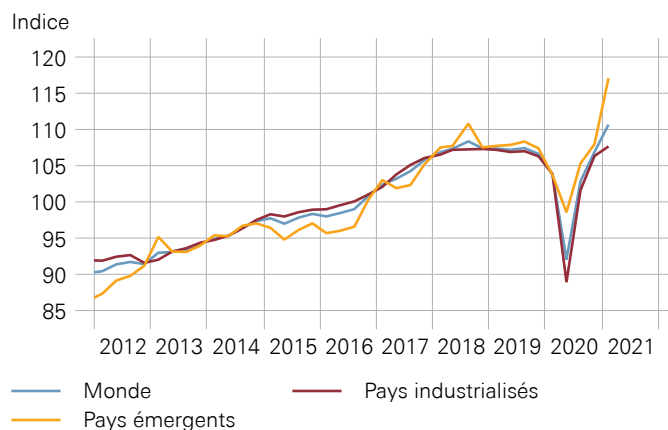
Durant tout l'hiver et jusqu'au printemps, des mesures substantielles étaient en vigueur dans de nombreux pays. La population a en outre évité certaines activités associées à un risque accru d'infection. Cela a considérablement pesé sur l'activité économique. Au premier trimestre, le PIB a encore reculé dans un grand nombre de pays et est resté nettement inférieur à son niveau d'avant la crise. L'emploi se situait lui aussi encore au-dessous des niveaux enregistrés fin 2019. Le commerce mondial, en revanche, s'est redressé plus fortement (voir graphique 2.1). Cela tient probablement en partie au report de la demande des consommateurs sur les biens au détriment des services, en raison des mesures d'endiguement.

Au cours des derniers mois, la situation pandémique s'est détendue en maints endroits, et les programmes de vaccination progressent. Par conséquent, les mesures d'endiguement sont progressivement assouplies depuis quelques semaines dans de nombreux pays. Dans le scénario de base de la BNS pour l'économie mondiale, les principaux pays industrialisés continueront à assouplir les mesures d'endiguement jusqu'à l'été. Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance soutenue au deuxième et au troisième trimestres.

Graphique 2.1

### COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

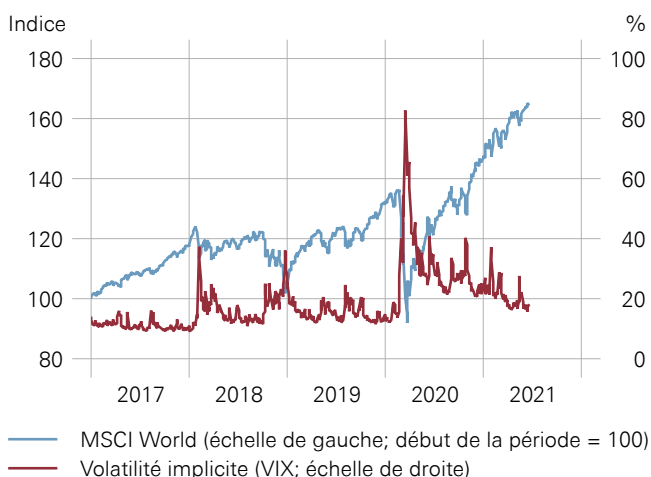
### SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2017	2018	2019	2020	Scénario	
					2021	2022
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,8	3,6	2,8	-3,3	7,0	4,6
Etats-Unis	2,3	3,0	2,2	-3,5	6,4	4,2
Zone euro	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,4	4,3
Japon	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,8	3,6
Chine <sup>2</sup>	7,0	6,8	6,0	2,0	9,5	6,2
<b>Prix du baril de pétrole en dollars des Etats-Unis</b>	54,3	71,0	64,3	41,8	65,3	67,0

1 Agrégat mondial selon la définition du FMI, pondération PPA.

2 Données annuelles corrigées des variations saisonnières. De légers écarts sont de ce fait possibles par rapport aux données annuelles officielles.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

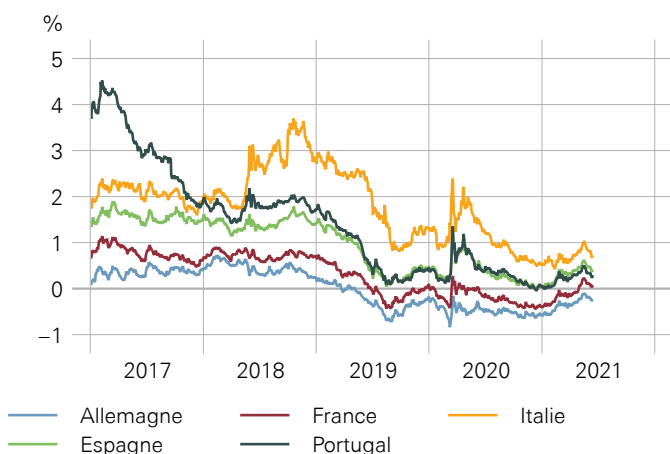


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Refinitiv Datastream.

Toutefois, les conséquences de la pandémie pèseront encore un certain temps sur la demande. L'utilisation des capacités mondiales de production ne devrait donc se normaliser que progressivement. C'est pourquoi l'inflation devrait seulement être modérée dans la plupart des pays. Elle s'accroîtra toutefois temporairement en 2021 en raison de la hausse du prix du pétrole et de plusieurs effets uniques.

Le scénario de base pour l'économie mondiale est entouré d'une grande incertitude et présente des risques dans les deux sens. D'un côté, de nouvelles vagues de contamination pourraient à nouveau freiner la conjoncture. De l'autre, les mesures de politique monétaire et budgétaire adoptées ou une rapide amélioration du moral des ménages et des entreprises pourraient soutenir la reprise plus fortement que dans le scénario de base.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 67 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, contre 59 dollars dans le scénario de base précédent, et d'un cours de 1,21 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent à une moyenne calculée sur vingt jours au moment de l'établissement du présent scénario de base.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Le climat positif sur les marchés financiers s'est maintenu ces derniers mois. Les progrès réalisés au niveau des vaccinations ont permis de nouveaux assouplissements qui ont surtout profité au secteur tertiaire. La confiance à l'égard des perspectives économiques a permis à l'indice mondial MSCI d'atteindre de nouveaux records historiques. La volatilité attendue des actions mesurée à partir du prix des options, telle qu'elle est notamment reflétée par l'indice VIX aux Etats-Unis, a encore reculé et a presque retrouvé son niveau d'avant la pandémie (voir graphique 2.2).

Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont connu une évolution inégale après la hausse enregistrée au premier trimestre. Aux Etats-Unis, ils se sont stabilisés à un niveau plus faible que fin mars. L'optimisme affiché vis-à-vis de l'évolution conjoncturelle étant apparu en Europe avec un certain décalage temporel, les rendements des emprunts d'Etat allemands ont en revanche légèrement augmenté. De ce fait, l'écart de taux entre les emprunts d'Etat américains et allemands s'est resserré (voir graphiques 2.3 et 2.4). La baisse des taux américains ainsi que la propension accrue aux risques ont entraîné une légère dépréciation du dollar des Etats-Unis en termes pondérés par le commerce extérieur. Le cours de l'euro, en revanche, a légèrement augmenté en raison de l'écart de taux plus faible. La livre sterling a eu tendance à stagner, tandis que le yen s'est encore déprécié (voir graphique 2.5).

Favorisés par la reprise économique mondiale, les prix des matières premières ont progressé sur un large front. Le prix du pétrole, qui s'est établi à plus de 74 dollars des Etats-Unis le baril, a atteint un niveau inégalé depuis mi-2019. La réduction des stocks et la discipline de production des Etats de l'OPEC+ ont soutenu l'économie. Les prix des métaux industriels ont eux aussi poursuivi leur hausse (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

La reprise économique aux Etats-Unis a gagné en vigueur au début de l'année. D'une part, cette évolution est imputable au recul du nombre de contaminations au coronavirus et à l'assouplissement des mesures d'endiguement du virus. D'autre part, elle s'explique également par la politique budgétaire expansionniste. Ainsi, au premier trimestre, le PIB a progressé de 6,4%, soit un niveau inférieur de seulement environ 1 point à celui enregistré avant la pandémie (voir graphique 2.7). Le taux de chômage a reculé ces derniers mois et s'établissait à 5,8% en mai (voir graphique 2.9). L'emploi a augmenté, mais est resté à un niveau plus bas que celui d'avant la pandémie.

Les signaux conjoncturels pour le deuxième trimestre sont favorables et témoignent d'une croissance dynamique continue. En outre, les trains de mesures budgétaires adoptés par le Congrès en décembre et en mars vont soutenir la conjoncture. Ceux-ci incluent notamment des versements uniques et des allègements d'impôts pour les ménages, des prêts annulables destinés aux petites et moyennes entreprises (PME), une extension provisoire de l'assurance-chômage et des fonds supplémentaires pour le système de santé et les différents Etats. Pour les Etats-Unis, la BNS table désormais sur une croissance du PIB un peu plus élevée en 2021, qui s'établit à 6,4%. Pour 2022, ses prévisions restent quasiment inchangées, à 4,2% (voir tableau 2.1).

Ces derniers mois, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a connu une forte hausse et s'est inscrit à 5% en mai (voir graphique 2.10). Cette évolution tient à la progression des prix de l'énergie ainsi qu'à une nette augmentation de l'inflation sous-jacente (voir graphique 2.11). Le rebond de l'inflation sous-jacente est surtout dû à la hausse des prix des voitures d'occasion et des services de transport et devrait avoir un caractère temporaire. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée s'est également accélérée et s'est établie à 3,6%, dépassant clairement l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

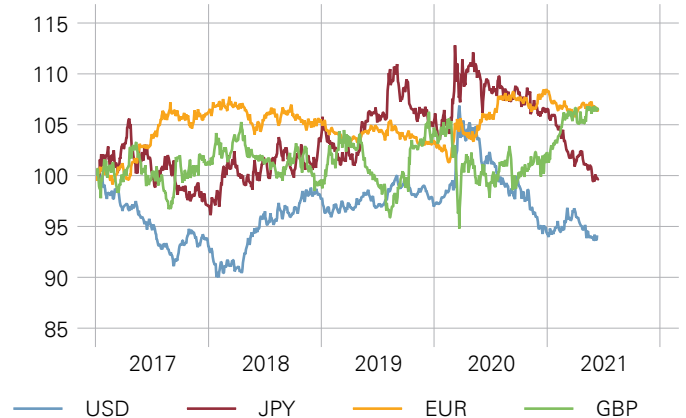
La Fed estimant la hausse du renchérissement provisoire, elle n'a pas jugé nécessaire d'adapter sa politique monétaire. Elle a laissé la marge de fluctuation de son taux directeur inchangée à 0,0%-0,25% (voir graphique 2.12). Elle envisage de maintenir les taux à leur niveau actuel jusqu'à ce que le marché du travail ait surmonté la crise et que le renchérissement s'inscrive au moins à 2% tout en

Graphique 2.5

## COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100



Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.6

## PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100

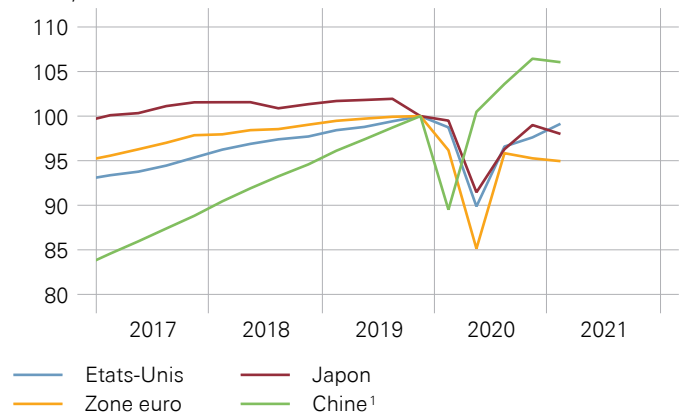


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.7

## PIB RÉEL

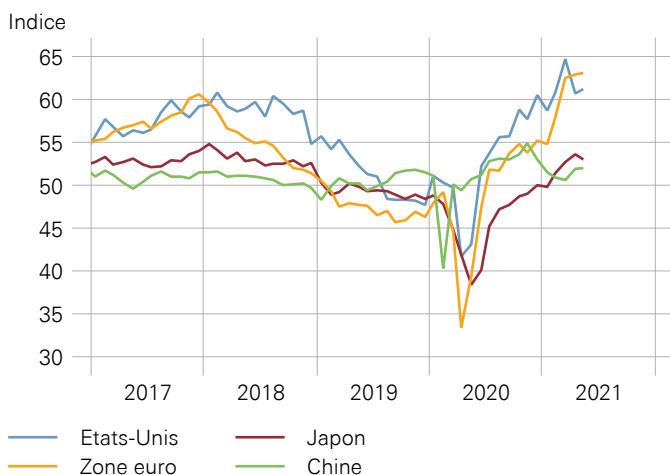
Indice, T4 2019 = 100



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

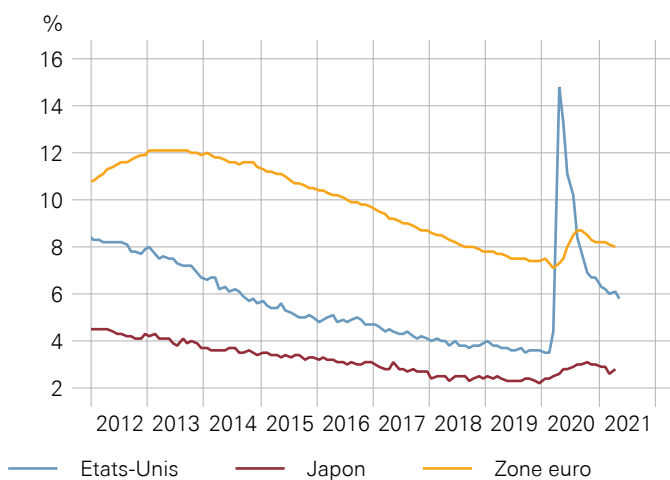
Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.8

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

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

Graphique 2.9

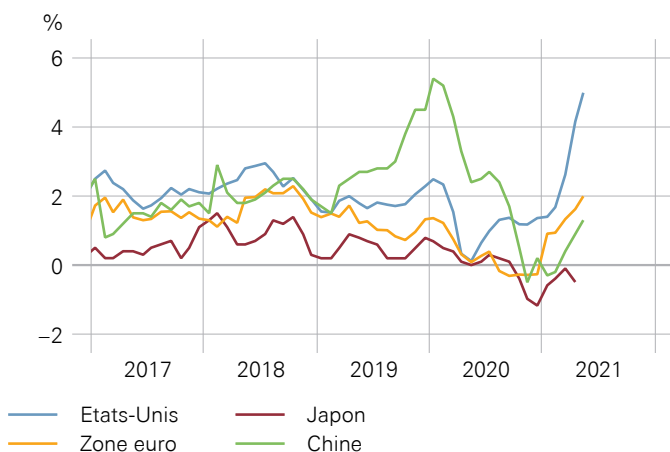
**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.10

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv Datastream.

affichant une tendance à la hausse. La Fed souhaite ainsi obtenir une inflation moyenne de 2%. Elle conservera tel quel son programme d'achat d'obligations en attendant que des progrès notables soient réalisés sur le plan de son mandat relatif à l'emploi et de son objectif d'inflation.

**ZONE EURO**

Dans la zone euro, le PIB a reculé de 1,3% au premier trimestre, affichant ainsi un niveau encore nettement inférieur à celui enregistré avant la crise (voir graphique 2.7). Les mesures d'endigement du coronavirus, qui ont été renforcées et prolongées dans de nombreux États membres de la zone euro, ont particulièrement pesé sur le secteur tertiaire. De plus, l'industrie a souffert d'une pénurie mondiale de produits en amont. Le PIB a fortement reculé en Allemagne, tandis qu'il a presque stagné en France et en Italie. Face à cette faible évolution conjoncturelle, l'emploi dans la zone euro a quelque peu fléchi au premier trimestre et est resté plus faible qu'avant la pandémie. Le taux de chômage a toutefois légèrement décroché et s'est inscrit à 8% en avril après avoir atteint son point culminant l'an dernier avec 8,7% (voir graphique 2.9).

Depuis fin avril, le nombre des nouvelles infections est en recul dans tous les grands pays membres de la zone euro. En outre, le rythme de vaccination s'est nettement accéléré ces derniers mois. Les mesures d'endigement ont ainsi pu être progressivement assouplies au cours du deuxième trimestre. Les restrictions économiques qui sont encore en vigueur devraient être en grande partie levées d'ici le début du troisième trimestre. Pour l'année en cours, la reprise économique devrait rester vigoureuse, mais plus lente, du fait des restrictions qui ont duré un peu plus longtemps que prévu. La BNS table sur une croissance du PIB de 4,4% pour 2021 et de 4,3% pour 2022 (voir tableau 2.1).

Favorisée par le renchérissement des prix de l'énergie, la hausse des prix à la consommation dans la zone euro s'est sensiblement accélérée ces derniers mois et s'inscrivait à 2% en mai. L'inflation sous-jacente a fortement fluctué depuis le début de l'année et s'établissait récemment à 0,9% (voir graphiques 2.11 et 2.12).

La BCE a laissé ses taux directeurs inchangés (voir graphique 2.12). Elle a l'intention de les maintenir au niveau actuel ou à un niveau inférieur jusqu'à ce que la dynamique inflationniste soit suffisamment robuste. Elle entend poursuivre son programme d'achats d'actifs (Asset purchase programme, APP) jusqu'à peu avant un relèvement des taux d'intérêt. En outre, le programme d'achats d'urgence (Pandemic emergency purchase programme, PEPP) introduit pendant la pandémie devrait se prolonger jusqu'à fin mars 2022 au minimum. En juin, la BCE a décidé de poursuivre les acquisitions accélérées de titres qu'elle a entamées en mars dernier.

## JAPON

Suite à une nouvelle vague de contamination et au renforcement des mesures d'endiguement durant les mois d'hiver, le PIB du Japon a reculé de 3,9% au premier trimestre après avoir enregistré une reprise vigoureuse au second semestre 2020 (voir graphique 2.7). Le PIB est demeuré inférieur à son niveau d'avant la crise. La consommation privée a fortement pâti des entraves à la mobilité et des restrictions imposées dans le secteur tertiaire. En revanche, les exportations ont continué de se redresser, ce qui s'est traduit par une robuste croissance de la production industrielle. L'emploi a de nouveau fléchi récemment, restant ainsi nettement inférieur au niveau enregistré avant la pandémie. Le taux de chômage s'inscrivait à 2,8% en avril (voir graphique 2.9).

Après la levée progressive des mesures d'endiguement courant mars, le nombre de contaminations est reparti à la hausse. Depuis fin avril, l'état d'urgence lié à la pandémie est de nouveau en vigueur dans certaines préfectures, dont Tokyo et Osaka. Les restrictions mises en place dans le cadre du nouvel état d'urgence sont un peu plus strictes qu'en hiver et devraient retarder encore la reprise économique. Soutenue par la hausse de la demande mondiale, la reprise devrait néanmoins se poursuivre à un rythme soutenu après la levée de l'état d'urgence. La Banque nationale s'attend désormais à une croissance du PIB un peu plus faible, de 2,8% en 2021, mais à une croissance plus vigoureuse pour 2022, de 3,6% (voir tableau 2.1).

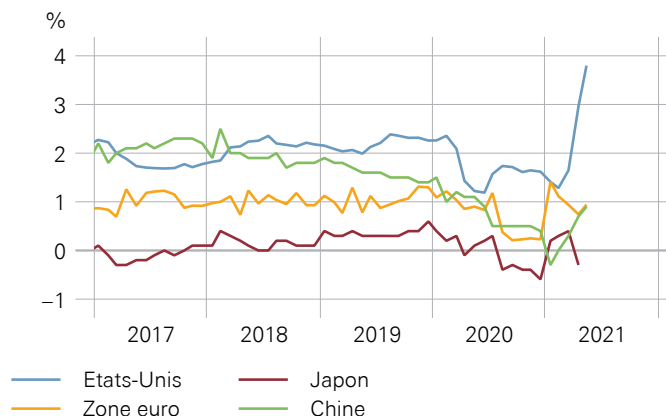
L'inflation sous-jacente est redevenue négative en avril et s'établissait à -0,2% (voir graphique 2.11). Ce recul s'explique par la baisse des prix des communications mobiles. L'évolution du renchérissement devrait rester volatile à court terme.

La Banque centrale du Japon n'a pas modifié les objectifs de sa politique consistant à gérer la courbe des taux d'intérêt (voir graphique 2.12).

Graphique 2.11

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

Variation par rapport à l'année précédente

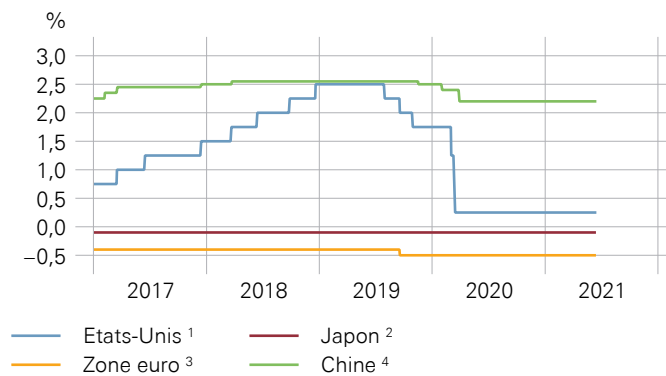


1 Hors alimentation et énergie.

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.12

### TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



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

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

4 Taux des prises en pension de titres (7 jours).

Source: Refinitiv Datastream.

## CHINE

---

Après s'être rapidement redressée au cours de l'année précédente, l'activité économique s'est provisoirement ralentie en Chine au premier trimestre. Ainsi, le PIB s'est de nouveau légèrement écarté de la tendance observée avant la crise, avec laquelle il avait renoué au second semestre 2020 (voir graphique 2.7). Cette évolution est imputable à l'apparition de nouveaux foyers épidémiques dans certaines régions du pays et à de nouvelles mesures d'endiguement, qui ont restreint les voyages à l'occasion du Nouvel an chinois, et notamment la consommation. Les exportations, en revanche, affichent toujours une évolution positive.

Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement, l'activité économique s'est redressée à partir du mois de mars. Le PIB devrait donc continuer d'augmenter au deuxième trimestre. A présent, le gouvernement réduit progressivement les mesures de stimulation économique. La banque centrale a ainsi engagé une normalisation progressive de l'offre de crédit, mais a laissé ses taux directeurs inchangés (voir graphique 2.12).

Soutenue par l'augmentation du prix du carburant, la hausse des prix à la consommation s'est accentuée en mai pour s'établir à 1,3%, après avoir affiché des valeurs légèrement négatives en début d'année. Le taux d'inflation sous-jacente a augmenté et s'inscrit à 0,9% (voir graphiques 2.10 et 2.11).

# 3

## Evolution économique en Suisse

En Suisse, la reprise économique a été interrompue par la deuxième vague de la pandémie. Le renforcement des mesures d'endiguement a entraîné un nouveau recul du PIB au premier trimestre. Ce repli a néanmoins été beaucoup moins marqué que lors de la première vague de contaminations, au printemps 2020.

Les indicateurs conjoncturels se sont considérablement améliorés ces derniers temps. Cela tient d'une part à l'assouplissement des mesures de santé publique en Suisse et d'autre part à la reprise économique à l'étranger. Pour le deuxième trimestre, on peut donc s'attendre en Suisse à une croissance du PIB forte et sur un large front. Un mieux se dessine également sur le marché du travail.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS estime que la reprise économique se poursuivra au second semestre, pour autant que les mesures d'endiguement continuent à être assouplies.

Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance du PIB d'environ 3,5% pour 2021. En mars, elle s'attendait à une croissance moins forte. Cette révision est principalement due au fait que le repli du PIB au premier trimestre s'est révélé moins important qu'anticipé.

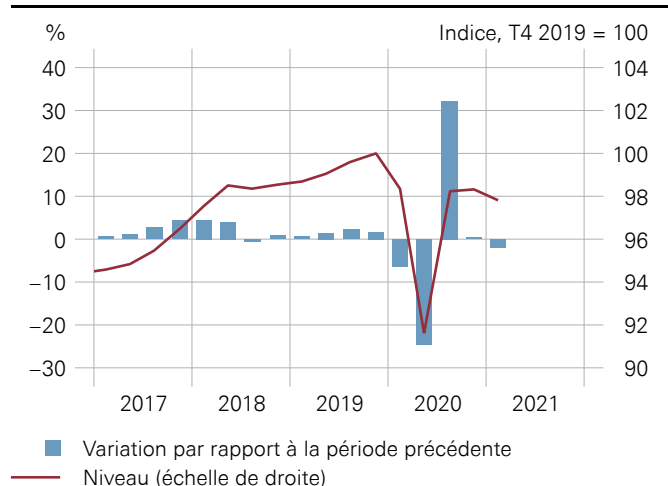
Le PIB devrait retrouver en milieu d'année son niveau d'avant la crise. Toutefois, les capacités de production continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

### PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. La conjoncture a de nouveau fléchi au premier trimestre en raison du renforcement des mesures d'endiguement, mais s'est nettement améliorée ces derniers mois à la suite des assouplissements.

Graphique 3.1

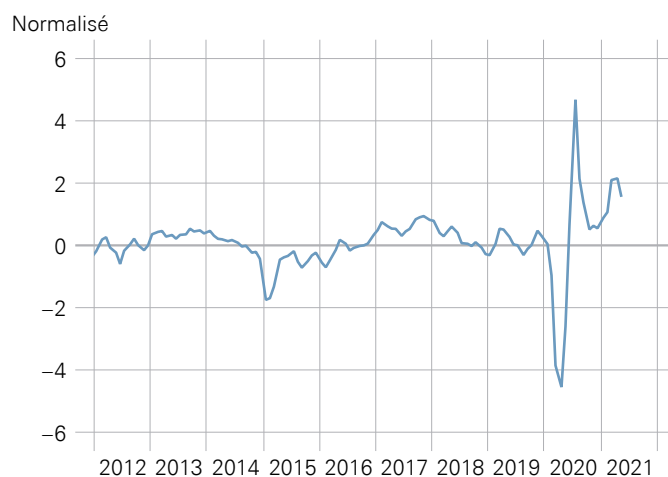
### PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

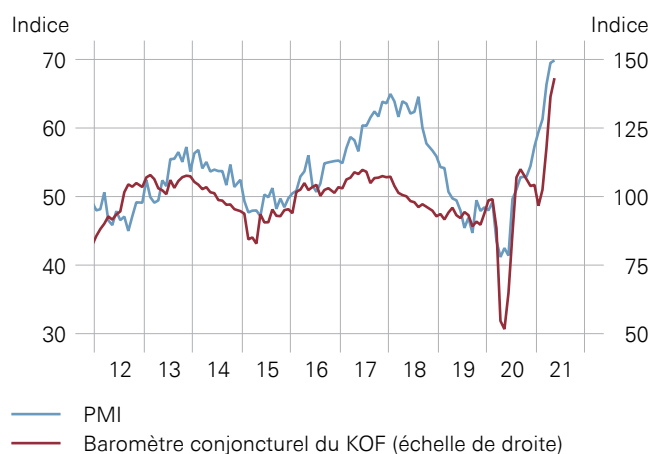
### INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

### PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

### Repli du PIB au premier trimestre

Avec la deuxième vague de la pandémie, l'économie a enregistré une croissance très faible pendant le semestre d'hiver. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a reculé de 2% au premier trimestre après avoir stagné au trimestre précédent. Il était encore inférieur de 2,2% à son niveau d'avant la crise, fin 2019 (voir graphique 3.1).

L'évolution est restée très contrastée d'une branche à l'autre. La création de valeur a reculé dans de nombreux domaines, notamment dans les branches directement concernées par les restrictions (commerce de détail, hôtellerie et restauration ainsi qu'arts et spectacles). En revanche, elle a sensiblement augmenté dans l'industrie manufacturière et dans les services financiers.

La plupart des composantes de la demande finale ont accusé un repli. Le recul de la consommation privée est particulièrement prononcé. La consommation publique et le commerce de biens, quant à eux, ont fortement progressé (voir tableau 3.1).

### Reprise vigoureuse depuis mars

Plusieurs indicateurs conjoncturels révèlent que l'activité économique a nettement gagné en vigueur ces derniers mois. Ainsi, les chiffres d'affaires dans le commerce de détail ont considérablement augmenté depuis la réouverture des commerces début mars. Dans l'hôtellerie et la restauration ainsi que dans le secteur des arts et spectacles, des signaux positifs ont également été observés. Dans le même temps, les secteurs économiques qui ont été moins concernés par les restrictions continuent de se redresser. Dans l'industrie, notamment, les exportations de biens et les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises font ressortir une forte croissance (voir graphique 3.3).

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre du KOF, qui visent à représenter l'évolution de l'ensemble de l'économie sur une base mensuelle, signalent tous deux une croissance nettement supérieure à la moyenne (voir graphiques 3.2 et 3.3). Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font aussi apparaître une solide progression au deuxième trimestre (voir la partie *Signaux conjoncturels* pages 28 ss).

Le PIB devrait ainsi enregistrer une forte hausse à la suite des assouplissements.

Tableau 3.1

### PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2017	2018	2019	2020	2019			2020				2021
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Consommation privée	1,2	0,8	1,4	-4,4	2,6	-0,2	1,9	-13,4	-29,2	53,0	-5,4	-12,6
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,6	0,9	0,9	3,6	0,5	2,1	2,5	4,6	4,4	0,7	12,8	4,8
Investissements	3,6	0,8	1,2	-2,2	-2,4	-0,5	20,3	-14,5	-24,9	34,1	2,2	-0,9
Construction	1,5	0,0	-0,5	-1,0	-1,0	1,0	1,6	-0,1	-18,6	22,2	-0,9	0,6
Biens d'équipement	4,9	1,2	2,2	-2,9	-3,2	-1,4	32,0	-21,5	-28,4	41,6	4,1	-1,7
Demande intérieure finale	1,8	0,8	1,3	-2,7	0,8	0,0	7,0	-11,6	-24,1	39,2	-1,0	-7,1
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0,3	0,9	-0,2	-1,1	-1,3	2,6	-8,7	10,3	-10,1	3,3	-3,3	5,1
Exportations totales <sup>2</sup>	3,4	5,0	2,1	-5,2	3,9	2,2	2,8	-12,8	-30,8	22,0	16,5	-2,2
Biens <sup>2</sup>	5,3	5,0	4,8	-0,4	10,3	6,7	4,3	-7,6	-21,7	28,0	3,0	6,3
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	5,8	4,4	4,9	-2,8	3,9	6,9	-3,1	4,5	-44,3	47,3	14,6	21,2
Services	0,1	5,0	-3,0	-15,0	-8,2	-6,7	-0,7	-23,0	-48,2	8,1	57,7	-19,4
Importations totales <sup>2</sup>	3,8	3,3	2,5	-8,7	0,4	3,8	-4,9	-1,5	-51,8	46,1	10,4	-0,5
Biens <sup>2</sup>	4,6	6,2	2,8	-7,3	-4,2	4,5	-8,5	-1,6	-45,8	55,0	-0,7	6,8
Services	2,4	-1,5	2,0	-11,2	8,9	2,5	1,4	-1,3	-60,8	31,1	33,6	-12,1
Commerce extérieur <sup>3</sup>	0,3	1,3	0,1	1,0	2,0	-0,4	3,8	-6,6	6,1	-6,6	4,4	-1,0
<b>PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-24,7</b>	<b>32,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,0</b>

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.



## MARCHÉ DU TRAVAIL

La deuxième vague de la pandémie a également laissé des traces sur le marché du travail. Mais une reprise se dessine.

### Recul de l'emploi au premier trimestre

Selon la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a reculé au premier trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Des emplois ont été perdus tant dans l'industrie manufacturière que dans la construction et les services (voir graphique 3.4). La STATEM évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. Pour la statistique de la population active occupée (SPA0), qui mesure l'activité sous l'angle des ménages, l'OFS n'a pas publié de résultat pour le premier trimestre jusqu'ici.

### Baisse du chômage...

Ces derniers mois, les signes d'un redressement sur le marché du travail se sont multipliés. Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a sensiblement diminué. Fin mai, en données corrigées des variations saisonnières, 140 000 personnes étaient inscrites au chômage (-18 000 par rapport à fin février), et le taux de chômage calculé par le SECO s'élevait à 3% (+environ 0,5 point par rapport à fin 2019, voir graphique 3.5). En ce qui concerne le taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT), il n'y a pas de nouvelles données disponibles depuis le dernier bulletin trimestriel.

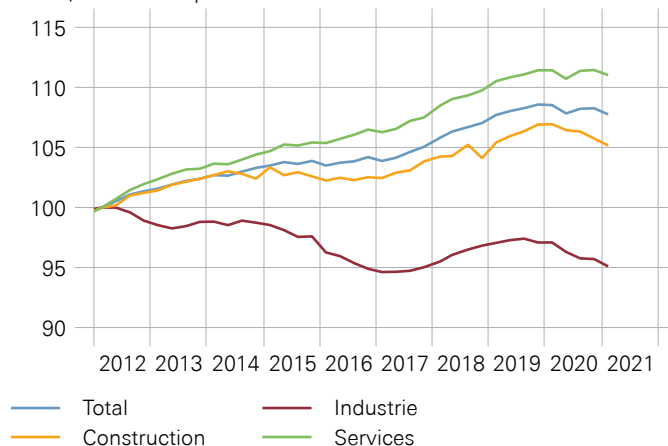
### ... et du chômage partiel

Après une nouvelle hausse au cours des mois précédents, le chômage partiel a amorcé un recul à partir de février. D'après les décomptes provisoires du SECO, le nombre de personnes concernées a baissé de 145 000 entre janvier et mars pour s'établir à 341 000 personnes (voir graphique 3.6). En mars, environ 7% des actifs étaient encore au chômage partiel.

Graphique 3.4

## EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

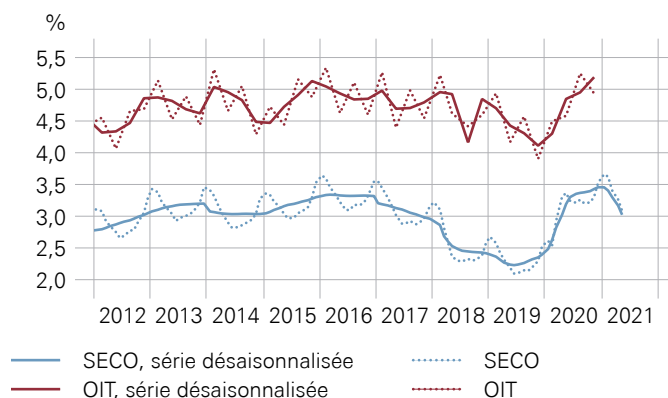
Indice, début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

## TAUX DE CHÔMAGE



SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives.  
OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.  
Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.6

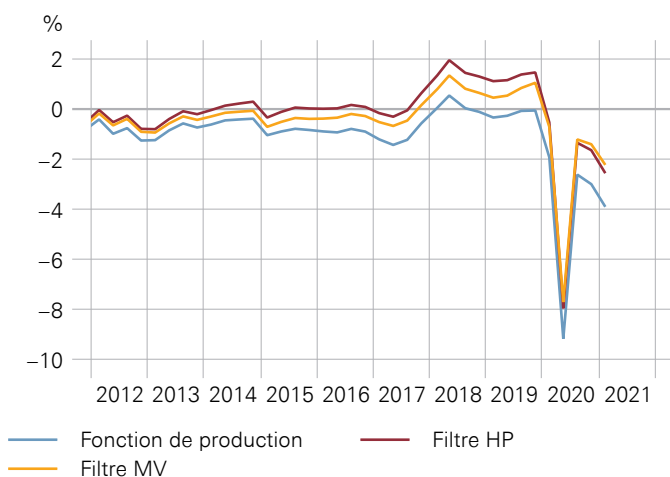
## CHÔMAGE PARTIEL

Personnes concernées



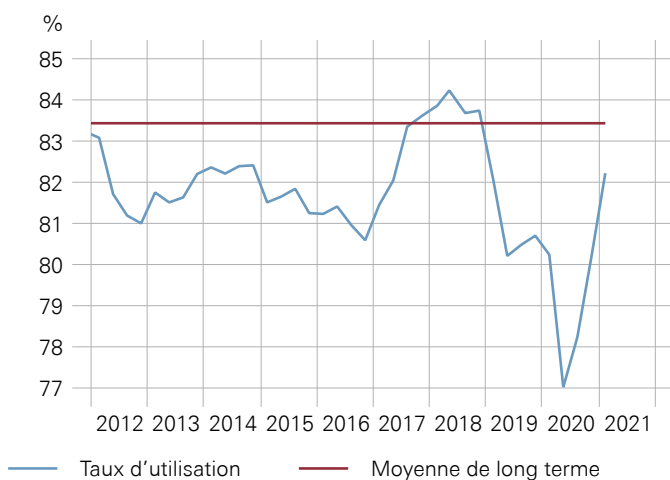
Source: SECO.

## ÉCART DE PRODUCTION



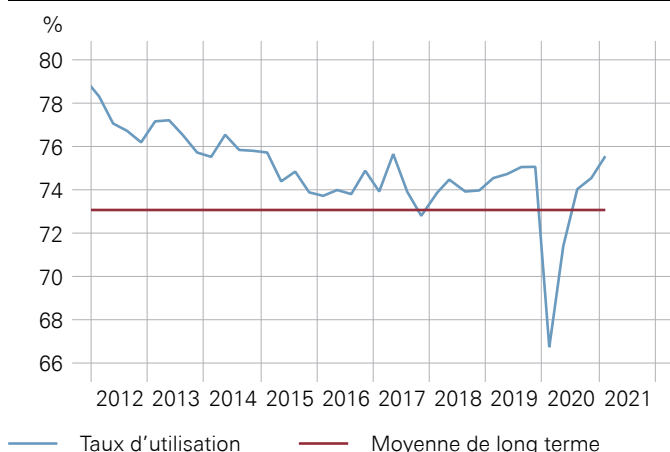
Source: BNS.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

## Ecart de production négatif au premier trimestre

L'écart de production, calculé comme la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie, indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Il est positif lorsque l'économie est en surchauffe, et négatif lorsque les capacités sont sous-utilisées.

Le recul de l'activité économique au premier trimestre a entraîné un nouvel accroissement de l'écart de production. Si l'on estime le potentiel de production à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -3,9% au premier trimestre. D'autres méthodes font apparaître un écart de production plus réduit (voir graphique 3.7).

## Sous-utilisation des capacités dans de nombreuses branches

Les enquêtes réalisées auprès des entreprises confirment que l'utilisation des facteurs de production s'est améliorée dans de nombreuses branches. Elles révèlent cependant de grandes disparités d'une branche à l'autre. D'après l'enquête du KOF, l'utilisation des capacités techniques est restée inférieure à sa moyenne de long terme dans l'industrie manufacturière, mais s'est notablement accrue au premier trimestre (voir graphique 3.8), et elle a dépassé dans la construction le niveau d'avant la crise (voir graphique 3.9). En revanche, les capacités sont restées sous-utilisées dans de nombreuses branches des services. Dans l'hôtellerie, en particulier, le taux d'occupation des chambres est demeuré très bas.

La majorité des entreprises signalent toujours des sureffectifs au premier trimestre. Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement, l'utilisation des capacités devrait toutefois avoir connu une évolution favorable depuis mars.

## PERSPECTIVES

Les perspectives conjoncturelles pour la Suisse se sont considérablement améliorées. Les progrès réalisés au niveau des vaccinations et la baisse du nombre de nouvelles contaminations permettent une normalisation graduelle de la vie économique. Les assouplissements progressifs des mesures sanitaires intervenus ces derniers mois donnent une puissante impulsion à l'économie. En outre, l'activité industrielle dans son ensemble traduit une solide demande extérieure (voir graphique 3.10). Une forte croissance du PIB se dessine globalement au deuxième trimestre.

Les perspectives économiques se sont éclaircies dans la plupart des branches. Les entreprises tablent ainsi sur une amélioration de la situation dans les six mois (voir graphique 3.11). Par conséquent, les investissements devraient connaître un regain de vigueur. D'après les enquêtes, les perspectives d'emploi sont aussi nettement plus positives qu'il y a encore trois mois (voir graphique 3.12).

L'évolution future dépendra principalement de l'apparition ou non de nouvelles vagues de contamination et des mesures qui seront prises pour les contrer. Grâce aux progrès réalisés en matière de vaccination, il y a lieu de penser que les répercussions de nouvelles vagues seraient moins graves que celles observées jusqu'ici.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS estime que la reprise se poursuivra au second semestre, au fur et à mesure de l'assouplissement des mesures d'endiguement.

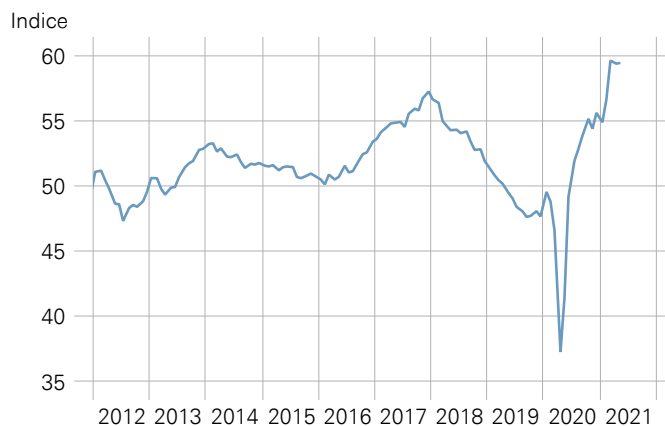
Pour 2021, elle table sur une croissance du PIB d'environ 3,5%. Cette révision à la hausse par rapport à mars tient essentiellement au fait que le repli du PIB au premier trimestre s'est révélé moins important qu'anticipé.

L'activité devrait retrouver en milieu d'année le niveau d'avant la crise. Toutefois, les capacités de production continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

Graphique 3.10

### PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

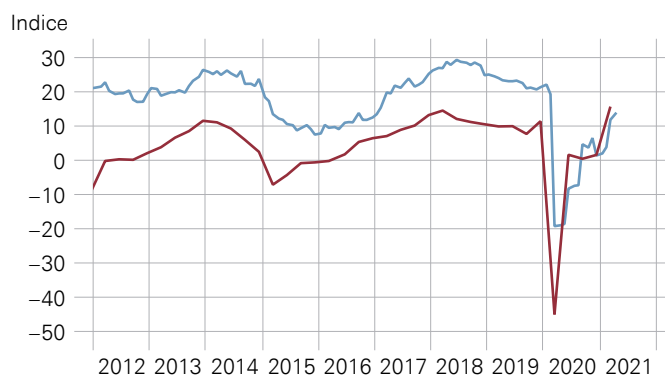


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Refinitiv Datastream.

Graphique 3.11

### MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



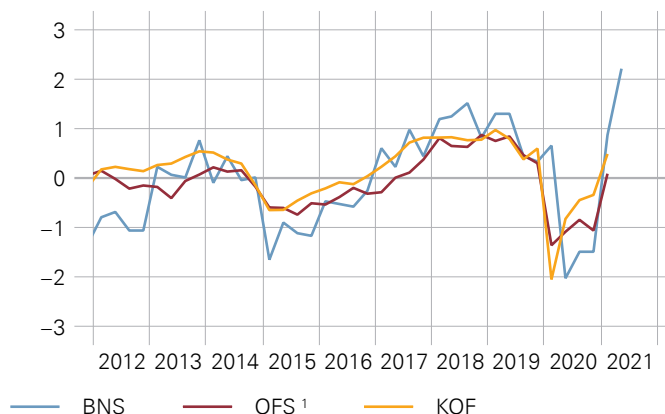
— Evaluation  
— Evolution attendue les 6 prochains mois

Source: KOF.

Graphique 3.12

### PERSPECTIVES D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, normalisées



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

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

# 4

## Prix et anticipations d'inflation

Pour la première fois depuis le début de la pandémie, le renchérissement mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a regagné en avril la zone positive. En mai, l'inflation s'inscrivait à 0,6%, et l'inflation sous-jacente, à 0,3%.

Les anticipations d'inflation à court terme, quant à elles, ont augmenté par rapport au trimestre précédent. Celles à plus long terme n'ont en revanche guère changé. Comme les trimestres précédents, toutes les anticipations d'inflation se situent dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

### PRIX À LA CONSOMMATION

#### Retour du renchérissement annuel dans la zone positive

Le renchérissement mesuré par l'IPC, qui demeurait négatif depuis le début de la pandémie, a progressé continûment depuis décembre, retrouvant la zone positive en avril (0,3%), et montant à 0,6% en mai (voir graphique 4.1 et tableau 4.1).

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2020	2020			2021	2021		
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
<b>IPC, indice total</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
Biens et services suisses	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,1	0,2
Biens	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,1
Services	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,3
Services privés (hors loyers des logements)	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,6	-0,4	0,3	0,3
Loyers des logements	0,9	1,1	0,9	0,5	0,4	0,5	0,5	0,8
Services publics	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Biens et services importés	-2,9	-4,2	-3,3	-2,8	-1,3	-0,4	1,2	1,6
Hors produits pétroliers	-1,4	-2,3	-1,4	-1,1	-1,2	-1,5	-0,5	-0,5
Produits pétroliers	-13,7	-18,6	-16,8	-15,3	-1,3	9,4	16,2	20,5

Sources: BNS et OFS.

#### Progression du taux de renchérissement des biens et services importés

Le renchérissement des biens et services importés s'inscrivait lui aussi de nouveau dans la zone positive. Alors qu'il était encore négatif en février (-1,6%), il est passé à 1,2% en avril et à 1,6% en mai.

Cette évolution s'explique principalement par celle des prix des produits pétroliers, qui est passée, en progression annuelle, de -2,3% en février à 9,4% en mars et à 20,5% en mai. Ce phénomène reflète le fait qu'après un recul marqué début 2020, les cours du pétrole ont plus ou moins retrouvé leur niveau d'avant la pandémie de COVID-19.

Le renchérissement des autres biens et services importés, quant à lui, est demeuré en zone négative. Mais il est passé de -1,4% en février à -0,5% en avril et en mai (voir tableau 4.1). Cette évolution s'explique essentiellement par l'accélération du renchérissement des services liés au tourisme.

## Renchérissement des biens et services suisses légèrement plus prononcé

Le renchérissement des biens et services suisses a lui aussi retrouvé la zone positive en avril. Il est passé de  $-0,2\%$  en février à  $0,1\%$  en avril, puis à  $0,2\%$  en mai (voir graphique 4.2). Il a de nouveau légèrement reculé pour les biens en mars et en avril, et a progressé de manière continue pour les services hors loyers des logements, passant de  $-0,6\%$  en février à  $0,1\%$  en mai. Cette évolution s'explique, elle aussi, principalement par l'accélération du renchérissement des services liés au tourisme.

## Hausse des loyers légèrement plus marquée

La hausse des loyers des logements est passée de  $0,5\%$  en février à  $0,8\%$  en mai (voir graphique 4.3).

## Inflation sous-jacente légèrement positive

L'inflation sous-jacente I (OFSI) établie par l'Office fédéral de la statistique s'inscrivait à  $0,2\%$  en mai, contre  $-0,3\%$  en février. Mesurée à l'aide de la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15), elle est passée de  $0,2\%$  à  $0,3\%$  durant la même période (voir graphique 4.4). L'OFSI et la TM15 étaient donc toutes deux légèrement positives en mai. Elles excluent chaque mois les biens et services dont les prix sont particulièrement volatils: l'OFSI laisse de côté l'énergie, les carburants, les produits alimentaires non transformés et les biens et services saisonniers, tandis que la TM15 exclut 15% des biens et services de l'IPC à chaque extrémité de la dispersion.

## PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

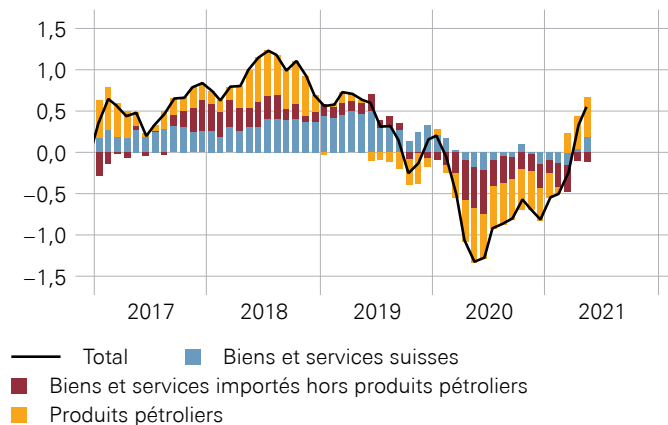
### Progression du taux de renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale

Du côté de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation), le renchérissement s'est notablement accentué ces derniers mois. Il est ainsi passé de  $-1,1\%$  en février à  $3,2\%$  en mai (voir graphique 4.5). Cette évolution traduit principalement le renchérissement très prononcé des prix à l'importation ( $+6,4\%$  en un an), les prix à la production ayant affiché une augmentation moins marquée ( $1,6\%$ ). La progression du taux de renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale s'est faite sur un large front, mais elle a principalement reposé sur les produits pétroliers et les matières premières et fournitures (par exemple métaux, bois et plastique). Les difficultés d'approvisionnement peuvent avoir joué un rôle important dans cette évolution.

Graphique 4.1

## IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

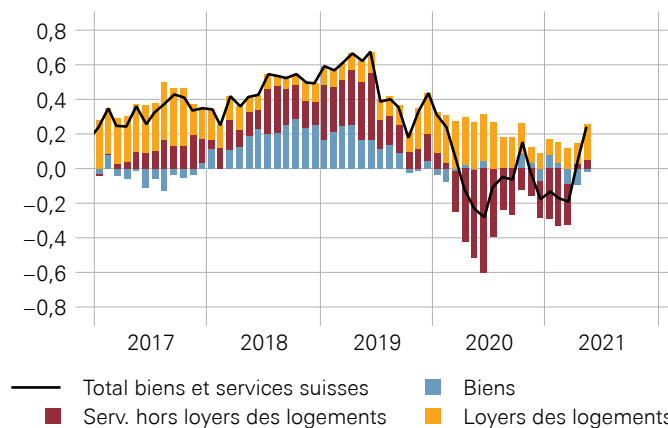


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

## IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

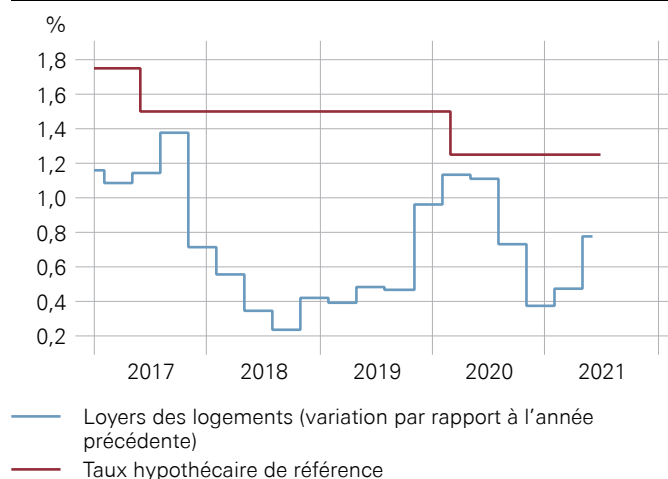
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

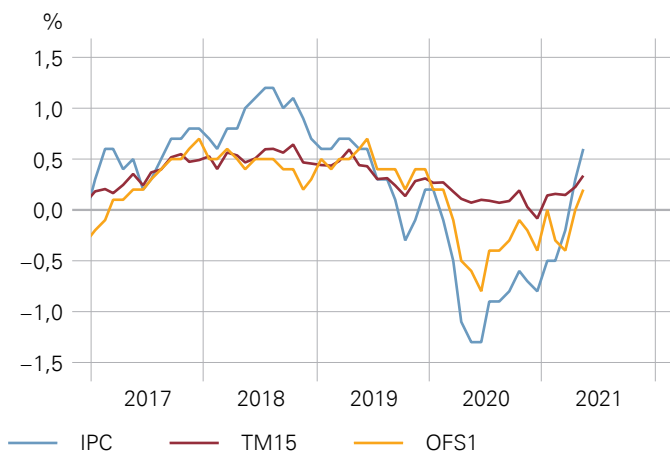
## LOYERS DES LOGEMENTS



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

**INFLATION SOUS-JACENTE**

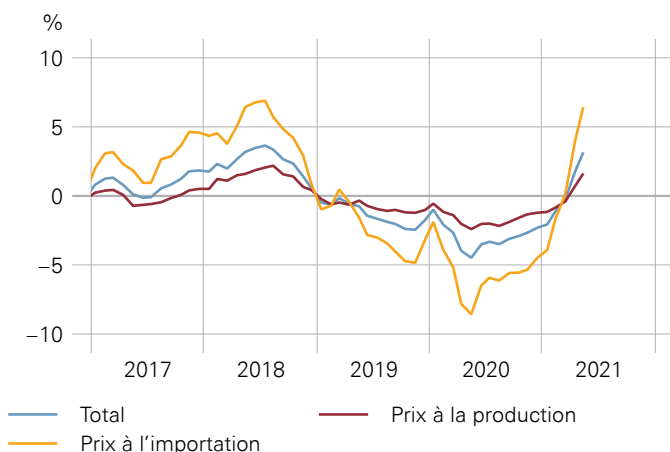
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

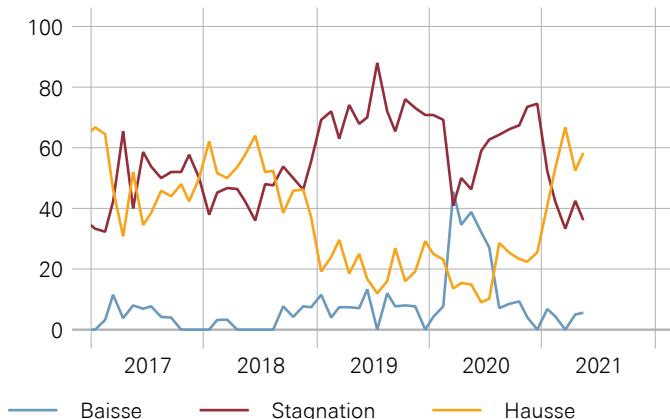
Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

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

Part des sondés en %



Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION****Nouvelle hausse légère des anticipations d'inflation à court terme**

La progression du taux de renchérissement annuel s'est de nouveau accompagnée d'une légère augmentation des anticipations d'inflation à court terme par rapport au trimestre précédent.

D'après l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, 58% des analystes interrogés en mai 2021 tablaient sur une accélération de l'inflation dans les six mois, 36% sur une inflation inchangée, et moins de 6%, sur un ralentissement (voir graphique 4.6). Il est probable que les personnes interrogées savaient que le renchérissement annuel mesuré par l'IPC était de nouveau positif depuis ce printemps. L'enquête fait donc apparaître des anticipations d'inflation positives également dans les prochains mois.

L'enquête que le SECO a réalisée en avril auprès des ménages présente un tableau similaire: 54% des ménages s'attendaient à une hausse des prix dans les douze mois, 41%, à des prix inchangés, et seulement 4%, à des baisses de prix (ils étaient encore 10% dans l'enquête de janvier).

Les chefs d'entreprise interrogés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale tablaient également sur une accélération de l'inflation à court terme (voir graphique 10 des *Signaux conjoncturels*). Au deuxième trimestre 2021, ils prévoyaient un renchérissement annuel de 1,1% dans les six à douze mois (0,3% au trimestre précédent).

**Anticipations à moyen et à long termes dans la plage de stabilité des prix**

Les anticipations d'inflation à moyen et à long termes, quant à elles, n'ont guère changé et restent dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Les chefs d'entreprise interrogés au deuxième trimestre 2021 par les délégués de la BNS s'attendaient ainsi à une inflation de 1,2% dans les trois à cinq ans (contre 1,1% au trimestre précédent).

# 5

## Evolution monétaire

---

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 25 mars 2021, la BNS a maintenu le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle a laissé à  $-0,75\%$  son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Etant donné le niveau élevé du franc, elle restait disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes. En outre, la Banque nationale a continué à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire.

Entre l'examen de mars et celui de juin 2021, les cours des actions et les rendements des emprunts à long terme de la Confédération ont continué de progresser. Mi-juin, le franc était nettement plus fort face au dollar des Etats-Unis et s'était également apprécié face à l'euro.

Les taux de croissance des agrégats monétaires larges se sont affaiblis en raison d'effets de base. La progression annuelle des crédits bancaires est restée solide au premier trimestre 2021 et aucun signe n'indiquait encore de rationnement du crédit.

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS LE DERNIER EXAMEN

---

#### Maintien du cap expansionniste de la politique monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 25 mars 2021, la BNS a confirmé le cap expansionniste de sa politique monétaire. L'environnement était toujours marqué par la pandémie de COVID-19. Dans ces circonstances, la BNS a décidé de maintenir à  $-0,75\%$  son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré. En outre, elle a indiqué qu'elle restait disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes afin de contribuer à stabiliser la situation, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Par ailleurs, la Banque nationale a continué à fournir des liquidités en grandes quantités au système bancaire et soutenu de cette manière l'approvisionnement de l'économie en crédits avantageux.

#### Pas d'injection de liquidités en francs, diminution de l'apport de liquidités en dollars des Etats-Unis

Au cours du premier trimestre, les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé se sont maintenus à un niveau proche de celui du taux directeur de la BNS. Des opérations d'*open market* visant à alimenter le marché monétaire avec des liquidités en francs n'ont donc pas été nécessaires.

Au vu de l'amélioration durable des conditions de financement en dollars des Etats-Unis, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont décidé conjointement, en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, de cesser de proposer, à compter de juillet 2021, des liquidités en dollars pour des durées de 84 jours. Les pensions de titres portant sur des durées de 7 jours continueront quant à elles d'être proposées chaque semaine.

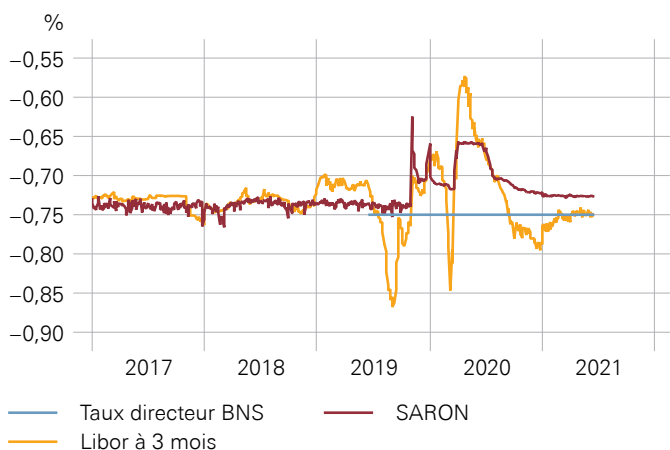
#### Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de mars 2021, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté. Dans la semaine du 7 au 11 juin 2021 (la dernière semaine avant l'examen de juin 2021), ils portaient sur 711 milliards de francs et étaient ainsi supérieurs au niveau observé la semaine qui a précédé l'examen de fin mars 2021 (702,9 milliards de francs). Entre les examens de mars et de juin 2021, ils s'établissaient en moyenne à 706 milliards de francs, soit 631,9 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 74,1 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 21,4 milliards de francs pour la période allant du 20 février au 19 mai 2021. Dans l'ensemble, les banques dépassaient de 616,9 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 621,6 milliards de francs). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

### TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

### RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

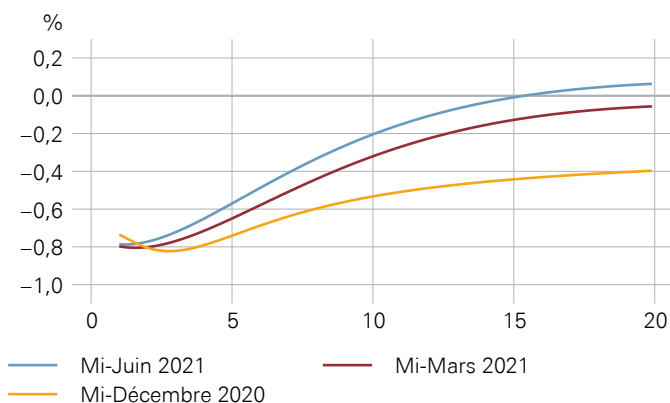


Source: BNS.

Graphique 5.3

### STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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



Source: BNS.

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

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

Depuis l'examen de fin mars, les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont constamment demeurés proches du taux directeur de la BNS établi à  $-0,75\%$ . Le Saron s'est inscrit à  $-0,73\%$  pendant cette période, tandis que le Libor à trois mois, qui servait, jusqu'en juin 2019, de taux d'intérêt de référence à la BNS pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, s'est établi à  $-0,75\%$  (voir graphique 5.1). Les taux du Libor pour le franc cesseront d'être fixés fin 2021.

#### Légère hausse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux

Les taux d'intérêt à long terme sur le marché des capitaux ont continué à augmenter au deuxième trimestre 2021. Mi-juin, les rendements des emprunts fédéraux à dix ans s'inscrivaient à  $-0,2\%$ , soit à un niveau supérieur d'environ 0,3 point de pourcentage à celui observé au début de l'année (voir graphique 5.2). Cette hausse correspond largement à l'évolution des taux d'intérêt à long terme en Allemagne et reflète notamment l'amélioration des perspectives conjoncturelles induite par les campagnes de vaccination dans le monde. Étant donné que les taux nominaux à long terme sont également influencés par l'inflation attendue au cours de la période de référence, les anticipations inflationnistes à court terme révisées vers le haut devraient aussi avoir contribué à la hausse des taux d'intérêt à long terme.

#### Courbe des rendements plus raide

Mi-juin, la courbe des rendements pour les emprunts de la Confédération était légèrement plus raide que lors de l'examen de mars (voir graphique 5.3). Après que les rendements se sont inscrits dans la zone négative pour toutes les échéances au cours des deux dernières années, les rendements pour les échéances supérieures à 15 ans sont redevenus positifs.

#### Bas niveau des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels sont importants pour les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. Ils représentent la différence entre les taux d'intérêt nominaux et les anticipations d'inflation.

Les taux d'intérêt réels sont demeurés à un niveau bas. Cela tient au fait que les rendements nominaux des obligations de la Confédération ont certes légèrement augmenté depuis l'examen de fin mars, mais que dans le même temps, les anticipations d'inflation à court terme telles qu'elles ressortent des enquêtes s'inscrivaient un peu plus clairement dans la zone positive qu'au trimestre précédent.



## COURS DE CHANGE

### Hausse du franc face au dollar des Etats-Unis

Depuis l'examen de mars, le franc s'est apprécié de 4% face au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4). Cette évolution a reflété un affaiblissement généralisé du dollar, induit en partie par la hausse des anticipations d'inflation aux Etats-Unis dans un contexte de politique monétaire expansionniste inchangée. Un dollar des Etats-Unis coûtait 0,90 franc, un cours qui n'avait plus été enregistré depuis février dernier.

Le franc a progressé de 1,5% face à l'euro. Mi-juin, l'euro s'échangeait à 1,09 franc.

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

La valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérée par le commerce extérieur a augmenté d'environ 2% depuis l'examen de mars (voir graphique 5.5). Le franc a gagné du terrain sur un large front. Outre l'appréciation du franc face à l'euro (1,5%, pondération de 43% dans l'indice) et au dollar des Etats-Unis (4%, pondération de 15% dans l'indice), la hausse face au renminbi (2%, pondération de 9% dans l'indice) et au yen (près de 5%, pondération de 3% dans l'indice) a également contribué dans une large mesure à l'accroissement de la valeur du franc pondérée par le commerce extérieur.

### Valeur extérieure toujours élevée en termes réels

L'affaiblissement du franc en termes nominaux en février et début mars s'est accompagné d'un net recul de sa valeur extérieure en termes réels au premier trimestre; celle-ci a ensuite progressé en avril et en mai, lorsque la valeur nominale du franc a de nouveau augmenté (voir graphique 5.6). Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé.

Graphique 5.4

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



Source: BNS.

Graphique 5.5

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



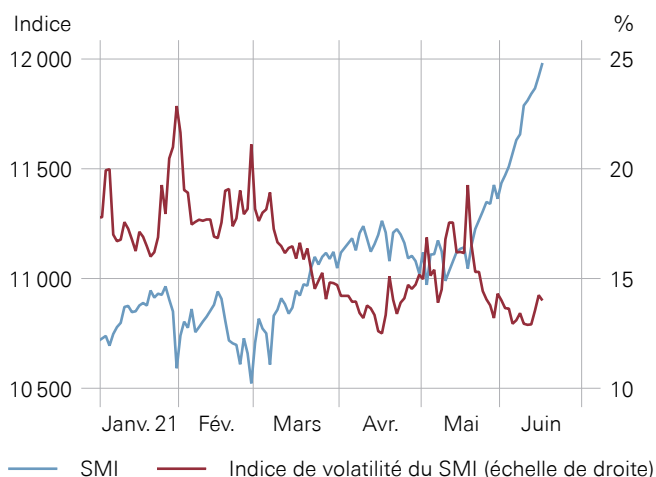
Source: BNS.

Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS

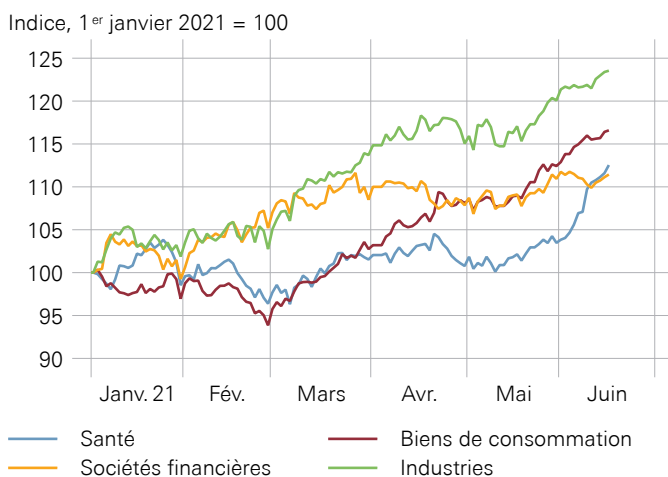


Source: BNS.

**COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ**

Sources: Bloomberg et Refinitiv Datastream.

Graphique 5.8

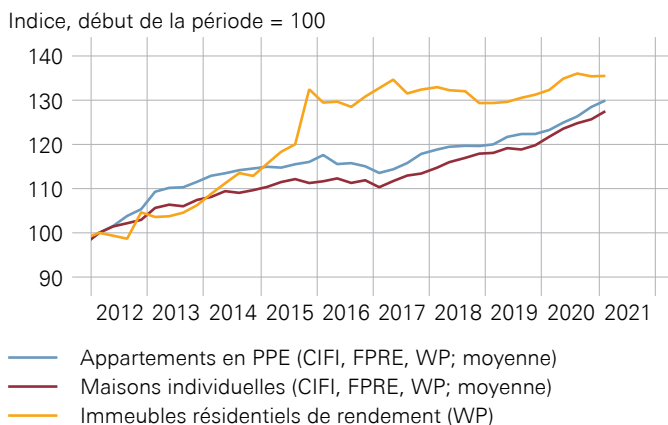
**SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES**

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 5.9

**PRIX DE TRANSACTION POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL**

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

**COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER****Nouveaux records pour les cours des actions**

Entre l'examen de mars et celui de juin 2021, les cours des actions ont encore augmenté dans les principales économies. Ils ont toutefois quelque peu reculé pendant la seconde moitié d'avril en raison des inquiétudes suscitées par les éventuelles mesures restrictives des banques centrales face à la hausse de l'inflation. Mais lorsque l'incertitude a diminué, les cours mondiaux des actions ont poursuivi leur hausse. Le Swiss Market Index (SMI) a atteint un nouveau pic historique en juin et s'inscrivait mi-juin environ 8% au-dessus de son niveau de fin mars (voir graphique 5.7).

**Recul de l'incertitude sur le marché**

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Entre fin mars et mi-avril, cet indice a fortement diminué. Ensuite, l'incertitude concernant l'évolution de l'inflation et ses répercussions s'est reflétée sur les marchés financiers via une progression temporaire de l'indice de volatilité, lequel a toutefois de nouveau reculé en mai.

**Importants gains de cours pour la plupart des indices sectoriels**

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux indices sectoriels du Swiss Performance Index (SPI). Les cours des actions des entreprises de la branche des biens de consommation, des industries et des entreprises du secteur de la santé ont fortement augmenté depuis l'examen de fin mars, tandis que ceux des sociétés financières ont peu évolué.

**Poursuite de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel**

Au premier trimestre 2021, les prix de transaction pour l'immobilier résidentiel ont continué de croître (voir graphique 5.9). Seuls les prix des immeubles locatifs résidentiels ont stagné. Dans l'ensemble, le marché de l'immobilier résidentiel ne semble jusqu'ici pas subir l'influence négative de la pandémie de COVID-19. Il n'est toutefois pas encore à exclure que la pandémie ait à l'avenir des répercussions défavorables sur ce marché.

**Monnaie centrale stable**

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs à vue des banques résidentes, s'est dans l'ensemble maintenue au même niveau depuis août 2020. Elle s'inscrivait en mai 2021 à 722,4 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10), soit 7 milliards de moins qu'en février.

**Ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large**

Les taux de croissance des agrégats monétaires larges ont reculé au cours des derniers mois. L'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation ainsi que dépôts à vue et comptes de transactions des clients bancaires résidents) a enregistré une hausse de 6,5% entre mai 2020 et mai 2021 (voir tableau 5.1). L'agrégat monétaire M2 (M1 et dépôts d'épargne) a progressé de 4,4%, et l'agrégat monétaire M3 (M2 et dépôts à terme), de 4,1% durant la même période, après avoir affiché chacun un taux annuel de croissance de 6,8% en février. Le recul des taux annuels de croissance traduit un effet de base dans la mesure où la création monétaire a été particulièrement marquée en 2020 en raison de l'octroi de crédits COVID-19 au début de la pandémie.

**Hausse plus forte des crédits bancaires**

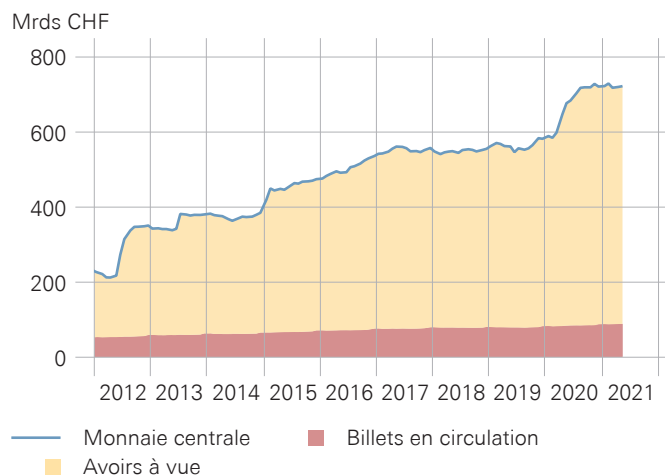
Au premier trimestre 2021, les crédits bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) ont affiché une progression annuelle de 4%; au quatrième trimestre 2020, cette progression était de 3,5% (voir tableau 5.1). Cette accélération de la croissance a été portée par les prêts hypothécaires et les autres crédits.

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'encours des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont enregistré une progression annuelle de 3,3% au premier trimestre 2021. Le bas niveau des taux a continué à soutenir la demande de prêts hypothécaires. Le taux des prêts hypothécaires à dix ans s'inscrivait à 1,4% environ en avril 2021, soit à un niveau très légèrement supérieur au plus bas observé en août 2019 (1,2%).

Les autres crédits ont évolué de façon nettement plus volatile que les prêts hypothécaires (voir graphique 5.11). Tandis que les autres crédits non gagés ont peu évolué depuis début 2021, le volume des autres crédits gagés a augmenté, ce qui s'explique essentiellement par une hausse des crédits en monnaies étrangères.

Graphique 5.10

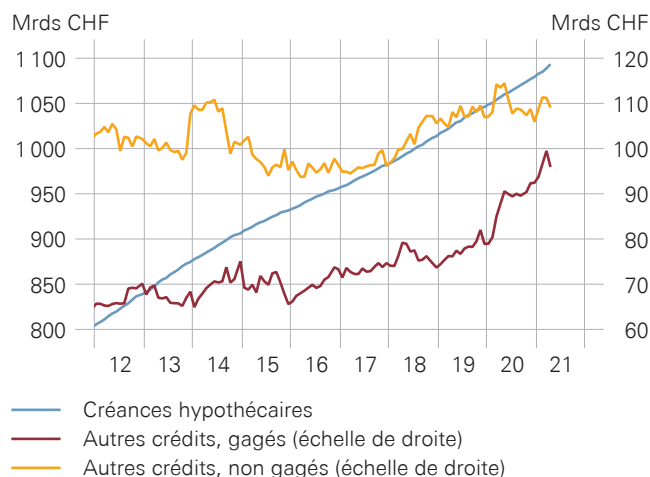
**MONNAIE CENTRALE**



Source: BNS.

Graphique 5.11

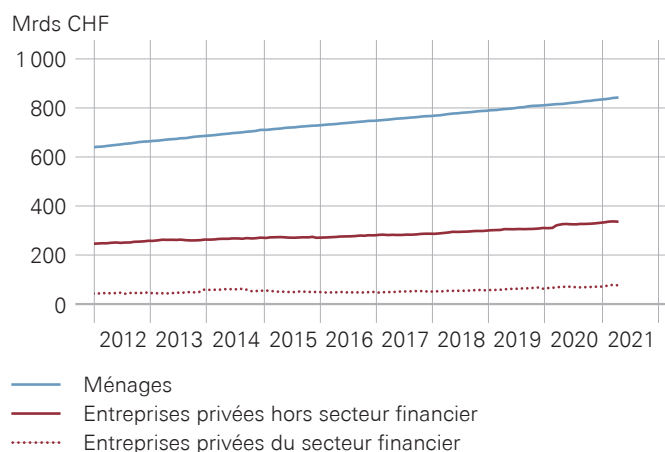
**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS**



Source: BNS.

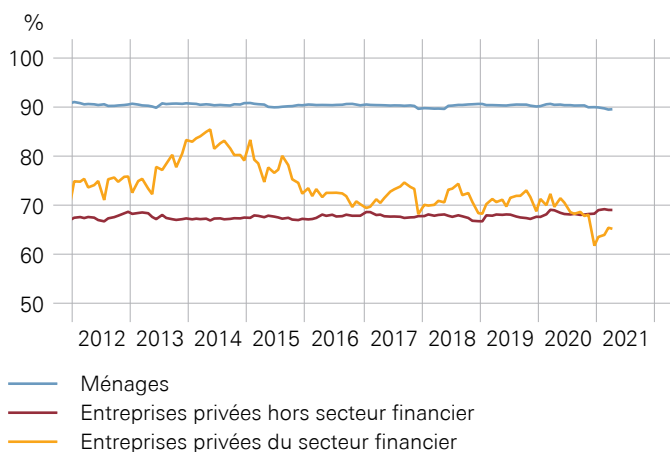
Graphique 5.12

**CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES**



Source: BNS.

### UTILISATION DES LIMITES DE CRÉDITS PAR SECTEUR



Source: BNS.

### Croissance des crédits et utilisation des limites de crédits par secteur

Tant les ménages que les sociétés non financières ont continué à tirer parti des conditions de financement avantageuses, ce qui s'est traduit par une hausse toujours constante des crédits bancaires accordés à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.12).

Fin mars 2021, les crédits aux ménages dépassaient de 25 milliards de francs, ou de 3,1%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux sociétés non financières ont augmenté en un an de 16 milliards de francs, soit de 5%. Dans la même période, les prêts aux entreprises du secteur financier se sont accrus de 9,2 milliards de francs ou de 13,3%.

Si l'octroi de crédits a connu une expansion considérable, le degré d'utilisation des limites de crédits n'a guère changé depuis le début de la pandémie (voir graphique 5.13). Ainsi, l'utilisation des limites de crédits a augmenté pour les sociétés non financières, passant de 67,6% à 69%, tandis qu'elle a diminué pour les ménages (de 90,1% à 89,5%) et pour les sociétés financières (de 68,7% à 65,4%). Cette évolution indique que l'offre de crédit répond à la demande. Aucun signe n'indique un rationnement du crédit.

Tableau 5.1

**AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES**

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2020	2020			2021	2021		
		T2	T3	T4	T1	Mars	Avril	Mai
<b>M1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>8,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>
<b>M2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>
<b>M3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	3,1	3,0	2,9	3,1	3,3	3,3	3,4	
Ménages <sup>2,3</sup>	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	4,4	4,4	4,1	4,6	5,3	5,4	5,6	
Autres crédits <sup>1,3</sup>	6,8	9,4	6,5	5,7	8,3	5,8	1,8	
gagés <sup>1,3</sup>	13,5	16,5	14,8	14,5	18,7	17,1	9,3	
non gagés <sup>1,3</sup>	2,0	4,4	0,6	-0,8	0,6	-2,6	-3,9	

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

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

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

Source: BNS.

---

# Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS  
avec les entreprises

## 2<sup>e</sup> trimestre 2021

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les  
informations recueillies auprès de décideurs économiques de  
toute la Suisse. La BNS analyse ces informations, puis les  
interprète sous une forme agrégée. Au total, 236 entretiens ont  
eu lieu avec des représentants d'entreprises entre le 13 avril  
et le 31 mai.

### Régions

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

### Délégués

Aline Chabloz  
Jean-Marc Falter  
Fabio Bossi  
Roland Scheurer  
Daniel Hanimann  
Urs Schönholzer  
Gregor Bäurle  
Astrid Frey  
Fabian Schnell

## L'essentiel en bref

---

- Au cours du trimestre sous revue, l'économie s'est redressée et a repris de l'élan. Cette évolution s'explique par l'assouplissement des mesures d'endiguement et par une situation économique favorable à l'échelle mondiale.
- Dans les services ainsi que dans l'industrie et la construction, les chiffres d'affaires en termes réels sont nettement supérieurs aux valeurs du trimestre précédent et du deuxième trimestre 2020. Il faut néanmoins tenir compte du fait que ces périodes de référence ont été en partie marquées par des restrictions considérables en raison de la pandémie.
- Les difficultés rencontrées au niveau des achats et les hausses des prix des matières premières et des produits en amont qui en ont résulté se sont fortement accentuées.
- Les capacités techniques de production ont encore vu leur utilisation augmenter. Dans l'ensemble, elles restent toutefois sous-utilisées, notamment dans les services.
- Les marges ont de nouveau connu une évolution favorable grâce à l'amélioration de la marche des affaires et aux mesures prises.
- Actuellement, les effectifs sont jugés conformes aux besoins. Les entreprises ont l'intention de les accroître fortement au cours des prochains trimestres.
- Les entreprises tablent sur une amélioration continue de leur marche des affaires au cours des trimestres à venir. L'incertitude quant à l'évolution future sur les marchés d'approvisionnement et l'apparition de variants du coronavirus comptent parmi les facteurs de risque les plus importants. Les conséquences structurelles à plus long terme de la pandémie sont également évoquées.

## SITUATION ACTUELLE

### Amélioration considérable de la situation économique

Au deuxième trimestre, l'économie s'est redressée et a repris de l'élan. L'assouplissement des mesures de lutte contre la pandémie et l'environnement économique favorable à l'échelle internationale expliquent en partie cette évolution. Par rapport au trimestre précédent et au deuxième trimestre 2020, les chiffres d'affaires en termes réels ont fortement augmenté dans les trois domaines d'activité, à savoir services, industrie et construction (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, se reporter aux informations figurant à la fin du rapport).

Les exportations vers l'Asie, notamment en Chine, sont jugées extrêmement dynamiques. Celles à destination des États-Unis et du Proche-Orient connaissent également une évolution favorable. La marche des affaires avec les pays européens est qualifiée de morose et inégale. La demande repose sur une large assise pour toutes les catégories de produits. L'activité dans le secteur automobile se renforce et on peut observer les premiers signes d'une légère hausse de la demande dans l'aviation.

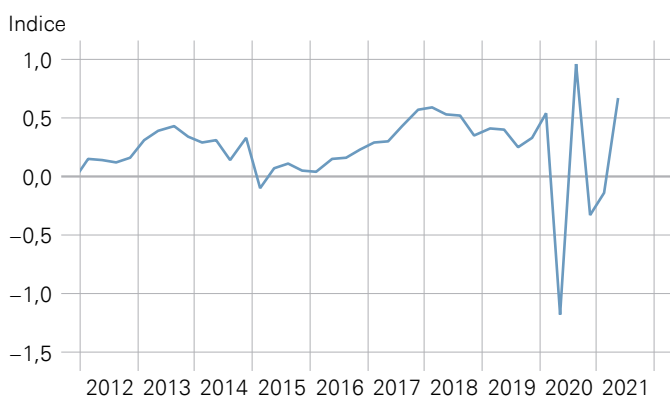
En ce qui concerne l'appréciation de l'impact général de la crise du coronavirus, près de 60% des entreprises indiquent avoir été affectées par la pandémie (voir graphique 2). L'impact général est jugé positif par environ 20% des entreprises, et pour 20% également, soit il n'y a pas eu d'impact, soit les impacts positifs et négatifs s'annulent mutuellement. Ce tableau d'ensemble s'est donc encore amélioré par rapport aux trimestres précédents.

### Capacités de production légèrement sous-utilisées

L'utilisation des capacités techniques de production a encore augmenté (voir graphique 3). Dans l'ensemble, elles restent cependant sous-utilisées, notamment dans les services, qui étaient encore concernés par les fermetures et les restrictions ordonnées par les autorités. Dans de larges pans de l'industrie et dans la construction, les capacités sont légèrement surutilisées. Certaines entreprises industrielles recourent de nouveau de plus en plus au travail posté et parfois au travail le week-end.

Graphique 1

### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE

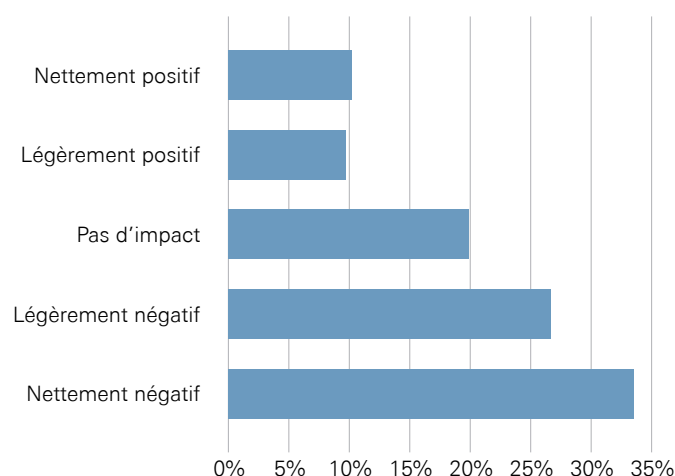


Evolution des chiffres d'affaires, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 2

### IMPACT GÉNÉRAL DE LA CRISE DU CORONAVIRUS



Source: BNS.



### Nette accentuation des entraves à l'achat

Les entraves à l'achat de matières premières et de composants se sont fortement accentuées par rapport au trimestre précédent. Les interlocuteurs considèrent que la situation n'a jamais été aussi tendue depuis le début de la pandémie (voir graphique 4). Durant le trimestre sous revue, 56% des entreprises ont connu des difficultés d'approvisionnement ainsi que des retards de livraison parfois massifs. Les raisons sont nombreuses. Cela tient en partie à la réduction des capacités de production dans certaines entreprises asiatiques, au manque persistant, voire croissant, de conteneurs disponibles et à une demande particulièrement forte venant de la Chine et des Etats-Unis. Les pénuries concernent un grand nombre de matières premières, matériaux et composants de toutes sortes. La situation est précaire en ce qui concerne le bois. Quelques entreprises sont obligées de modifier leurs plans de production en conséquence.

### Débouchés toujours sensiblement perturbés

S'agissant des débouchés, les problèmes se sont légèrement amoindris; environ 40% des entreprises font état de difficultés pour livrer leurs produits ou fournir leurs services normalement. Cela s'explique essentiellement par les restrictions imposées aux déplacements et par les branches spécialement affectées par la pandémie. La prospection de la clientèle est toujours entravée.

### Effectifs adéquats

Dans l'ensemble, les ressources en personnel sont jugées conformes aux besoins. La situation s'est considérablement améliorée depuis le trimestre précédent, où elles étaient encore considérées trop élevées, mais elle reste très hétérogène selon les secteurs. Tandis que les effectifs sont légèrement trop faibles dans l'industrie et dans la construction, ils sont toujours trop élevés dans les services. Une partie des entreprises maintient le chômage partiel.

Près de 20% des entreprises estiment que leurs effectifs actuels sont trop élevés, contre 40% au trimestre précédent.

### Situation normale au niveau du recrutement

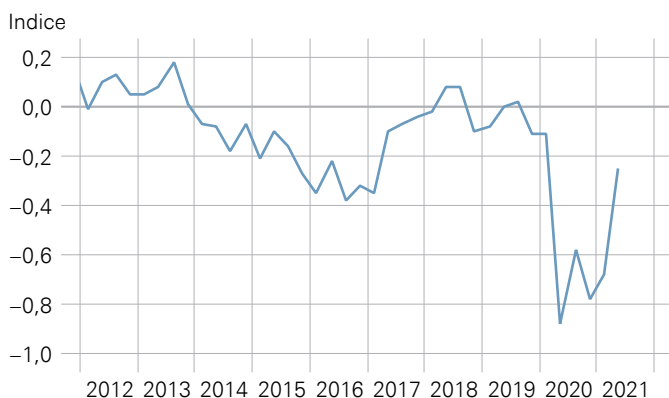
Les entreprises qui ont recherché du personnel font état d'un recrutement qui redevient progressivement plus difficile. La situation continue toutefois d'être perçue comme étant légèrement plus détendue qu'au début de la pandémie. Les interlocuteurs mentionnent un peu plus souvent qu'auparavant qu'il est très difficile de trouver des spécialistes dans certaines catégories professionnelles, notamment des experts en technologies de l'information, des ingénieurs, des laborantins et des chauffeurs. Même parmi les entreprises qui recourent encore au chômage partiel, certaines sont à la recherche de personnel afin d'être prêtes à répondre à la demande lorsque celle-ci se sera redressée.

### Amélioration notable des marges bénéficiaires

Les marges bénéficiaires, qui ont été soumises à de fortes pressions au cours des derniers trimestres, se sont sensiblement améliorées. Tandis qu'elles sont encore jugées plus basses qu'à l'accoutumée dans les services et la construction, elles ont atteint le niveau considéré comme habituel dans l'industrie. Les mesures prises par les entreprises au cours des trimestres précédents, telles que le gel des investissements ou la réduction des coûts ainsi que les instruments de soutien de l'Etat comme le chômage partiel et les contributions versées pour cas de rigueur, portent leurs fruits: la proportion d'entreprises qui considèrent le niveau de leurs marges comme «non viable» a encore diminué. Dans les branches des services directement concernées par les restrictions imposées en raison de pandémie, les marges connaissent toujours une évolution défavorable.

Graphique 3

### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



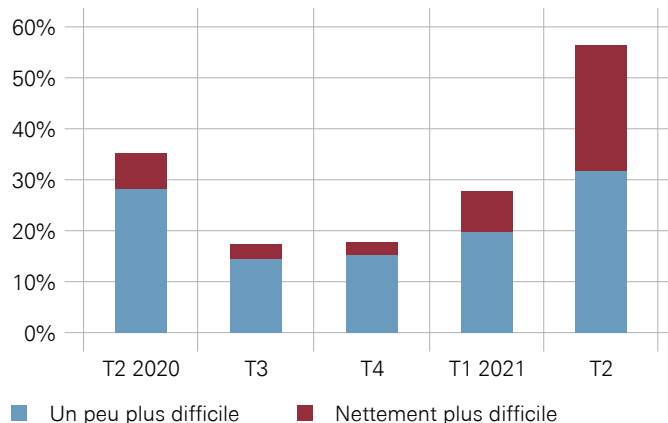
Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale.

Source: BNS.

Graphique 4

### APPROVISIONNEMENT

Part des entreprises pour lesquelles l'approvisionnement est plus difficile qu'avant la crise du coronavirus



Source: BNS.

### Situation encore plus détendue en matière de liquidités

La situation des entreprises en matière de liquidités s'est encore détendue et n'a jamais été aussi favorable depuis l'apparition de la pandémie. Près de 30% des entreprises jugent leur situation moins tendue par rapport à la période qui a précédé l'apparition du coronavirus (voir graphique 5) et 15% plus tendue. Près de la moitié des entreprises considèrent que la situation n'a pas changé par rapport à cette période.

Outre l'amélioration de la marche des affaires, le recours au chômage partiel, les crédits-relais de la Confédération et les mesures prises par les entreprises en vue de garantir un niveau adéquat de liquidités ont un effet positif et ont parfois entraîné une situation de «surliquidité». Les interlocuteurs n'ont presque aucun retard de paiement à déplorer de la part des clients, ni pertes sur débiteurs. L'hétérogénéité entre les branches et les entreprises reste néanmoins forte.

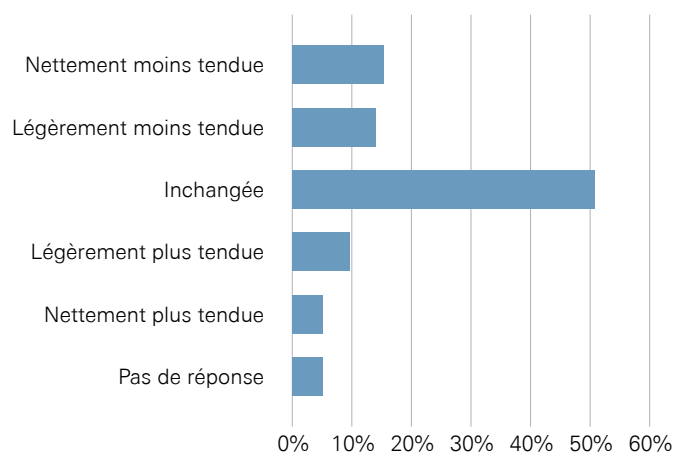
### Conditions de prêts

Les interlocuteurs estiment que les conditions de prêts des banques sont similaires à celles de la même période des années précédentes. Environ un tiers des interlocuteurs a le sentiment que ces conditions sont «normales» (voir graphique 6), 15% considèrent qu'elles sont souples et 6% qu'elles sont restrictives. Près de la moitié des entreprises n'ont pu s'exprimer sur cette question parce qu'elles n'ont pas besoin d'un prêt ou ne s'adressent pas à une banque pour en bénéficier. Les représentants de branches fortement entravées par la pandémie perçoivent une plus grande prudence de la part des banques pour les questions financières.

Graphique 5

#### SITUATION EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉS

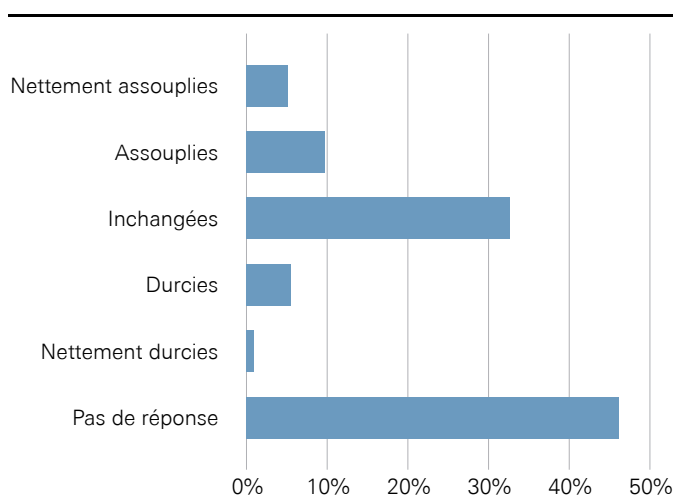
Par rapport à la situation qui prévalait avant la crise du coronavirus



Source: BNS.

Graphique 6

#### CONDITIONS DE PRÊT



Source: BNS.

## ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

---

Dans le commerce, la marche des affaires s'est nettement améliorée. Dans tous les segments du commerce (commerce de gros, commerce de détail et commerce automobile), les chiffres d'affaires en termes réels sont supérieurs à ceux du trimestre précédent et à ceux enregistrés un an auparavant. Cependant, les infrastructures dans le commerce de détail stationnaire sont toujours sous-utilisées. En revanche, les canaux de distribution en ligne sont fortement sollicités. Hormis dans le commerce de détail stationnaire, les marges sont jugées conformes à la normale.

Le tourisme ainsi que l'hôtellerie et la restauration sont fortement affectés par les conséquences de la pandémie, mais la situation s'améliore au fur et à mesure de la mise en œuvre des mesures d'assouplissement décidées par les autorités. Au cours de la période sous revue, les restaurants ont pu dans un premier temps rouvrir leurs terrasses, puis leurs espaces intérieurs. Dans les branches concernées, les chiffres d'affaires réels sont donc nettement supérieurs à ceux réalisés au trimestre précédent et au deuxième trimestre 2020. Néanmoins, les capacités sont toujours nettement sous-utilisées en raison des mesures de protection encore en vigueur. En outre, les hôtels et les entreprises de restauration continuent d'afficher de grandes différences en fonction des segments de clientèle et des emplacements. Le tourisme d'affaires et le tourisme international restent quasi-inexistants, ce qui affecte fortement l'hôtellerie urbaine en particulier. Les représentants de certaines branches craignent des changements structurels durables dans ce segment.

L'industrie du divertissement et des loisirs compte toujours parmi les branches les plus touchées par la pandémie. Les manifestations ne pourront de nouveau avoir lieu dans une mesure limitée que vers la fin du deuxième trimestre. Pour les entreprises de ces branches, les infrastructures sont donc sous-utilisées et les marges inférieures à la normale. Dans le secteur des médias, la situation des entreprises est tout aussi défavorable.

Dans le secteur financier, les volumes d'affaires ont continué d'augmenter. Tous les segments connaissent une évolution favorable. Le dynamisme persistant des activités hypothécaires, une évolution boursière favorable et l'afflux de nouveaux capitaux y contribuent. Les marges sont jugées conformes à la normale. Certaines banques réduisent leurs réseaux d'agences en raison de la baisse de fréquentation continue de la clientèle dans ces dernières.

Dans les entreprises des technologies de l'information, les chiffres d'affaires en termes réels ont poursuivi leur progression. Le besoin toujours aussi élevé en infrastructures informatiques rapides et encore plus sûres ainsi que l'engouement pour le commerce en ligne sont les principaux moteurs dans ce secteur. Dans la santé, les chiffres d'affaires des entreprises sont également supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et un an auparavant.

Dans les branches industrielles, la marche des affaires évolue de façon très positive. Cela tient, d'une part, à la hausse de la demande et, d'autre part, au fait que les chiffres d'affaires ont été parfois très faibles pendant les périodes de référence. L'évolution des chiffres d'affaires est particulièrement dynamique dans l'industrie pharmaceutique, chez les producteurs de denrées alimentaires, dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux ainsi que chez les fabricants d'instruments de précision. Les restrictions internationales imposées aux voyages ont des répercussions négatives sur la fourniture de machines et de services ainsi que sur la prospection de la clientèle. Dans l'industrie horlogère et dans le secteur automobile, les signes de redressement se sont encore multipliés.

La marche des affaires est toujours favorable dans la construction. Les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières sont nettement supérieurs au niveau atteint au premier trimestre et à la même période de l'année précédente. Les marges sont encore légèrement inférieures aux valeurs jugées normales. La branche profite d'une vive demande dans la construction d'infrastructures publiques et d'investissements élevés dans l'immobilier résidentiel. Les projets d'extension et de rénovation jouent un rôle moteur dans ce domaine d'activité. Les carnets de commande sont majoritairement bien remplis. La marche des affaires est également favorable dans les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études.

En ce qui concerne la situation sur le marché immobilier, les taux de vacance élevés des biens locatifs dans certaines régions et la hausse des prix des biens immobiliers de rendement ont été de nouveau évoqués par quelques interlocuteurs. Les entreprises sont en outre préoccupées par la question de leurs propres besoins futurs en surfaces de bureaux.

## PERSPECTIVES

### Raffermissement de l'optimisme

Dans les trois domaines d'activité, les entreprises tablent toujours sur une nette hausse des chiffres d'affaires réels (voir graphique 7). Cet optimisme repose, d'une part, sur l'évolution favorable de la demande mondiale et, d'autre part, sur l'efficacité de la campagne de vaccination et sur les assouplissements décidés par le Conseil fédéral.

Parallèlement à ce regain d'optimisme, la part des entreprises estimant que leur chiffre d'affaires ne retrouvera pas encore cette année son niveau d'avant la crise a diminué, passant de 26% à 18% (voir graphique 8). Près de 27% des entreprises ont déjà renoué avec ce niveau au cours de l'année précédente, et 9% au premier semestre 2021. Elles sont 11% à compter y parvenir cette année.

Les interlocuteurs s'attendent à une augmentation sensible de l'utilisation des capacités techniques de production ou des infrastructures au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 9). L'effet de rattrapage attendu n'est toutefois pas aussi marqué qu'au trimestre précédent.

### Accroissement des investissements

La propension des entreprises à investir s'est sensiblement accrue. Pour les douze prochains mois, elles prévoient des dépenses d'investissement plus élevées tant dans les biens d'équipement que dans les constructions. Une grande partie des projets d'investissement visent le développement et la modernisation des infrastructures informatiques. De nombreuses entreprises n'ont investi qu'avec une extrême prudence l'an dernier, autrement dit n'ont procédé qu'aux investissements de remplacement nécessaires. Compte tenu de la nette amélioration des perspectives, elles sont à présent relativement nombreuses (38%) à investir dans le but d'élargir leurs capacités de production.

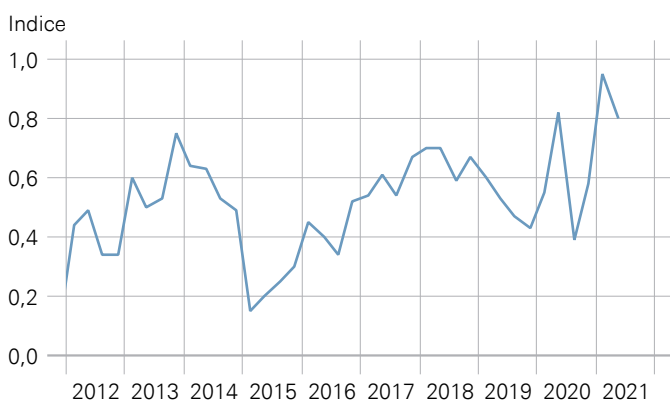
### Prix d'achat et de vente en nette augmentation

La hausse des prix d'achat et de vente attendus qui s'était amorcée au trimestre précédent s'est accentuée. Dans les trois secteurs d'activité, les interlocuteurs tablent sur des prix en nette augmentation pour les deux prochains trimestres. Par rapport aux entretiens passés réalisés avec les chefs d'entreprise, les anticipations de prix n'ont jamais été aussi nettement orientées à la hausse que durant le trimestre sous revue.

Tandis qu'au trimestre précédent, la hausse des prix concernait surtout les métaux, le plastique et les composants électroniques, les interlocuteurs citent à présent une large palette de matières premières et de produits. L'augmentation des coûts de transport due à des capacités insuffisantes contribue toujours à tirer les prix vers le haut. Dans la mesure du possible, les entreprises répercutent la hausse des prix d'achat sur les consommateurs.

Graphique 7

### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

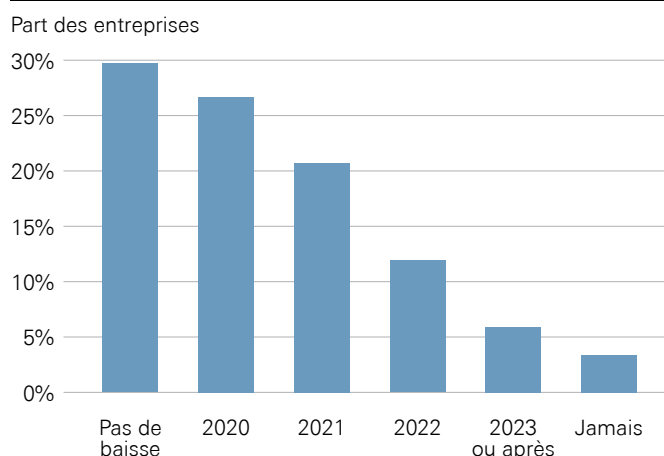


Évolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 8

### RETOUR DU CHIFFRE D'AFFAIRES AU NIVEAU D'AVANT-CRISE



Source: BNS.

### Poursuite du renforcement des effectifs

Au trimestre précédent et pour la première fois depuis le début de la pandémie, les interlocuteurs avaient tablé sur un accroissement de leurs effectifs. Cette tendance se poursuit durant le trimestre sous revue. Tant dans les services que dans l'industrie ou la construction, les entreprises envisagent d'augmenter considérablement leurs effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 10). Cela traduit, d'une part, l'amélioration des perspectives commerciales, et, d'autre part, le fait que de nombreuses entreprises ne jugent plus leurs effectifs actuels trop élevés en raison des réductions d'effectifs intervenues au cours des trimestres précédents.

Le renforcement prévu des effectifs est particulièrement notable dans les branches suivantes: techniques de l'information et de la communication, hôtellerie et restauration, commerce de détail et assurances. La demande de main-d'œuvre est aussi relativement élevée dans la branche pharmaceutique et dans la métallurgie.

Compte tenu de la situation tendue durant l'exercice écoulé, les entreprises voient peu de possibilités d'octroyer des augmentations de salaire substantielles sur un large front; d'après les réponses obtenues lors des entretiens, les salaires devraient augmenter de 0,7% en moyenne pendant l'année en cours, essentiellement au titre d'adaptations structurelles ou de primes au mérite.

### ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Les difficultés d'approvisionnement qui, selon les interlocuteurs, pourraient persister au moins jusqu'à la fin de l'année, constituent la préoccupation majeure de nombreuses entreprises. Les hausses de prix dues à la raréfaction des biens pèsent sur les marges.

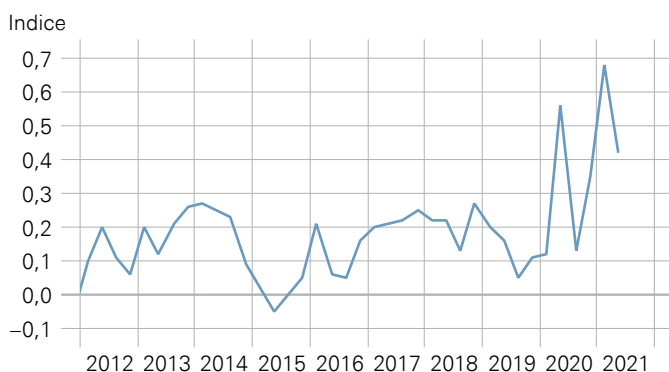
L'incertitude en lien direct avec la pandémie s'est quelque peu atténuée. Les interlocuteurs voient un risque dans de nouveaux variants du coronavirus. Les conséquences structurelles de la pandémie à long terme sont des facteurs d'insécurité évoqués plus souvent. Les craintes liées à l'endettement galopant des États à l'échelle internationale se sont accentuées. A cet égard, la hausse des taux d'inflation est un thème de plus en plus récurrent.

Hormis la stabilité du franc par rapport à l'euro, qui est appréciée, la situation sur le marché des changes ne fait guère l'objet de commentaires.

L'indépendance de la BNS est importante aux yeux des interlocuteurs.

Graphique 9

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

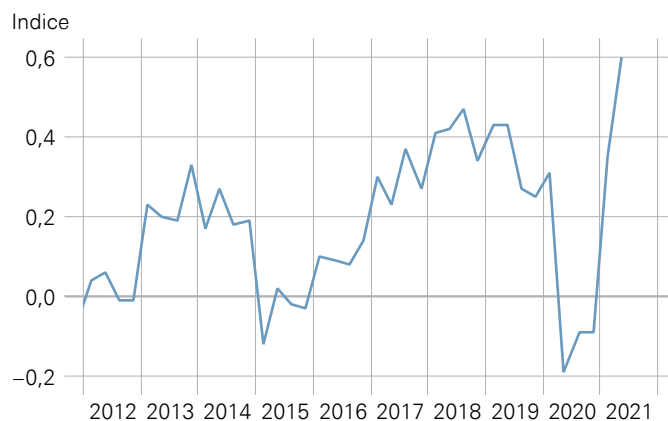


Évolution attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 10

#### ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS



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

Source: BNS.

**INFLATION ATTENDUE**

Source: BNS.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION**

Les délégués interrogent également leurs interlocuteurs sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme en tant que consommateurs.

Les anticipations d'inflation à court terme mesurées par l'indice des prix à la consommation ont fortement augmenté: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 1,1% en moyenne, contre 0,3% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 11). Cela est souvent mis en relation avec la hausse du prix des matières premières et des composants qui, de l'avis des interlocuteurs, se reflétera progressivement dans les prix à la consommation.

En revanche, les anticipations à moyen terme ont peu évolué: pour les trois à cinq prochaines années, elles atteignent près de 1,2% (elles s'élevaient à 1,1% au trimestre précédent, voir ligne rouge du graphique).

**A propos des Signaux conjoncturels****Approche**

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

Chaque trimestre, quelque 240 entreprises reçoivent ainsi la visite des délégués. Elles sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du PIB et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, l'administration publique et l'agriculture ne sont pas prises en compte. Les entreprises qui sont prises en compte dans l'échantillon emploient en règle générale au moins 50 collaborateurs. Cet échantillon change chaque trimestre.

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

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

**Interprétation des graphiques**

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

**Informations complémentaires**

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

# Glossaire

Action	→ Titre qui procure à son détenteur un droit de propriété sur une part d'une entreprise.
Annualisation	Opération consistant à extrapoler à une année des données portant sur une période différente. Si par exemple le → PIB s'accroît de 1% d'un trimestre à l'autre, sa progression annualisée est de 4,06%.
Autres crédits	Ensemble des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises qui ne sont pas des → prêts hypothécaires (définition de la BNS). Ils peuvent être gagés ou en blanc (→ prêts gagés).
Avoirs à vue à la BNS	Avoirs (également appelés «avoirs en comptes de virement») détenus par les banques et destinés aux opérations qu'elles effectuent pour leurs clients (telles que des paiements). Ils incluent les avoirs des banques résidentes, les engagements à vue envers la Confédération, les avoirs des banques et autres établissements non-résidents et les autres engagements à vue.
Baromètre conjoncturel du KOF	→ Indicateur publié depuis les années 1970 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), renseignant sur l'évolution à court terme de la → conjoncture en Suisse.
Capital	1. Moyens de financement (→ fonds propres et → fonds de tiers). 2. → Facteurs de production (par exemple machines).
Cautionnement solidaire	Cautionnement de crédit par lequel le créancier peut poursuivre la caution s'il a sommé en vain le débiteur de s'acquitter du remboursement de sa dette.
Conditions monétaires	Conditions déterminées par le niveau des taux d'intérêt et par le → cours de change. La Banque nationale agit sur ces derniers en utilisant ses → instruments de politique monétaire pour accomplir son → mandat.
Conjoncture	Ecart de l'activité économique par rapport à sa tendance de long terme. Cet écart apparaît notamment dans le → PIB → réel, mais également dans de nombreux → indicateurs (tels que le chômage ou le climat de consommation). Un cycle conjoncturel s'étend du début d'une augmentation de l'activité à la fin d'un ralentissement (→ récession).
Consommation publique	Dépenses courantes d'un Etat, à savoir découlant de la fourniture de biens et services à ses résidents (par exemple l'éducation, la santé ou la défense).
Contrat à terme	Contrat régissant une opération devant être exécutée à une date ultérieure.
Correction des valeurs saisonnières	Méthode statistique consistant à éliminer des séries chronologiques les phénomènes saisonniers (tels que la hausse du chômage les mois d'hiver), par exemple afin de mieux faire ressortir l'évolution de la → conjoncture.
Courbe des taux d'intérêt, courbe des rendements	Représentation graphique du → rendement de placements à taux fixes de qualité équivalente mais de durées différentes. Souvent, il s'agit du rendement des → obligations d'Etat. La courbe est généralement ascendante car les investisseurs exigent une → prime de risque pour les placements à plus long terme.
Cours de change	Valeur d'échange de deux monnaies, à savoir le prix d'une monnaie en unités de l'autre. On parle de cours de change → réel lorsque le cours est corrigé de l'évolution des prix dans les zones monétaires concernées. On parle de → cours de change pondéré par le commerce extérieur lorsqu'il est calculé en fonction des monnaies des partenaires commerciaux.
Cours de change pondéré par le commerce extérieur	Indice correspondant à la valeur de la monnaie d'un pays vis-à-vis des monnaies des partenaires commerciaux, calculé en pondérant ces différentes monnaies par les parts respectives des partenaires commerciaux dans le commerce extérieur. Egalement appelé → cours de change effectif.
Création de valeur	Indicateur mesurant l'activité d'une branche et calculé en déduisant de la valeur des biens et services produits par cette branche celle des consommations intermédiaires fournies par les autres branches. Corrigée des taxes et impôts acquittés ainsi que des subventions perçues, la valeur totale créée par l'ensemble des branches est égale au → PIB.
Croissance potentielle	Croissance du → potentiel de production.
Déflateur de la consommation	Mesure de l'évolution des prix de l'ensemble des biens et services consommés par les ménages, qu'ils soient produits dans le pays ou importés. A la différence de l'→ indice des prix à la consommation, il n'est pas construit à partir d'un → panier de consommation défini, mais tient compte de l'ensemble des dépenses de consommation.
Déflation	Baisse durable du niveau général des prix.
Délégués aux relations avec l'économie régionale	Représentants de la BNS dans les différentes régions de Suisse qui collectent des informations sur la situation économique par leurs contacts avec les entreprises et qui présentent la politique de la Banque nationale dans leur région. Les délégués sont assistés par des conseils consultatifs régionaux. La BNS a des représentations dans les villes de Bâle, de Berne, de Genève, de Lausanne, de Lucerne, de Lugano, de Saint-Gall et de Zurich.

Demande intérieure finale	Somme de la consommation des ménages, des entreprises et des administrations publiques, ainsi que des investissements dans la construction et les biens d'équipement (par exemple nouvelles machines).
Devises	Avoirs et créances libellés dans une monnaie étrangère.
Ecart de production	Différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB → réel observé et le → potentiel de production estimé. Lorsque la production effective de l'économie est inférieure au potentiel de production, l'écart de production est négatif et les capacités de production sous-utilisées (→ utilisation des capacités de production).
Ecart de taux	Ecart de rémunération existant entre différents placements en fonction par exemple de la monnaie dans laquelle ils sont libellés ou des risques qu'ils comportent. Les opérations sur taux d'intérêt exploitent ces écarts entre produits financiers afin de générer un profit.
Emprunt	→ Obligation
Equivalent plein temps	Nombre d'employés à plein temps qui serait requis pour accomplir les heures de travail effectuées par l'ensemble des effectifs d'une entreprise, tous taux d'occupation confondus.
Examen de la situation économique et monétaire	Examen approfondi de l'évolution économique en Suisse et à l'étranger, et des → conditions monétaires en Suisse, effectué généralement chaque trimestre par la Direction générale de la BNS, et débouchant sur une décision de → politique monétaire (resserrement, assouplissement ou statu quo).
Facilité de refinancement COVID-19 de la BNS (FRC)	→ Facilité permanente créée dans le cadre des mesures visant à atténuer les retombées économiques de la pandémie et permettant aux banques d'emprunter des liquidités auprès de la BNS en cédant à celle-ci des crédits accordés aux entreprises et → cautionnés par la Confédération et les cantons (→ sûreté). La BNS peut également accepter d'autres sûretés dans le cadre de la FRC.
Facilité permanente	→ Instrument de politique monétaire utilisé à l'initiative d'une banque commerciale, et non pas de la BNS comme dans les opérations d' <i>open market</i> .
Facteurs de production	Facteurs entrant dans la production de biens et de services (essentiellement le travail et le → capital).
Filtre HP	→ Filtre de Hodrick-Prescott
Filtre de Hodrick-Prescott	Méthode utilisée pour calculer la tendance d'une série de données. Les écarts constatés entre cette tendance ainsi calculée et le → PIB → réel sont par exemple pris en compte dans l'analyse de la conjoncture.
Filtre multivarié	Méthode utilisée notamment dans le cadre de l'analyse conjoncturelle et qui recourt, contrairement au → filtre HP, à plusieurs → indicateurs pour calculer la tendance d'une série de données.
Fonction de production	Relation entre les éléments entrant dans le processus de production (→ facteurs de production) et le résultat de ce processus (biens et services produits).
Fonds de tiers	Dettes et provisions constituées par une entreprise.
Fonds propres	Différence entre les actifs et les dettes (→ fonds de tiers) d'une entreprise.
Gage	Garantie fournie par un débiteur à son créancier lors d'un prêt (→ prêt gagé) afin de réduire à la fois le risque pour le créancier et le → taux d'intérêt exigé par ce dernier. Le créancier peut disposer du gage si le débiteur n'est pas en mesure de rembourser la somme empruntée ou de verser les intérêts exigés.
Garantie	→ Gage.
Indicateur	Chiffre clé ou série statistique qui renseigne sur une variable économique telle que l'évolution de la → conjoncture.
Indice suisse des prix à la consommation (IPC)	Indice calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS) mesurant l'évolution moyenne des prix des biens et services consommés par les ménages en Suisse. L'IPC est calculé chaque mois à l'aide d'un → panier de biens et services reflétant les habitudes de consommation des ménages.
Industrie MEM	Industrie des machines, des équipements électriques et des métaux.
Inflation	Progression durable du niveau général des prix. L'inflation réduit le → pouvoir d'achat de la monnaie. En Suisse, elle est mesurée par → l'indice des prix à la consommation (IPC): son taux correspond à la progression, en %, de cet indice par rapport à l'année précédente.
Inflation sous-jacente	Mesure de l'évolution fondamentale des prix (→ inflation), qui exclut les biens et services dont les prix sont particulièrement volatils (par exemple l'énergie et les denrées alimentaires).
Instrument de politique monétaire	Instrument, tel que les → pensions de titres ou les → interventions sur le marché des changes, utilisé par la Banque nationale en vue de mettre en place des → conditions monétaires appropriées.
Intervention sur le marché des changes	Achat ou vente, par une banque centrale, de sa propre monnaie contre une monnaie étrangère dans le but d'influer sur le → cours de change.
Libor	(Abréviation de London Interbank Offered Rate). → Taux d'intérêt moyen auquel des banques indiquent pouvoir emprunter sur le → marché monétaire dans une monnaie et pour une durée déterminées, sans déposer de → garantie. Le Libor pour le franc cessera d'être établi fin 2021.



Liquidité	<p>1. (Au singulier): capacité d'effectuer en tout temps et sans limitation les paiements arrivés à échéance.</p> <p>2. (Au pluriel): moyens financiers nécessaires à la liquidité au sens 1. Les banques échangent des liquidités sur le → marché monétaire, et la BNS peut influencer sur le volume de ces dernières, notamment en effectuant des → pensions de titres.</p> <p>3. (Au singulier): état d'un marché sur lequel les opérations peuvent être effectuées sans entraîner de fluctuations de prix importantes.</p>
Mandat de la Banque nationale	Mandat donné à la BNS de mener, en tant que banque centrale indépendante, la politique monétaire dans l'intérêt général du pays (art. 99 de la Constitution fédérale) et de garantir la → stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la → conjoncture (art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale).
Marché des capitaux	Marché sur lequel des fonds sont levés et placés pour une durée de plus d'un an. Il est complémentaire du → marché monétaire. On distingue le marché des → fonds propres (→ actions) et le marché des → fonds de tiers (→ obligations).
Marché monétaire	Marché où notamment les banques s'empruntent et se prêtent mutuellement des fonds à court terme (c'est-à-dire pour une durée n'excédant pas un an). Ces prêts peuvent ou non être assortis d'une → garantie (→ pension de titres).
Mesure macroprudentielle	Mesure réglementaire appliquée notamment aux banques, et visant à renforcer la → stabilité financière.
Monnaie au sens large	Numéraire en circulation et fonds détenus auprès des banques par les ménages et les entreprises non bancaires. A ne pas confondre avec la → monnaie centrale.
Monnaie centrale	Somme des billets en circulation et des → avoirs à vue détenus par les banques commerciales résidentes auprès de la BNS, aussi appelée M0 ou «base monétaire».
Montant exonéré	Part des → avoirs à vue qu'une banque détient à la BNS sur laquelle l'→ intérêt négatif n'est pas prélevé. Le montant exonéré s'élève au moins à 10 millions de francs par titulaire de compte. Pour une banque domiciliée en Suisse, ce montant est généralement égal à la moyenne sur trois ans du montant des → réserves minimales requises multipliée par le facteur d'exonération (actuellement de 30), moins le numéraire détenu par la banque.
Nominal, en termes nominaux	Se dit d'une variable économique qui n'a pas été corrigée des variations des prix (→ taux d'intérêt nominal).
Obligation	→ Titre de créance, la plupart du temps producteur d'→ intérêts, émis par un emprunteur (l'émetteur) et remis au prêteur (le créancier) contre la mise à disposition d'un montant donné pour une durée définie, au terme de laquelle l'émetteur rembourse le créancier.
Obligation d'Etat	Titre de créance émis par une collectivité de droit public.
Opération d' <i>open market</i>	→ Instrument de politique monétaire mis en œuvre à l'initiative de la BNS et non pas d'une banque commerciale, à la différence d'une → facilité permanente.
Opération de réglage fin	Mesure prise par une banque centrale dans le but d'atténuer les fluctuations excessives des → taux d'intérêt à court terme sur le → marché monétaire. Une → pension de titres peut être utilisée à cette fin.
Option	Droit d'acheter (option d'achat, <i>call</i> ) ou de vendre (option de vente, <i>put</i> ) un actif tel qu'une action pour un prix fixé d'avance. Ce droit peut être titrisé sous forme d'un <i>warrant</i> ou certificat d'option pour être négocié en bourse.
Panier	Ensemble des biens et services consommés par un ménage moyen. Basé sur une enquête réalisée auprès des ménages, le panier sert à calculer l'→ indice suisse des prix à la consommation.
Pension de titres	→ Vente de titres par un emprunteur au prêteur, avec l'engagement de racheter, à une date ultérieure, un volume équivalent de titres de même catégorie. D'un point de vue économique, il s'agit d'un → prêt gagé, rémunéré au → taux des pensions de titres. Ce dispositif permet à la BNS de gérer les → liquidités sur le → marché monétaire.
PMI de l'industrie	(Abréviation de Purchasing Managers Index, indice des directeurs d'achat). Indice basé sur des enquêtes et reflétant l'activité industrielle, constitué, dans le cas de la Suisse, des sous-indices suivants: production, évolution des carnets de commandes, délais de livraison, stocks, achats et emploi. Si le PMI est supérieur à 50 points, cela traduit une croissance de l'activité.
Politique budgétaire	Ensemble des mesures qu'un Etat met en œuvre par l'intermédiaire de ses recettes et dépenses pour influencer sur la → conjoncture.
Politique monétaire	Politique de la banque centrale visant à assurer, par la mise en œuvre de ses → instruments de politique monétaire, des → conditions monétaires appropriées et à remplir par là même son → mandat.
Potentiel de production	Niveau du → PIB → réel dans l'hypothèse d'une utilisation normale des → facteurs de production. On parle également de production potentielle. Peut notamment être estimé à l'aide du → filtre HP.
Pouvoir d'achat	Quantité de biens et de services d'un → panier défini qu'il est possible d'acheter avec une unité monétaire. En cas d'→ inflation, le pouvoir d'achat recule.

Prêt gagé	Prêt pour lequel l'emprunteur fournit une → garantie. Si aucune garantie n'est fournie, on parle de prêt non gagé ou en blanc. La forme la plus importante de prêt gagé est le → prêt hypothécaire.
Prêt hypothécaire	→ Prêt gagé dont le gage est un bien immobilier.
Prévision d'inflation conditionnelle	Prévision publiée chaque trimestre par la BNS à l'occasion de l'→ examen de la situation économique et monétaire, portant sur l'évolution du taux d'→ inflation pour les trois années suivantes. Elle est conditionnelle, car elle repose sur l'hypothèse selon laquelle la BNS ne modifiera pas son → taux directeur pendant la période considérée. La BNS fonde ses décisions de politique monétaire sur la prévision d'inflation.
Prime de risque	Rémunération supplémentaire reflétant le risque estimé d'un instrument financier.
Prix de transaction	Prix auquel une opération est effectivement conclue (à distinguer du prix de l'offre et de celui de la demande).
Produit intérieur brut, PIB	Valeur de l'ensemble des biens et services produits dans une économie durant une période, déduction faite des consommations intermédiaires. Le PIB en termes → réels constitue la mesure la plus importante de la → création de valeur dans une économie.
Récession	Contraction de l'économie, souvent définie comme une baisse du → PIB → réel pendant au moins deux trimestres consécutifs.
Réel, en termes réels	Se dit d'une variable économique corrigée des variations liées à l'évolution des prix (→ taux d'intérêt réel).
Refinancement	1. Levée de fonds opérée par une banque commerciale sur le → marché monétaire ou sur le → marché des capitaux. 2. Remboursement de dettes arrivant à échéance par l'émission de nouvelles dettes.
Rendement	Gains réalisés sur des placements financiers ou sur des investissements et généralement exprimés en pourcentage du → capital investi.
Réserves minimales	Montant que les banques doivent détenir sous forme de numéraire en francs et d'→ avoirs à vue auprès de la BNS pour couvrir une part de leurs engagements à court terme en francs (par exemple dépôts de la clientèle) en vue de contribuer au bon fonctionnement du → marché monétaire. Les réserves minimales servent par ailleurs de base pour calculer le → montant exonéré de l'→ intérêt négatif.
SARON	(Abréviation de Swiss Average Rate Overnight). Taux des → pensions de titres en francs portant sur des échéances d'une journée et reposant sur les → prix de transaction et les offres de prix contraignantes. La BNS concentre son attention sur le SARON lorsqu'elle s'attache à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire en francs à un niveau proche de celui de son → taux directeur.
Scénario de base	Ensemble d'hypothèses sur l'évolution la plus probable, d'après la BNS, de l'économie mondiale durant les trois années calendaires suivantes, servant de base à ses prévisions économiques et à sa → prévision d'inflation en Suisse.
Stabilité des prix	Situation dans laquelle l'→ inflation mesurée par l'→ indice suisse des prix à la consommation est inférieure à 2%, sans pour autant qu'il y ait → déflation (définition de la BNS).
Stabilité financière	Etat d'un système financier dont les composantes – banques, marchés financiers et infrastructures des marchés financiers (par exemple les bourses) – remplissent leur fonction et sont en mesure de résister à d'éventuelles perturbations.
Stratégie de politique monétaire	Stratégie fixant les modalités de mise en œuvre du → mandat de la Banque nationale. En vigueur depuis décembre 1999, cette stratégie comporte trois éléments: une définition de la → stabilité des prix, une → prévision d'inflation conditionnelle portant sur les trois années suivantes et → le taux directeur de la BNS.
Sûreté	→ Gage.
Swap	Opération financière donnant lieu à un échange de flux de paiements entre deux parties.
Swap de taux d'intérêt	→ Swap dans lequel l'une des parties paie à l'autre un → taux variable indexé sur un taux du marché et se voit en échange créditer d'un taux fixe déterminé préalablement par contrat.
Taux d'intérêt	Prix payé par le débiteur au créancier pour la mise à disposition de → liquidités (2.) pendant une durée déterminée. Il dépend de la durée de mise à disposition, de la qualité (honorabilité et solvabilité) du débiteur et de celle des éventuelles garanties fournies par ce dernier (→ sûreté). Exprimé en pourcentage du crédit, le taux d'intérêt se réfère généralement à une durée d'un an.
Taux d'intérêt du marché monétaire gagé	→ Taux d'intérêt des → prêts gagés accordés sur le → marché monétaire, la plupart du temps conclus sous forme de → pensions de titres (→ SARON).
Taux d'intérêt négatif	Taux d'intérêt appliqué par la Banque nationale aux → avoirs à vue détenus auprès d'elle par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers et excédant un certain → montant exonéré. Il s'agit d'un → instrument de politique monétaire. Il est actuellement égal au → taux directeur de la BNS.

Taux d'intérêt nominal	→ Taux d'intérêt généralement appliqué dans une opération de crédit, qui ne tient pas compte du recul du → pouvoir d'achat de la monnaie découlant de l' → inflation enregistrée pendant la durée d'un prêt.
Taux d'intérêt réel	Taux d'intérêt égal au → taux d'intérêt nominal corrigé de la perte de → pouvoir d'achat intervenant sur la durée d'une opération de crédit du fait de l' → inflation. Le taux d'intérêt réel est donc la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation.
Taux de chômage	Rapport, exprimé en pourcentage, entre le nombre de chômeurs et l'ensemble de la population active (somme des personnes actives occupées et des chômeurs).
Taux directeur de la BNS	Taux fixé par la BNS pour la mise en œuvre de sa → politique monétaire. La BNS s'attache à maintenir les → taux d'intérêt à court terme du marché monétaire en francs proches de son taux directeur. Le → SARON est le plus représentatif de ces taux. Le → taux d'intérêt négatif correspond actuellement au taux directeur de la BNS.
Titre	Valeur mobilière représentant un droit patrimonial (par exemple celui de percevoir des intérêts). Les → actions et les → obligations constituent les principaux titres négociés sur les marchés.
Utilisation des capacités de production	Taux d'utilisation des capacités techniques (par exemple des machines et équipements) d'une entreprise ou d'une branche.
Utilisation du crédit	Crédit effectivement utilisé par l'emprunteur du montant octroyé par une banque dans le cadre d'une limite de crédit.
Volant anticyclique de fonds propres	→ Mesure macroprudentielle visant à garantir la → stabilité financière et contraignant les banques à détenir davantage de → fonds propres en fonction des risques auxquels elles sont exposées, par exemple sur l'ensemble du marché du crédit ou dans certains segments (marché hypothécaire).
Volatilité	Ampleur des fluctuations d'une variable telle que le cours des actions ou les → taux d'intérêt durant une période définie.

---

# 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 17 juin de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.

Juin 2021

Le 23 avril, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse décident conjointement, en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, de cesser de proposer des liquidités en dollars pour des durées de 84 jours. Cette décision tient compte de l'amélioration durable des conditions de financement en dollars des Etats-Unis. Ce changement opérationnel entre en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2021. Les banques centrales susmentionnées continueront, après cette date, de proposer chaque semaine des pensions de titres portant sur des durées de 7 jours.

Avril 2021

Lors de l'examen du 25 mars de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.

Mars 2021

Lors de l'examen du 17 décembre de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir de manière accrue sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.

Décembre 2020

Lors de l'examen du 24 septembre de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir de manière accrue sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS contribue ainsi à stabiliser l'évolution de l'économie et des prix en Suisse.

Septembre 2020

Lors de l'examen du 18 juin de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir de manière accrue sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La politique monétaire expansionniste de la BNS contribue ainsi à stabiliser l'évolution de l'économie et des prix en Suisse.

Juin 2020

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

### Version imprimée

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

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

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

### Droits d'auteur/copyright ©

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

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

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

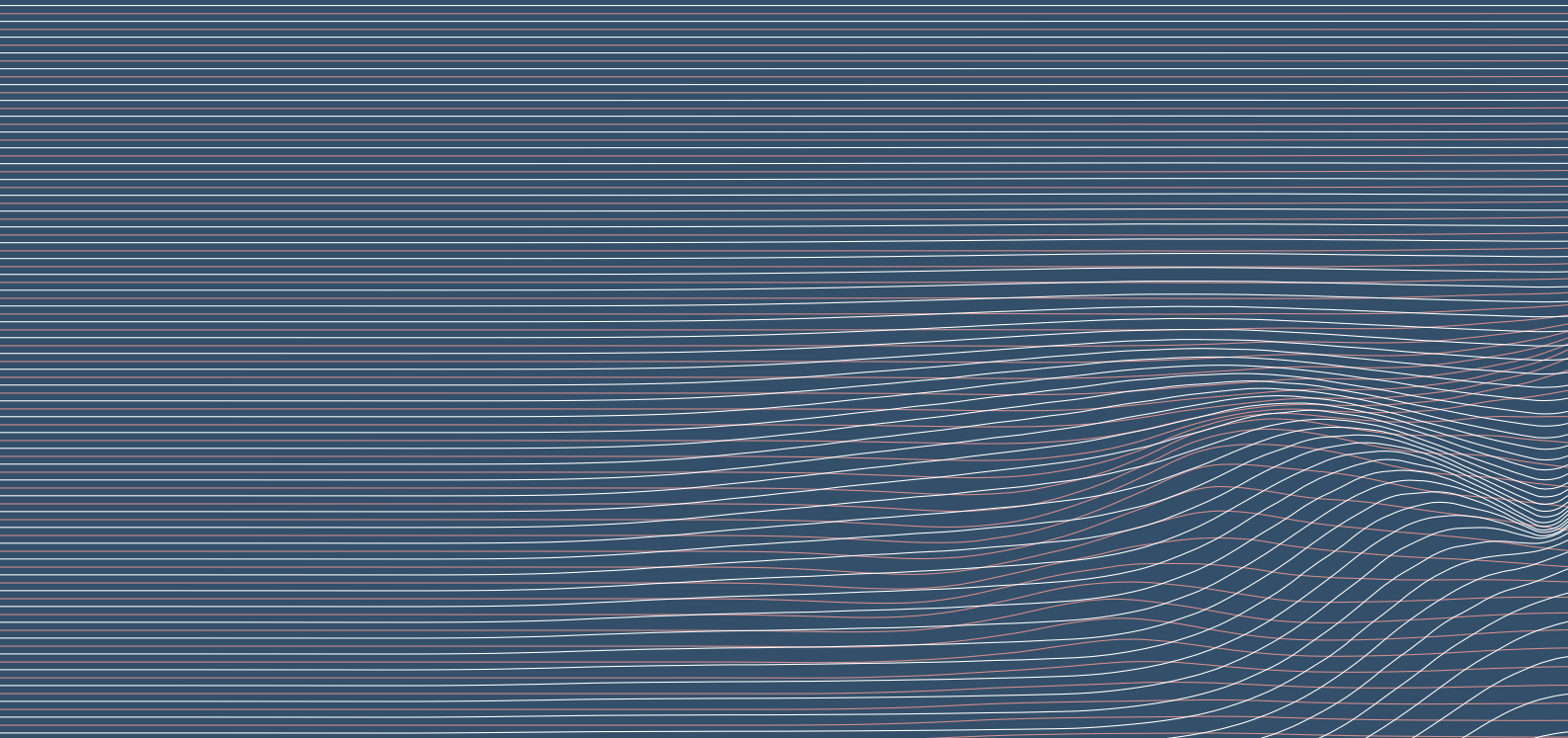
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2021





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

