



Bulletin trimestriel
1/2020 Mars

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



Bulletin trimestriel
1/2020 Mars
38^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 19 mars 2020	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
Signaux conjoncturels	28
La réponse du franc aux variations du taux d'intérêt officiel de la BNS	36
Chronique monétaire	42

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2020 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 19 mars 2020) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 19 mars 2020. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 19 mars 2020

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste, accroît le montant exonéré du taux d'intérêt négatif pour les banques et examine la possibilité de mesures supplémentaires

Le coronavirus place la société et l'économie suisse devant des défis hors du commun. L'incertitude s'est très fortement accrue à l'échelle de la planète, et les perspectives de l'économie mondiale comme de l'économie suisse se sont considérablement assombries. Le franc s'est de nouveau apprécié, et les marchés financiers mondiaux subissent une forte pression.

Dans ce contexte exceptionnel, le cours expansionniste de la politique monétaire de la Banque nationale est d'autant plus nécessaire pour garantir des conditions monétaires appropriées en Suisse. La Banque nationale suisse (BNS) laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Elle intervient de manière accrue sur le marché des changes pour contribuer à stabiliser la situation, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Le taux d'intérêt négatif et les interventions de la BNS sont nécessaires pour réduire l'attrait des placements en francs et contrer ainsi les pressions à la hausse sur la monnaie suisse.

En outre, la BNS collabore étroitement avec le Conseil fédéral afin de soutenir au mieux l'économie.

Le système financier suisse est doté de suffisamment de liquidités. Si nécessaire, la BNS prendra des mesures supplémentaires pour garantir l'approvisionnement en liquidités. De plus, dans le cadre des accords de swap élargis conclus avec d'autres banques centrales, elle met à disposition des liquidités avant tout en dollars des Etats-Unis.

En particulier dans les prochains temps, le comportement des banques va jouer un rôle déterminant pour l'évolution de la conjoncture en Suisse. Afin de les renforcer dans ce rôle, la BNS accroît au 1^{er} avril 2020 le montant exonéré en faisant passer le facteur d'exonération de 25 à 30, ce qui réduira la charge de l'intérêt négatif pour le système bancaire.

Ces dernières années, les banques ont accumulé un volume substantiel de fonds propres et de liquidités. Elles ont par conséquent les moyens pour affronter des situations économiques difficiles. Afin d'accroître encore leur marge de manœuvre, la BNS étudie s'il est possible, malgré les risques sur les marchés hypothécaire et immobilier, d'assouplir le volant anticyclique de fonds propres.

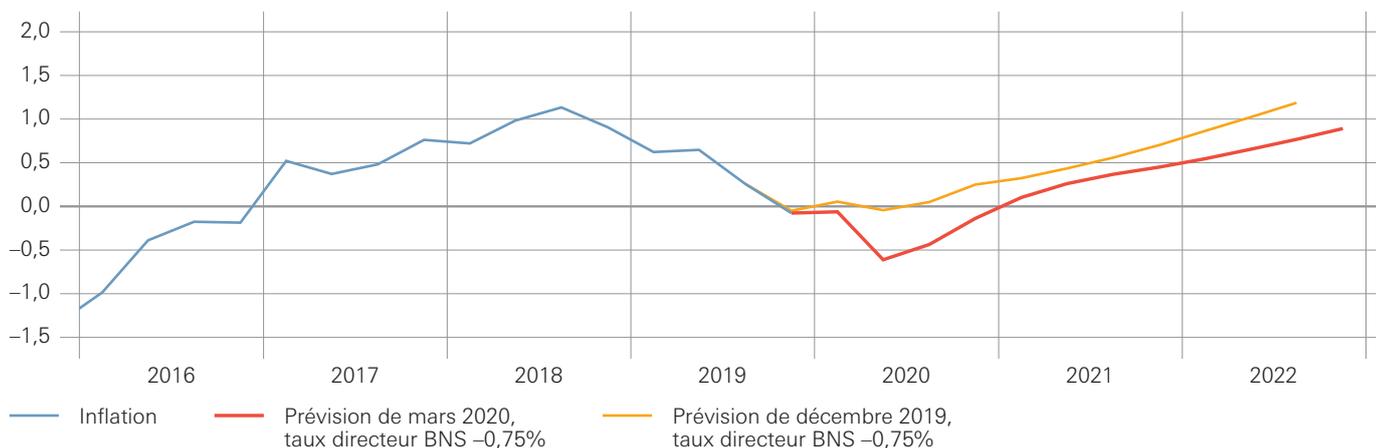
Dans le contexte actuel, il est extrêmement difficile d'évaluer les perspectives économiques, et toute prévision est entourée d'une incertitude inhabituellement élevée. Cela vaut tant pour la croissance que pour l'inflation.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus basse que celle de décembre. Cela s'explique essentiellement par la baisse des cours du pétrole, le repli marqué des perspectives de croissance et le renforcement du franc. La prévision s'inscrit légèrement en dessous de zéro ($-0,3\%$) pour 2020. L'inflation devrait être légèrement positive pour 2021 ($0,3\%$) et progresser en 2022 pour s'inscrire à $0,7\%$. 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.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2020

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



Sources: BNS et OFS.

Durant les dernières semaines, les perspectives de l'économie mondiale se sont brusquement modifiées. En début d'année, diverses enquêtes laissaient encore présager une reprise conjoncturelle à l'échelle de la planète. De même, le recul des tensions commerciales internationales laissait anticiper un regain de l'activité économique mondiale dans les prochains mois. Mais la propagation mondiale du coronavirus et les mesures nécessaires à son endiguement ont coupé court à cette évolution et auront des répercussions importantes sur l'économie.

En Chine, l'activité économique a fortement reculé dès janvier dans un grand nombre de régions. Depuis la mi-février, le virus se propage à l'échelle de la planète, notamment à d'importants partenaires commerciaux de la Suisse en Europe et en Amérique. Dans tous les pays touchés, les restrictions imposées à la mobilité de la population, les interruptions dans la production et dans les chaînes logistiques ainsi que la baisse de la consommation pèseront fortement sur l'activité économique.

Dans un tel contexte, les perspectives de l'économie mondiale sont extrêmement incertaines. Au premier semestre, il faut s'attendre à des conséquences économiques marquées. La vitesse à laquelle l'économie mondiale amorcera ensuite une reprise dépendra essentiellement de l'effet conjugué des politiques sanitaire, budgétaire et monétaire.

La propagation du coronavirus a considérablement assombri les perspectives de court terme en Suisse également. En décembre, la BNS tablait encore sur une croissance comprise entre 1,5% et 2% pour 2020. Cependant, le net repli conjoncturel à l'échelle mondiale et les mesures prises pour endiguer le virus entraîneront, en Suisse aussi, un recul prononcé de l'activité économique au premier semestre. Dès que les mesures prises en Suisse et dans les autres pays pourront être levées, l'activité économique devrait certes amorcer un retour progressif à la normale. Même dans cette hypothèse, il est cependant probable que la croissance du PIB suisse sera négative sur l'année 2020 prise dans son ensemble. Le retour à la normale à partir du second semestre pourrait alors déboucher sur une croissance forte en 2021.

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, MARS 2020

	2016				2017				2018				2019				2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,5	0,9	0,4

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2020

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

Source: BNS.

2

Conditions-cadres de l'économie mondiale

Durant les dernières semaines, les perspectives de l'économie mondiale se sont brusquement modifiées. En début d'année, diverses enquêtes laissaient encore présager une reprise conjoncturelle à l'échelle de la planète. De même, le recul des tensions commerciales internationales laissait anticiper un regain de l'activité économique mondiale dans les prochains mois.

Mais la propagation mondiale du coronavirus et les mesures nécessaires à son endiguement ont coupé court à cette évolution et auront des répercussions importantes sur l'économie. En Chine, l'activité économique a fortement reculé dès janvier dans un grand nombre de régions. Depuis la mi-février, le virus se propage à l'échelle de la planète, notamment à d'importants partenaires commerciaux de la Suisse en Europe et en Amérique. Dans tous les pays touchés, les restrictions imposées à la mobilité de la population, les interruptions dans la production et dans les chaînes logistiques ainsi que la baisse de la consommation pèseront fortement sur l'activité économique.

Dans un tel contexte, les perspectives de l'économie mondiale sont extrêmement incertaines. Au premier semestre, il faut s'attendre à des conséquences économiques marquées. La vitesse à laquelle l'économie mondiale amorcera ensuite une reprise dépendra essentiellement de l'effet conjugué des politiques sanitaire, budgétaire et monétaire.

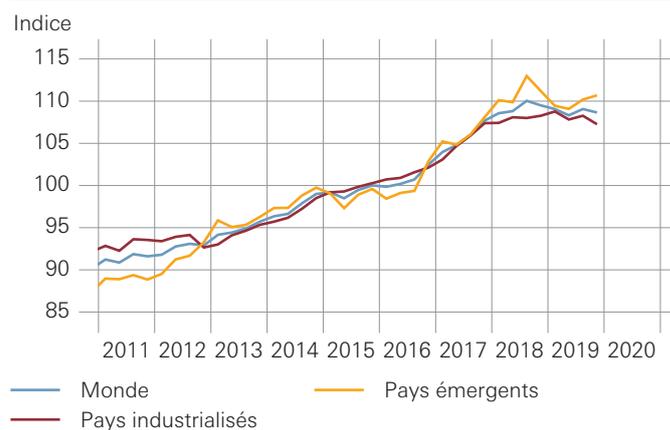
MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis mi-décembre, la situation sur les marchés financiers a été marquée dans un premier temps par l'accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine («accord de phase 1»), qui a passagèrement soutenu le climat sur les marchés en début d'année. Toutefois, les craintes grandissantes relatives au coronavirus ont ensuite dominé. Le climat s'est dégradé dans un premier temps lorsque le virus est apparu en Chine mi-janvier, puis il s'est fortement détérioré dès que celui-ci a commencé à se propager dans le monde. La volatilité attendue des actions américaines (VIX), qui est mesurée à partir des prix des options, a augmenté soudainement pour atteindre des valeurs similaires à celles observées pour la dernière fois lors de la crise financière de 2008 (voir graphique 2.2). Dans ce contexte, les primes de risque sur les obligations d'entreprises ont elles aussi augmenté.

Graphique 2.1

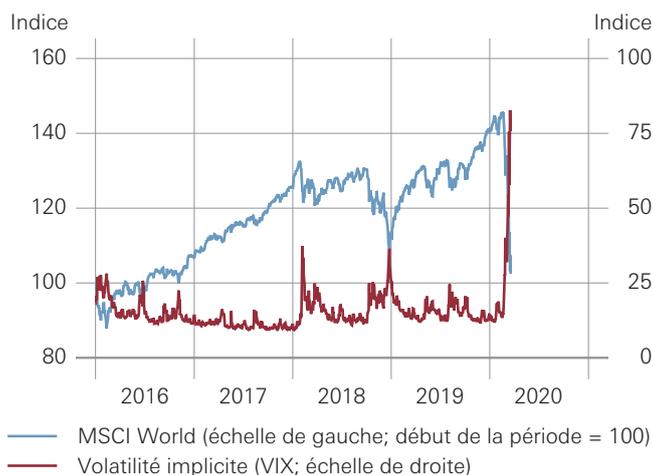
COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Graphique 2.2

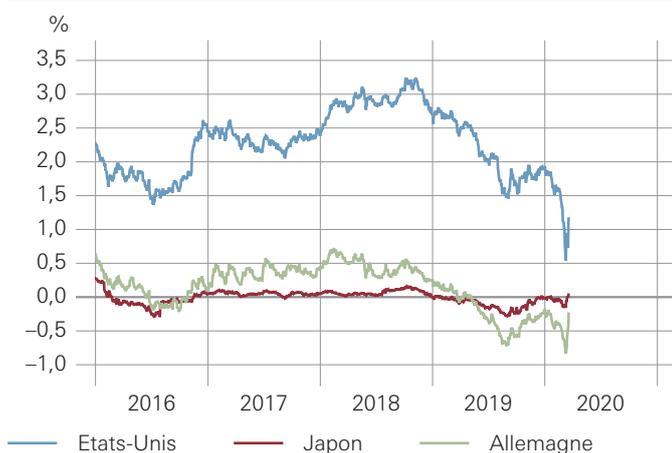
MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

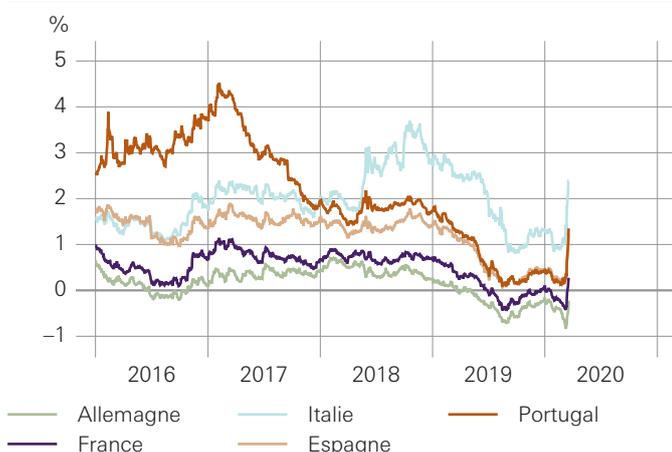


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les cours des actions ont brusquement baissé sur le plan international. Depuis le 21 février dernier, les principaux indices des actions ont affiché, certains jours, des pertes à deux chiffres en points de pourcentage. A la fin de la période examinée, l'indice mondial MSCI s'établissait à son niveau de début 2017. Dans le sillage de la détérioration significative des perspectives économiques, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont fortement réagi. Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont diminué d'environ un demi-point entre mi-janvier et début mars; cependant, à la fin de la période examinée, ils ont marqué une hausse subite dans divers pays (voir graphiques 2.3 et 2.4). Aux Etats-Unis, les rendements ont d'abord enregistré un recul particulièrement fort et se sont temporairement établis à un niveau historiquement bas. Dans certains pays membres de la zone euro tels que l'Italie ou l'Espagne, deux pays connaissant une propagation rapide du coronavirus et une situation fragile des finances publiques, les écarts de rendement par rapport aux obligations d'Etat allemandes se sont creusés.

Le yen et le franc se sont sensiblement appréciés dès fin février. L'euro et le dollar des Etats-Unis se sont eux aussi quelque peu renforcés en valeur pondérée par le commerce extérieur, tandis que la livre sterling s'est dépréciée (voir graphique 2.5).

Le prix du pétrole a fortement baissé. Il a d'abord fléchi lorsque les perspectives de croissance se sont assombries après l'arrêt provisoire de l'activité dans de nombreuses régions de Chine, puis à la suite de la propagation du virus dans le monde. Il s'est encore fortement replié en mars du fait que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et d'autres pays producteurs n'ont trouvé aucun accord pour prolonger les limitations de la production. Le prix du pétrole s'est inscrit à 26 dollars des Etats-Unis à la mi-mars, contre 65 dollars trois mois auparavant. Les prix des métaux industriels ont eux aussi reculé en raison des perspectives de croissance mitigées (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Avant la propagation du coronavirus, la situation économique des Etats-Unis était robuste. Le PIB a progressé de 2,1% au quatrième trimestre, soit de nouveau conformément à son potentiel (voir graphique 2.7). La consommation privée a certes ralenti, mais elle est demeurée le principal pilier de la croissance. Par contre, les investissements des entreprises ont continué à diminuer. La progression de l'emploi est restée solide ces derniers mois. Le taux d'activité s'étant légèrement accru, le chômage est resté stable, s'inscrivant à 3,5% en février (voir graphique 2.10).

Selon les indicateurs mensuels, la solide dynamique conjoncturelle s'est poursuivie dans un premier temps en début d'année. Mais la propagation rapide du coronavirus a considérablement assombri les perspectives conjoncturelles de court terme. Au milieu du mois de mars, le gouvernement et quelques Etats fédéraux ont pris des mesures pour

endiguer la propagation du virus. Ces dernières englobent une interdiction d'entrée applicable pendant un mois aux voyageurs en provenance d'Europe et, dans certains Etats, la fermeture de restaurants et d'écoles ainsi que le confinement partiel. Afin d'atténuer les effets négatifs touchant l'activité économique, le gouvernement a adopté un train de mesures incluant l'indemnisation, pour les salariés, de jours de maladie, l'amélioration des prestations en faveur des chômeurs et la prise en charge des frais de dépistage du coronavirus. Dans l'ensemble, il faut s'attendre à un net recul de l'activité économique au premier semestre 2020.

Le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a augmenté en février, s'inscrivant à 2,3% à la suite de l'augmentation des prix de l'énergie (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est cependant demeurée stable, s'établissant à 2,4% (voir graphique 2.12). Le renchérissement mesuré par le déflateur de la consommation privée s'est redressé au cours des derniers mois pour s'établir à 1,7% en janvier, mais restait inférieur à l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

En raison de la propagation du coronavirus et des risques connexes pour l'économie américaine, la Fed a abaissé la marge de fluctuation de son taux directeur une première fois début mars, en dehors de l'agenda normal, la faisant descendre d'un demi-point pour la porter à 1,0%-1,25%. Mi-mars, elle a abaissé la marge de fluctuation une deuxième fois, d'un point entier, la fixant à 0% 0,25% (voir graphique 2.13). De plus, elle prévoit d'acheter ces prochains mois des obligations d'Etat de même que des titres adossés à des créances hypothécaires d'une valeur totale de 700 milliards de dollars. En prenant ces mesures, la Fed entend, d'une part, empêcher un durcissement des conditions de financement et, d'autre part, assurer le bon fonctionnement des marchés financiers. La marge de fluctuation du taux directeur devrait rester au niveau actuel jusqu'à ce que l'économie soit sortie de la situation actuelle et que la reprise soit en bonne voie.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB n'a progressé que de 0,5% au dernier trimestre 2019, contre 1,2% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). L'activité dans le tertiaire a certes soutenu la croissance, mais l'activité industrielle a encore reculé. En 2019, la croissance du PIB s'est inscrite à 1,2%, soit la valeur la plus faible depuis la fin de la crise de la dette souveraine en 2013. Malgré cette évolution modérée, l'emploi s'est légèrement accru au quatrième trimestre, et le taux de chômage est resté stable en janvier, s'établissant à 7,4%, ce qui représente le niveau le plus bas depuis plus de dix ans (voir graphique 2.10).

En Europe, le coronavirus se propage par vagues successives. L'Italie était fortement touchée à compter de la seconde moitié de février. Le gouvernement italien a agi en conséquence et pris des mesures de plus en plus

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

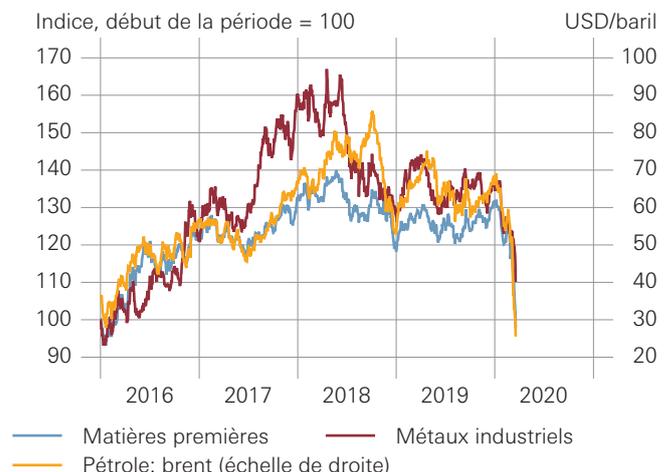
Pondérés par le commerce extérieur



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

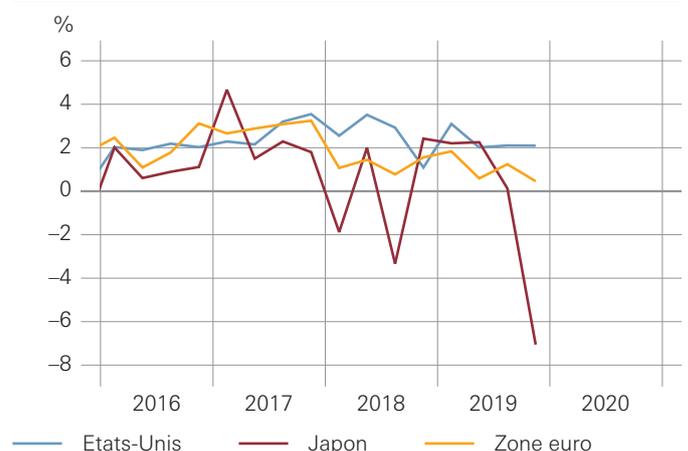


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

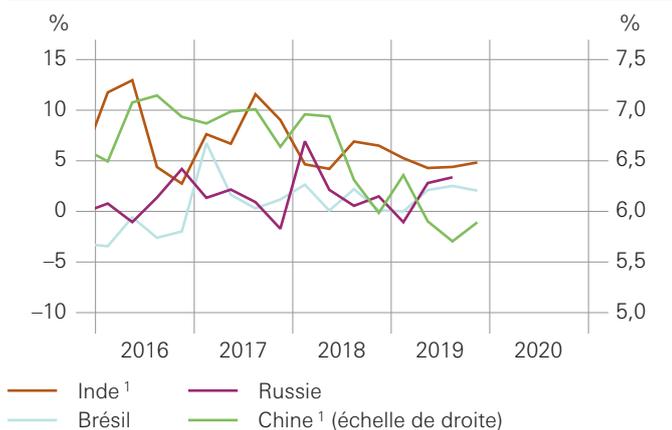


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

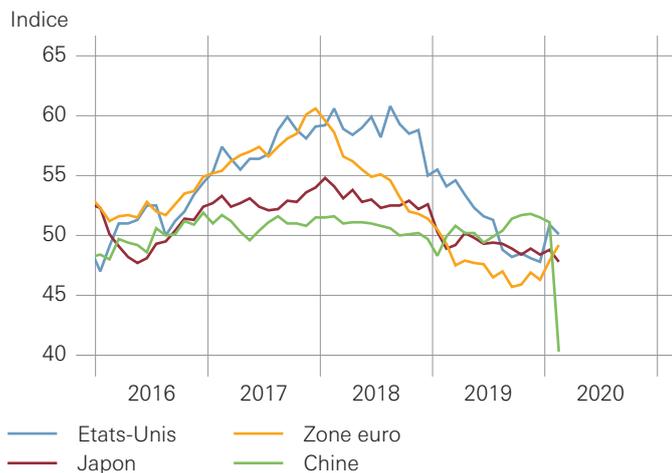
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente



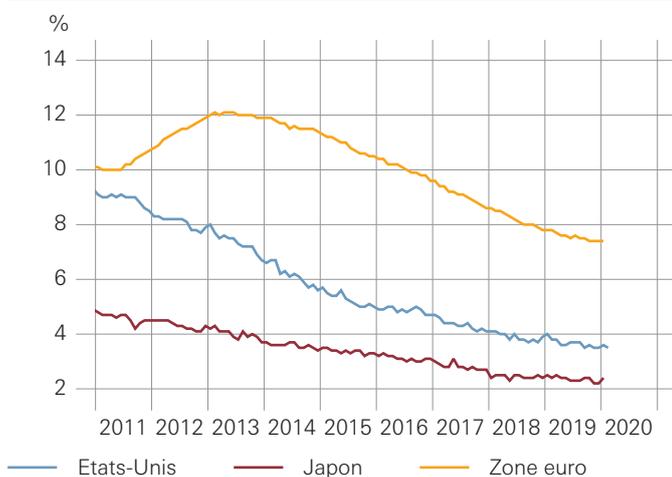
1 Correction des variations saisonnières: BNS.
Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

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

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

restrictives pour freiner la propagation du virus. Ces mesures comprennent la fermeture de restaurants, de commerces et d'écoles ainsi que le confinement partiel. Dans le courant du mois de mars, la plupart des pays européens ont pris des dispositions semblables. De plus, le trafic frontalier a été fortement limité pour les personnes. Ces mesures visent à ralentir la propagation du virus et à empêcher une surcharge du système de santé en raison de l'accroissement du nombre de patients. Ces mesures de protection freinent toutefois fortement l'activité économique. C'est pourquoi de nombreux pays ont décidé de prendre des mesures de soutien en particulier pour préserver les entreprises d'un manque de liquidités et les ménages de pertes de revenus.

Dans l'ensemble, il faut s'attendre à un net recul de la performance économique au premier semestre 2020. Dans l'hypothèse où les mesures prises contre la propagation du virus seront efficaces et où la situation des ménages et des entreprises se normalisera, il est probable qu'un redressement sensible se produira au second semestre 2020.

Ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation dans la zone euro s'est légèrement accentuée pour s'établir à 1,2% en février, tandis que l'inflation sous-jacente n'a guère changé, s'inscrivant à 1,2% (voir graphiques 2.11 et 2.12).

En mars, la BCE a adopté une série de mesures. Elle envisage de procéder jusqu'à la fin de l'année, dans le cadre de son programme d'achat de titres et en plus de ses achats mensuels à hauteur de 20 milliards d'euros, à des acquisitions supplémentaires de titres pour un montant total de 870 milliards d'euros. Elle est prête à accroître au besoin le volume de ses achats de titres. Elle effectue temporairement des opérations de refinancement à plus long terme dans le but de fournir aux banques des quantités suffisantes de liquidités. Elle assouplit les conditions relatives aux crédits spéciaux à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*) afin d'encourager les banques à octroyer des crédits à l'économie réelle. La BCE a laissé ses taux directeurs inchangés; elle entend les maintenir au niveau actuel ou les fixer à un niveau plus bas jusqu'à ce que la dynamique inflationniste soit suffisamment robuste.

JAPON

Après avoir affiché une solide évolution au cours des trimestres précédents, le PIB du Japon a reculé de 7,1% au quatrième trimestre (voir graphique 2.7), principalement à cause de l'augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et de violents typhons dans la région. La consommation privée a fortement fléchi malgré les mesures de compensation budgétaire. Les exportations et les investissements ont également baissé. Pour l'année 2019, la croissance du PIB s'est néanmoins inscrite à 0,7%, taux qui correspond au potentiel. Les effectifs ont eu tendance à continuer leur progression ces derniers mois,

et le taux de chômage est resté stable, s'établissant à 2,4% en janvier, soit à un niveau historiquement bas.

En décembre, le gouvernement avait adopté de vastes mesures conjoncturelles devant contribuer à atténuer les effets de la hausse de la TVA. A court terme toutefois, les effets négatifs découlant du coronavirus l'emporteront sur tous les autres facteurs. C'est pourquoi le gouvernement a décidé, en février et en mars, de mettre en œuvre de premiers trains de mesures financières en faveur des ménages et des petites entreprises. D'autres mesures de soutien sont prévues.

Ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation s'est légèrement redressée pour s'inscrire à 0,4% en février, tandis que l'inflation sous-jacente a peu varié, affichant un taux de 0,2% (voir graphiques 2.12 et 2.13). L'inflation devrait demeurer atone à court terme en raison du programme de formation gratuite lancé par le gouvernement. Etablies à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont eu tendance à stagner et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation que la banque centrale a fixé à 2%.

En ce qui concerne le coronavirus, la Banque du Japon a adopté mi-mars des mesures susceptibles de rendre l'octroi de crédits aux PME plus facile pour les banques. Elle a décidé en outre d'accroître l'acquisition d'obligations d'entreprises et d'ETF dont les parts peuvent faire l'objet d'un négoce. Elle a maintenu ses taux directeurs à leurs niveaux actuels. Elle est prête à prendre au besoin de nouvelles mesures d'assouplissement.

CHINE

En Chine, le PIB a encore progressé de 5,9% au quatrième trimestre (voir graphique 2.8). Fin 2019, l'utilisation des capacités de production était quasiment normale dans l'ensemble de l'économie. Le PIB a progressé de 6,1% sur l'ensemble de l'année, soit un peu plus lentement que l'année précédente, principalement en raison d'une production industrielle plus faible.

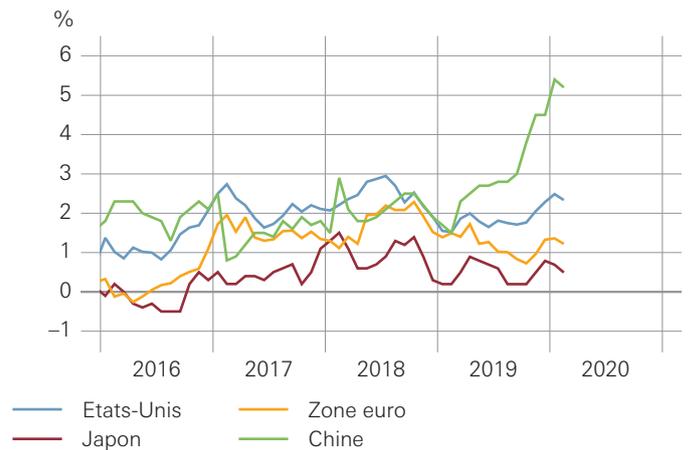
Une évolution positive a été signalée en ce qui concerne les tensions commerciales avec les Etats-Unis. A la suite d'un accord commercial signé en janvier («accord de phase 1»), les droits de douane américains sur les biens chinois ont baissé quelque peu. En contrepartie, la Chine devrait augmenter ses importations de biens et de services en provenance des Etats-Unis. Cet accord porte également sur la protection de la propriété intellectuelle et sur le transfert de technologie.

Compte tenu de la propagation du coronavirus, le gouvernement a mis en place de vastes mesures de quarantaine en janvier déjà. Après qu'un pic a été atteint début février, le nombre de nouvelles infections a progressivement diminué grâce aux mesures de quarantaine. Ainsi, à en juger par les indicateurs, un recul très marqué

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

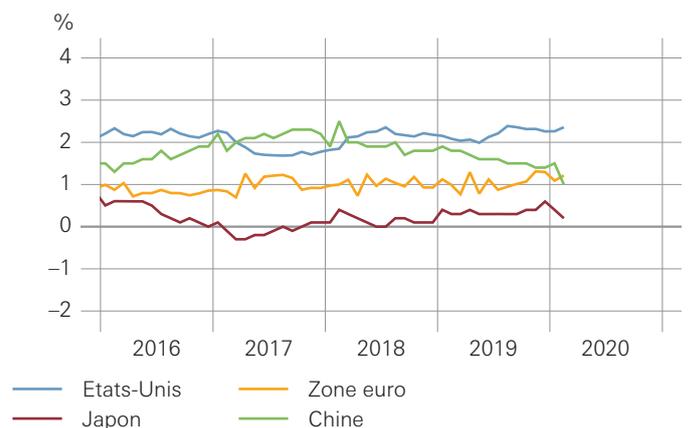


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

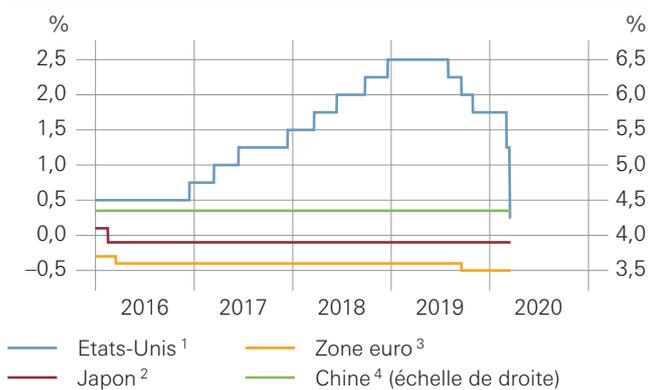
Variation par rapport à l'année précédente



¹ Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

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

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

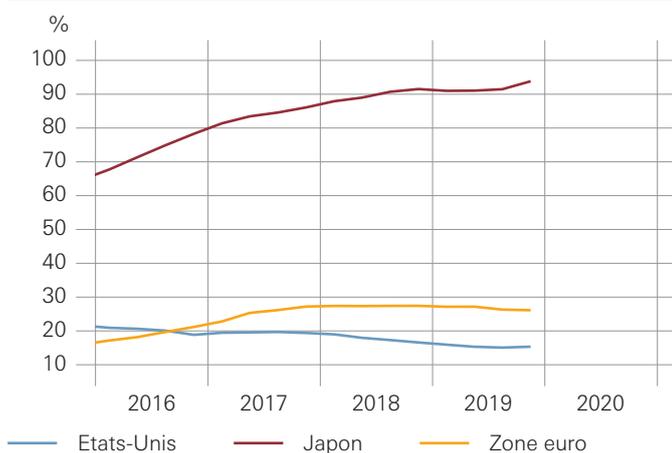
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

de la production au premier trimestre est vraisemblable. Des signes d'une reprise progressive de l'activité économique ont été enregistrés à partir de la seconde moitié de février.

La politique monétaire et budgétaire devrait stimuler la conjoncture. En 2019 déjà, le gouvernement avait baissé les impôts des entreprises et des particuliers; après l'apparition du virus, il a provisoirement exonéré les entreprises de certaines taxes et de différents impôts. Ces derniers mois, et plus particulièrement ces dernières semaines, qui ont été marquées par les répercussions dues au coronavirus, la banque centrale de Chine a mis des liquidités supplémentaires à la disposition des banques commerciales, entraînant un repli des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

La hausse des prix à la consommation s'est poursuivie pour s'inscrire à 5,2% en février (voir graphique 2.11). Cette accélération a découlé d'une augmentation des prix des denrées alimentaires, notamment de la viande de porc, qui coûte plus cher en raison d'un épisode de grippe porcine. L'inflation sous-jacente a baissé et s'est établie à 1% (voir graphique 2.12).

BRÉSIL, INDE ET RUSSIE

Au Brésil, la croissance est demeurée solide au quatrième trimestre, tirée principalement par une consommation plus forte et une légère reprise des exportations. En Inde, la croissance du PIB est restée inférieure à son potentiel à cause des problèmes du secteur bancaire, la réticence des banques à octroyer des crédits continuant de peser sur les investissements et la consommation privée. En Russie, la faible évolution des exportations se sera vraisemblablement traduite par une quasi-stagnation de l'économie.

La conjoncture de ces trois pays pâtira à court terme de la demande plus faible en provenance de l'étranger. Au Brésil, la politique monétaire expansionniste et les réformes économiques devraient être bénéfiques sur le plan conjoncturel. En Inde aussi, la politique expansionniste devrait soutenir l'économie, après que les taux directeurs et les impôts des entreprises ont fait l'objet de baisses significatives l'an passé. La Russie souffrira à court terme d'un prix du pétrole nettement plus bas. D'une manière générale, les économies émergentes devraient elles aussi ressentir fortement les effets des pertes enregistrées au niveau mondial en rapport avec l'activité économique.

3 Evolution économique en Suisse

L'économie suisse a poursuivi sa croissance modérée au quatrième trimestre. Selon les premières estimations, le PIB a progressé de 1,3%. Pour l'ensemble de l'année 2019, les chiffres provisoires indiquent une croissance du PIB de 0,9%, contre 2,8% l'année précédente. Ce ralentissement de la croissance est toutefois surévalué du fait que les grands événements sportifs internationaux qui s'étaient déroulés en 2018 n'ont plus eu lieu en 2019.

La conjoncture a tout d'abord connu une évolution favorable au début de l'année. La plupart des indicateurs et des enquêtes de confiance laissaient présager une relance progressive de la croissance. L'évolution sur le marché du travail est également restée positive.

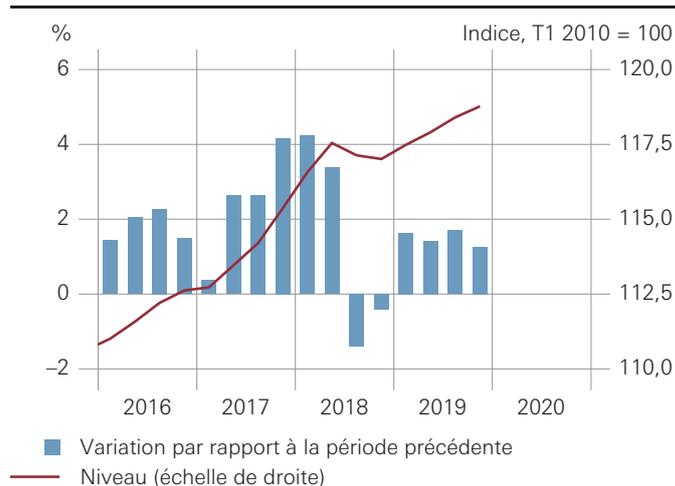
La propagation mondiale du coronavirus a toutefois considérablement assombri les perspectives de court terme également en Suisse. En décembre, la Banque nationale tablait encore sur une croissance comprise entre 1,5% et 2% pour 2020. Cependant, le net repli conjoncturel à l'échelle mondiale et les mesures adoptées pour endiguer le virus entraîneront un recul prononcé de l'activité économique au premier semestre. Dès que les mesures prises en Suisse et dans les autres pays pourront être levées, l'activité économique devrait certes amorcer un retour progressif à la normale. Même dans cette hypothèse, il est cependant probable que la croissance du PIB suisse sera négative sur l'année 2020 prise dans son ensemble. Le retour à la normale à partir du second semestre pourrait alors déboucher sur une croissance forte en 2021.

PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. Conformément aux prévisions, le PIB a affiché une hausse modérée au quatrième trimestre. Une analyse plus exhaustive des indicateurs conjoncturels montre que la dynamique s'est quelque peu accélérée vers la fin 2019 et est restée positive au début de 2020. La situation a fondamentalement changé à partir de mars. La propagation rapide du coronavirus, le renforcement des mesures destinées à l'endiguer et le sentiment d'incertitude croissant ont mis les entreprises suisses de plus en plus sous pression. Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale au cours de la deuxième semaine de mars ont clairement mis en évidence l'inquiétude grandissante.

Graphique 3.1

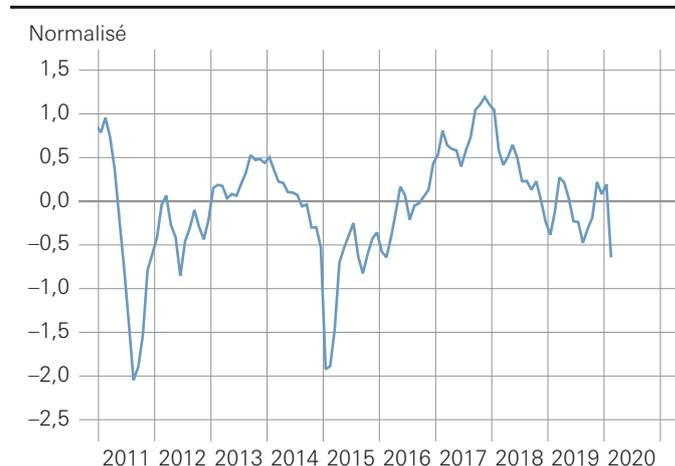
PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

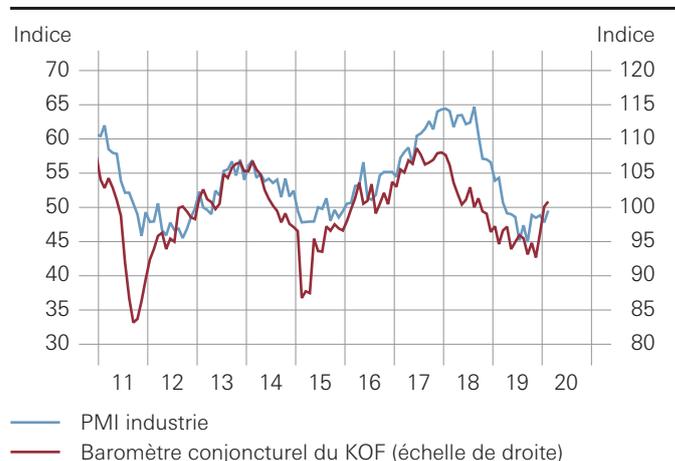
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

Evolution modérée du PIB au 4^e trimestre

D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB s'est accru de 1,3% (voir graphique 3.1). Les services, en particulier le commerce de gros et de détail qui avaient repris un peu d'élan récemment, ont été le principal moteur. La création de valeur s'est aussi sensiblement accrue dans la construction. Elle a en revanche stagné dans l'industrie manufacturière, alors qu'elle avait enregistré une forte croissance au cours des trimestres précédents.

Au quatrième trimestre, la croissance a surtout été portée par la demande intérieure finale. Les investissements en biens d'équipement ont connu l'expansion la plus forte. Le commerce extérieur, en revanche, a perdu de sa vigueur; les exportations ont stagné, tandis que les importations ont accusé un repli marqué.

Les estimations pour le quatrième trimestre étant disponibles, les premiers chiffres annuels provisoires pour 2019 sont désormais connus: le PIB a progressé de 0,9% en moyenne annuelle, soit nettement moins que l'année précédente (2,8%). Le ralentissement de la croissance observé en 2019 est toutefois surévalué du fait que les grands événements sportifs internationaux qui s'étaient déroulés en 2018 n'ont plus eu lieu en 2019. En données corrigées de l'influence des manifestations sportives, la croissance est passée de 2,3% en 2018 à 1,4% en 2019.

Comme l'année précédente, l'industrie manufacturière a été le principal moteur de croissance.

Indicateurs conjoncturels favorables avant l'apparition du coronavirus

La prise en compte d'un large éventail d'informations montre que la conjoncture a de nouveau connu une évolution plus favorable fin 2019 et au début de l'année 2020 après le ralentissement enregistré courant 2019. C'est ce qui ressort par exemple de l'indice conjoncturel de la BNS, qui offre une vue exhaustive de l'évolution de la conjoncture (voir graphique 3.2). Jusqu'en janvier, l'indice était proche de zéro, ce qui correspond à une croissance moyenne. En février, il est toutefois redevenu clairement négatif, un recul qui s'explique par la détérioration des chiffres relatifs à l'étranger et des indicateurs des marchés financiers en raison du coronavirus.

Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font apparaître une solide croissance économique jusqu'à début mars (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss). Le baromètre du KOF et le PMI de l'industrie manufacturière ont également affiché une évolution positive (voir graphique 3.3). Néanmoins, tous ces indicateurs ne reflètent pas encore les répercussions du coronavirus en Europe.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2016	2017	2018	2019	2018				2019			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,2	1,0	1,4	1,4	0,8	1,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,3	1,2	0,3	1,3	-1,4	0,4	-0,4	1,4	2,3	0,6	2,3	2,1
Investissements	2,5	3,4	1,1	0,6	3,9	-1,8	-5,2	-1,3	6,6	-1,8	0,8	6,7
Construction	-0,2	1,5	1,2	0,4	-1,2	2,9	-0,3	-0,8	1,8	-0,7	1,1	1,5
Biens d'équipement	4,3	4,6	1,1	0,8	7,0	-4,5	-8,0	-1,6	9,5	-2,4	0,7	9,9
Demande intérieure finale	1,7	1,8	0,9	0,9	1,5	0,1	-1,4	0,4	2,9	0,4	1,0	3,0
Variation des stocks ¹	-1,4	0,0	0,6	-0,8	-5,4	5,7	-0,7	-10,5	2,6	0,9	2,0	-5,4
Exportations totales ²	6,5	3,8	4,5	2,5	16,2	-6,2	-8,3	21,7	2,3	-1,8	1,3	-0,2
Biens ²	5,9	5,2	5,9	4,7	20,6	-5,9	-13,0	40,6	-0,3	1,9	2,6	-1,8
Biens sans commerce de transit ²	5,8	5,8	4,4	4,6	6,2	3,9	-11,6	31,1	2,2	1,0	4,0	-5,8
Services	7,6	1,1	1,6	-1,9	8,0	-6,9	1,7	-9,2	8,0	-9,2	-1,4	3,4
Importations totales ²	4,4	4,4	2,4	1,3	1,5	-2,3	-11,6	4,9	11,1	-2,6	4,5	-9,3
Biens ²	3,8	5,2	6,2	1,7	6,9	0,1	-14,0	6,5	16,1	-6,7	5,2	-10,4
Services	5,5	2,8	-4,3	0,6	-8,0	-7,0	-6,4	1,8	1,6	6,3	2,9	-6,9
Commerce extérieur ³	1,6	0,2	1,4	0,8	8,3	-2,5	0,5	9,7	-3,5	0,1	-1,2	4,0
PIB	1,7	1,8	2,8	0,9	4,2	3,4	-1,4	-0,4	1,6	1,4	1,7	1,3

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

Les contacts établis avec des entreprises de différentes branches durant la deuxième semaine de mars indiquent que la marche des affaires s'est fortement détériorée en peu de temps. Le tourisme, l'hôtellerie et la restauration, l'industrie du divertissement et des loisirs, l'industrie horlogère et le segment non alimentaire du commerce de détail stationnaire ont enregistré une baisse marquée de leur chiffre d'affaires. D'autres branches tablent sur une dégradation de leur marche des affaires en raison d'effets indirects et de mesures supplémentaires imposées par les autorités.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Jusqu'à l'apparition du coronavirus en Suisse, la situation sur le marché du travail est restée favorable. Le chômage s'est maintenu à un faible niveau, et l'emploi a de nouveau progressé. D'après le SECO, les demandes de versement d'une indemnité en cas de réduction de l'horaire de travail ont rapidement augmenté depuis début mars.

Chômage stable

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) n'a guère évolué ces derniers mois. Fin février, en données corrigées des variations saisonnières, environ 106 000 personnes étaient inscrites au chômage, et le taux de chômage en données désaisonnalisées publié par le SECO s'élevait à 2,3% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de son enquête suisse sur la population active (ESPA). Cette enquête, réalisée chaque trimestre auprès des ménages, englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui du SECO. En données corrigées des variations saisonnières, il est passé de 4,3% au troisième trimestre à 4,1% au quatrième trimestre.

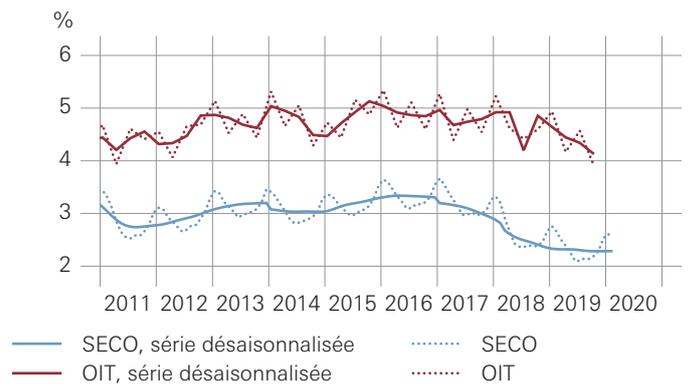
Croissance moyenne de l'emploi au 4^e trimestre

D'après la statistique de la population active occupée (SPA0), le nombre de personnes actives occupées, en données corrigées des variations saisonnières, s'est légèrement accru au quatrième trimestre, à savoir de 0,7%, soit une croissance inférieure à sa moyenne de long terme, qui s'établit à 1,1% (voir graphique 3.5). La SPA0 mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a affiché une croissance moyenne au quatrième trimestre. L'emploi a progressé tant dans les branches des services que dans la construction. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, il a légèrement reculé (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

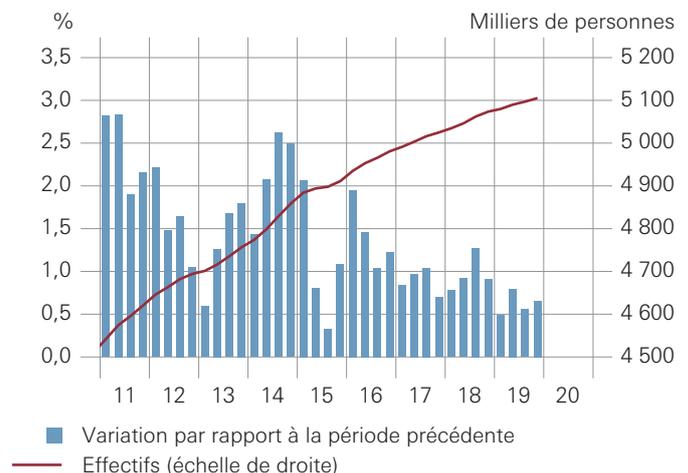
TAUX DE CHÔMAGE



SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 ainsi que les relevés structurels sur 3 ans de 2012 à 2014 et de 2015 à 2017.
OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.
Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.5

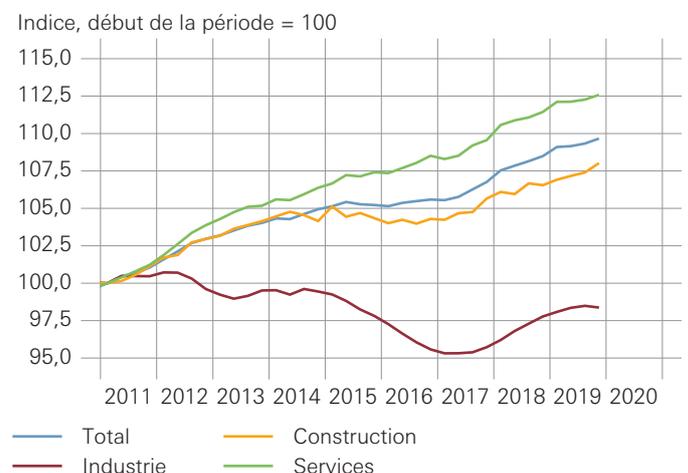
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



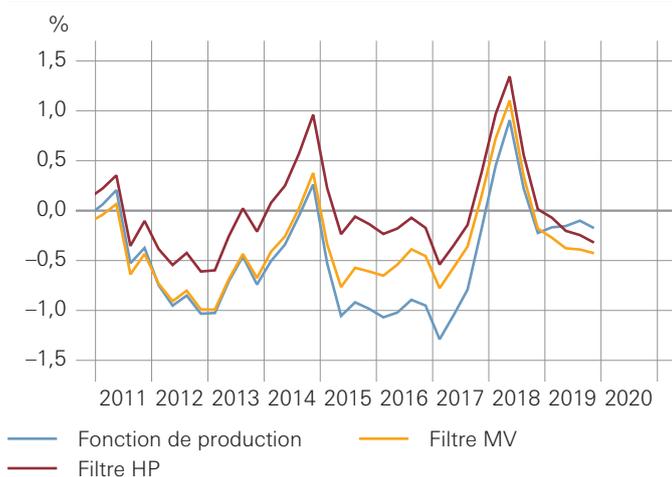
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

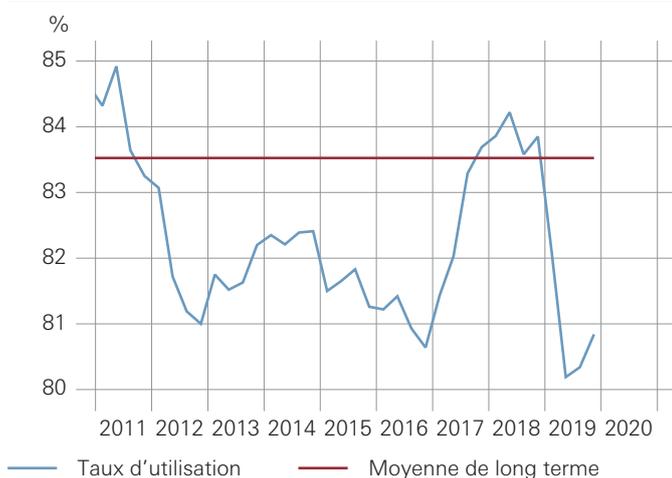
EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS



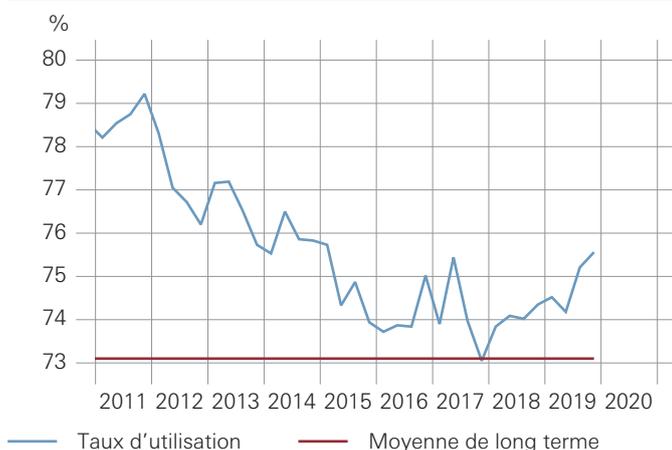
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

ÉCART DE PRODUCTION

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION

Source: KOF.

Il ressort de la simple observation des faits que les demandes de versement d'une indemnité en cas de réduction de l'horaire de travail ont sensiblement augmenté ces dernières semaines. Il faut s'attendre à une forte hausse généralisée du chômage partiel au cours des prochains mois. Pour permettre aux entreprises de recourir rapidement à cette possibilité, le délai de préavis pour le versement d'une indemnité en cas de réduction de l'horaire de travail a été réduit et le délai de carence a été ramené à un jour. Pendant la crise financière, le chômage partiel s'est révélé efficace pour empêcher un fléchissement de l'emploi sur la durée.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**Ecart de production très proche de zéro au 4^e trimestre**

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

Utilisation des capacités toujours inégale d'après les enquêtes

Les différentes enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production donnent également une image très hétérogène pour le quatrième trimestre. Elles indiquent toutefois que l'utilisation des capacités de l'économie suisse a été normale dans l'ensemble.

D'après l'enquête du KOF, l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a légèrement augmenté au quatrième trimestre et s'est établie à $80,8\%$, soit un niveau toujours nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Cette faible utilisation des capacités n'est cependant confirmée par aucune autre source. Dans cette enquête, le KOF interroge également les entreprises sur leur estimation de l'utilisation actuelle des capacités techniques. Au quatrième trimestre, celles-ci ont été jugées adéquates. Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a augmenté au quatrième trimestre et est donc resté supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les branches des services, les enquêtes indiquent aussi un taux d'utilisation des capacités techniques légèrement supérieur à la moyenne.

Le manque de personnel était encore perceptible avant l'apparition du coronavirus. Les enquêtes sur la situation de la main-d'œuvre réalisées dans les services et la construction montrent que les entreprises ont continué de rencontrer certaines difficultés pour pourvoir les postes vacants. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, la situation s'était déjà légèrement détendue ces derniers mois.

PERSPECTIVES

La propagation rapide du coronavirus a considérablement assombri les perspectives de court terme en Suisse. En décembre, la Banque nationale tablait encore sur une croissance comprise entre 1,5% et 2% pour 2020. Cependant, le net repli conjoncturel à l'échelle mondiale et les mesures adoptées pour endiguer le virus entraîneront, en Suisse aussi, un recul prononcé de l'activité économique au premier semestre. Dès que les mesures prises en Suisse et dans les autres pays pourront être levées, l'activité économique devrait certes amorcer un retour progressif à la normale. Même dans cette hypothèse, il est cependant probable que la croissance du PIB suisse sera négative sur l'année 2020 prise dans son ensemble. Le retour à la normale à partir du second semestre pourrait alors déboucher sur une croissance forte en 2021.

Graphique 3.10

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

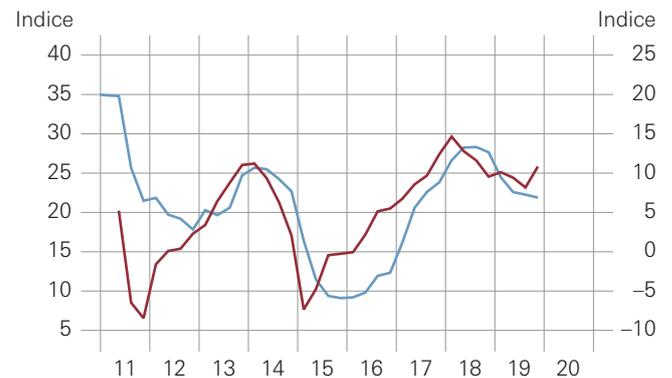


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 3.11

MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



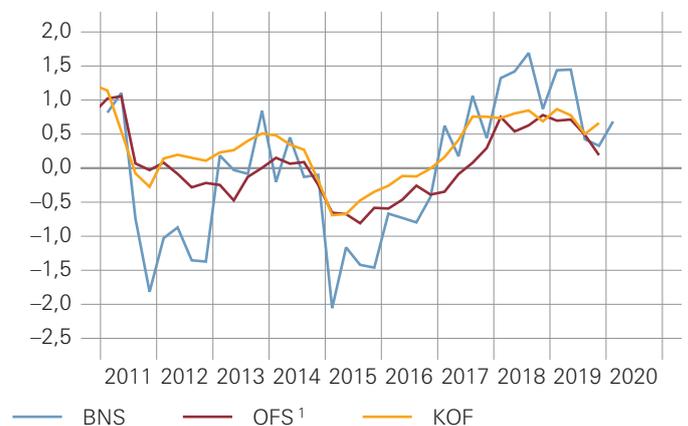
— Evaluation
— Evolution attendue les 6 prochains mois (échelle de droite)

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.

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), qui affichait un repli progressif depuis le milieu de l'année 2018, s'est stabilisé autour de zéro pendant les premiers mois de l'année 2020. Comme les trimestres précédents, l'inflation sous-jacente est relativement stable, basse mais positive, à un niveau supérieur au renchérissement mesuré par l'IPC.

Les anticipations d'inflation à court et à moyen termes sont demeurées largement inchangées au premier trimestre. Elles restent dans la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix, définie comme une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Les données disponibles sur les prix comme les résultats des enquêtes ne reflètent les conséquences de la propagation mondiale du coronavirus que de manière limitée.

PRIX À LA CONSOMMATION

Faible taux de renchérissement annuel

Ces six derniers mois, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a fluctué autour de zéro (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Il s'inscrivait à 0,2% en janvier, mais est redevenu négatif (-0,1%) en février. Ce mois-là, seuls les services privés et les loyers des logements ont contribué positivement à la progression annuelle de l'IPC.

Baisse des prix des biens et services importés

Le renchérissement des biens et services importés est demeuré en zone négative, et s'est inscrit à -1% en février, ce qui s'explique tant par les prix des produits pétroliers que par ceux des autres produits importés (voir graphique 4.1).

Légère augmentation des prix des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses est demeuré légèrement positif, s'établissant à 0,2% en février (voir graphique 4.2). Cette évolution tient principalement à la progression des loyers. Le renchérissement des biens et services suisses hors loyers est resté proche de zéro.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2019					2020		
	2019	T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice total	0,4	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1
Biens et services suisses	0,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2
Biens	0,6	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,2	-0,4
Services	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
Services privés (hors loyers des logements)	0,7	0,7	0,9	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4
Loyers des logements	0,5	0,4	0,5	0,5	0,8	1,0	1,0	1,1
Services publics	-0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8
Biens et services importés	0,0	0,7	0,6	-0,1	-1,2	-0,7	-0,2	-1,0
Hors produits pétroliers	0,4	0,6	0,7	0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Produits pétroliers	-2,7	1,1	0,1	-4,0	-7,4	-3,1	2,2	-3,3

Sources: BNS et OFS.

Accentuation de la hausse des loyers, mais baisse du taux d'intérêt de référence

La progression des loyers s'est un peu accélérée en février pour s'établir à 1,1%. En revanche, le taux d'intérêt de référence, qui correspond au taux moyen des créances hypothécaires en francs accordées par les banques résidentes et sert de base pour l'adaptation des loyers, a reculé en mars, passant de 1,5% à 1,25% (voir graphique 4.3). En général, une baisse du taux d'intérêt de référence a un effet modérateur sur l'indice des loyers, avec un décalage de quelques mois.

Inflation sous-jacente encore supérieure à la progression annuelle de l'IPC

Dans l'ensemble, les taux d'inflation sous-jacente n'ont guère varié depuis l'automne 2017. Ils restent supérieurs au renchérissement mesuré par l'IPC (voir graphique 4.4). En février, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) était de 0,3%. Elle n'était supérieure à zéro que du fait de la progression des loyers. L'inflation sous-jacente établie par l'OFS (OFS1) était légèrement inférieure, s'inscrivant à 0,2%.

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

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

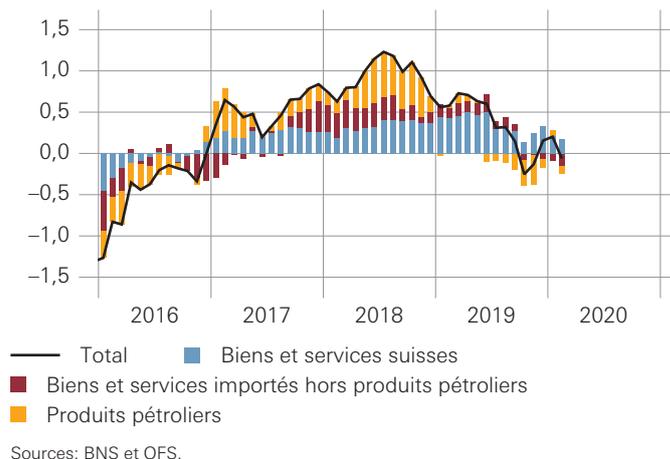
Faible progression des prix de l'offre totale

La progression annuelle des prix de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation) s'inscrivait à -2,1% en février 2020, alors qu'elle était encore de -2,5% en novembre 2019 (voir graphique 4.5). Cette évolution a été portée principalement par les prix à l'importation. Les prix à la production sont, quant à eux, restés relativement stables.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

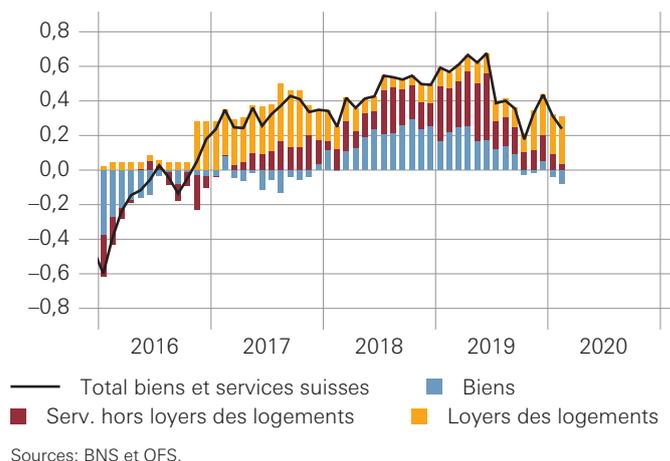
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.2

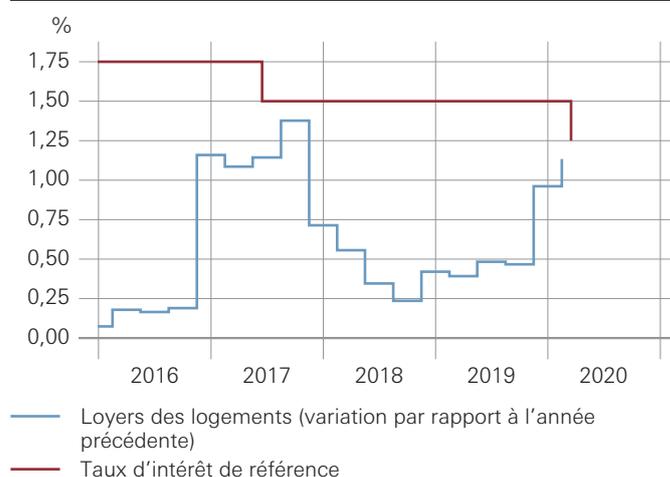
IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

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



Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS



INFLATION SOUS-JACENTE

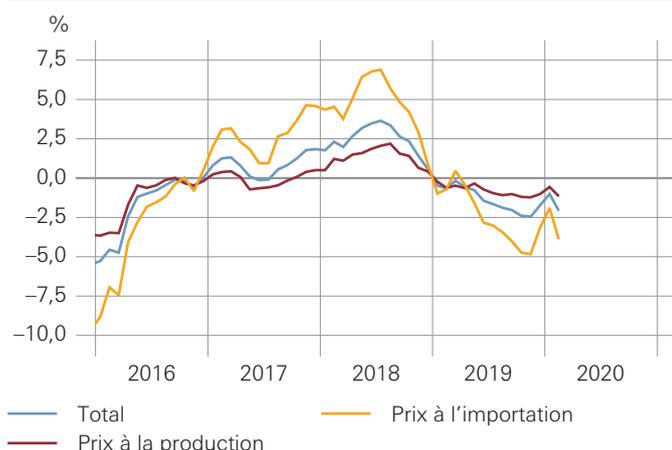
Variation par rapport à l'année précédente



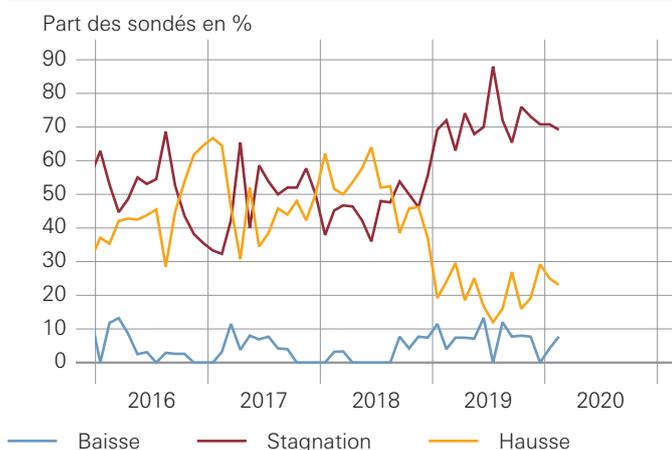
Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

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

Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

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

Les anticipations d'inflation à court terme n'ont guère changé ces derniers mois et sont restées dans la zone positive. Les anticipations à moyen terme s'inscrivaient à un niveau un peu plus élevé. D'après les enquêtes et les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale, les anticipations d'inflation demeurent conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%. Lorsque ces enquêtes et entretiens ont été conduits, les conséquences attendues du coronavirus sur la conjoncture suisse étaient encore limitées.

Anticipations d'inflation à court terme légèrement supérieure à zéro

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, la grande majorité des analystes interrogés en février 2020 tablaient sur des taux d'inflation inchangés au cours des six mois suivants, près d'un quart s'attendaient à une hausse, et très peu à une baisse des taux d'inflation (voir graphique 4.6). Le renchérissement annuel mesuré par l'IPC était de 0,2% en janvier. Les analystes interrogés pensaient que l'inflation serait similaire dans les six mois suivant l'enquête.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprise de tous les secteurs économiques suggèrent également des anticipations d'inflation à court terme inchangées et légèrement positives. Au premier trimestre 2020, les personnes interrogées estimaient que le renchérissement annuel moyen serait de 0,4% pour les six à douze mois suivants, contre 0,3% au trimestre précédent.

L'enquête trimestrielle effectuée par le SECO auprès des ménages indique qu'un peu plus de la moitié des personnes interrogées en janvier 2020 s'attendaient à une hausse des prix dans les douze mois, tandis que 41% tablaient sur des prix inchangés et à peine 6% sur une baisse. Cette dernière part a légèrement reculé depuis l'enquête d'octobre.

Anticipations à moyen terme légèrement supérieures à celles à court terme

Les anticipations d'inflation à moyen terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Comme au trimestre précédent, les chefs d'entreprise interrogés par les délégués de la BNS au premier trimestre 2020 s'attendaient à un taux d'inflation de 0,7% dans les trois à cinq ans.

5

Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 12 décembre 2019, la BNS a décidé de maintenir inchangé son taux directeur et a confirmé le cap de sa politique monétaire. Celle-ci a ainsi continué de reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

La propagation du coronavirus dans le monde entier a placé la société et l'économie devant des défis exceptionnels. L'incertitude fortement accrue a conduit à une chute des cours des actions à l'échelle internationale et contribué à la volatilité des taux d'intérêt sur le marché des capitaux. Sur le marché des changes, le franc s'est raffermi face à l'euro et au dollar des Etats-Unis.

Les taux de croissance des agrégats monétaires M1 et M2 ont reculé au cours du dernier trimestre. Les crédits bancaires ont continué à afficher une croissance modérée.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS LE DERNIER EXAMEN

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 12 décembre 2019, la BNS a confirmé le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle 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. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

L'adaptation de la méthode de calcul du montant exonéré au 1^{er} novembre 2019 s'est traduite par une hausse sensible des montants exonérés au niveau du système bancaire et par une pression temporaire à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. Comme elle l'avait déjà fait début novembre, la BNS a effectué à la fin du mois de décembre, sur une base bilatérale, des opérations de réglage fin sous la forme de pensions de titres. Elle a ainsi fait en sorte que les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire gagé demeurent proches du taux directeur de la BNS.

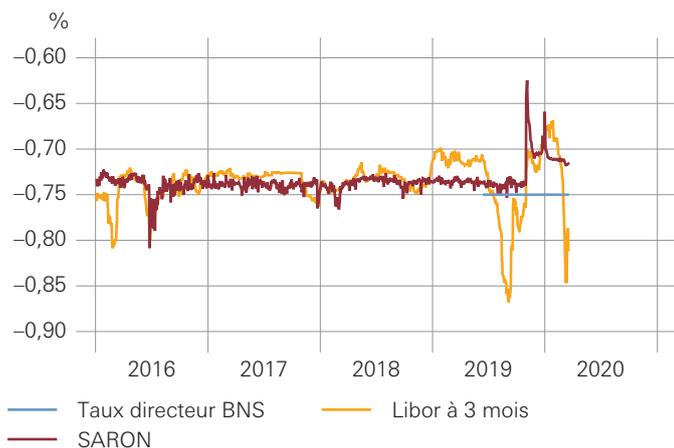
Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de décembre 2019, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté dans leur ensemble. Dans la semaine du 9 au 13 mars 2020 (la dernière semaine avant l'examen de mars 2020), ils portaient sur 603 milliards de francs et étaient donc supérieurs à leur niveau de la semaine qui avait précédé l'examen de mi-décembre 2019 (587,8 milliards). Entre décembre 2019 et mars 2020, ils s'établissaient en moyenne à 590,9 milliards de francs, dont 503,6 milliards sous forme d'avoirs en comptes de virement de banques résidentes et 87,3 milliards, sous forme d'autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 18,3 milliards de francs pour la période allant du 20 novembre 2019 au 19 février 2020. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 491,3 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 474,3 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

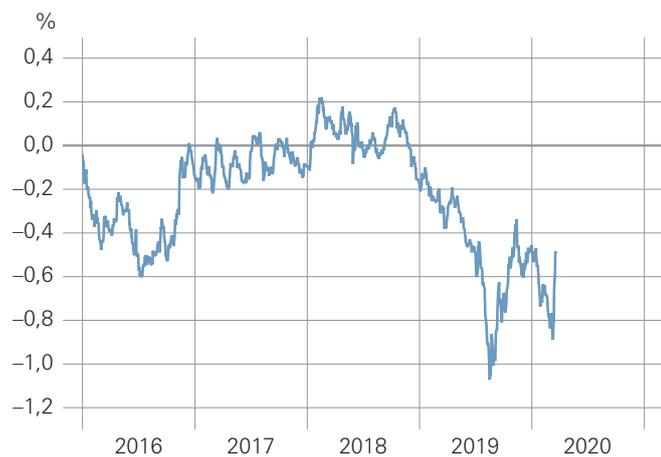
TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

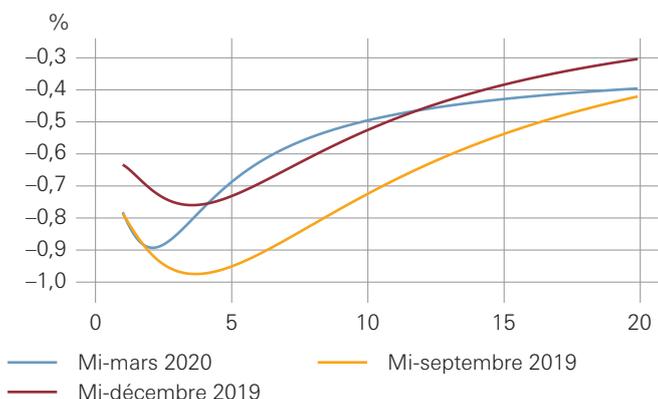


Source: BNS.

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 LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt largement inchangés sur le marché monétaire

Dans l'ensemble, les taux du marché monétaire sont demeurés proches du taux directeur de la BNS les trois derniers mois. Toutefois, l'adaptation de la méthode de calcul du montant exonéré de l'intérêt négatif a entraîné une légère hausse de la volatilité en novembre et en fin d'année (voir graphique 5.1). Le SARON a quelque peu augmenté par intermittences durant ces périodes. Il s'inscrit toutefois actuellement à $-0,71\%$, soit à un niveau proche du taux directeur de la BNS fixé à $-0,75\%$.

Taux d'intérêt volatils sur le marché des capitaux

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire en décembre 2019, les taux d'intérêt à long terme ont baissé parfois sensiblement. Ils sont toutefois remontés en mars, si bien que les rendements des emprunts de la Confédération à dix ans s'élevaient à environ $-0,5\%$ à la mi-mars, retrouvant à peu près leur niveau de la mi-décembre (voir graphique 5.2).

Les fluctuations reflètent pour l'essentiel des facteurs d'ordre international, notamment l'évolution de la propension au risque des agents économiques dans le contexte de la propagation du coronavirus. Cela est également vrai des rendements des obligations d'Etat d'autres grands pays industrialisés.

Peu de changements dans la courbe des rendements

La courbe des rendements des obligations de la Confédération s'est un peu déplacée vers le bas depuis l'examen de décembre 2019 (voir graphique 5.3), tout en s'aplatissant encore pour les durées les plus longues. Ces rendements demeuraient négatifs à la mi-mars pour toutes les échéances présentées dans le graphique. Ceux des obligations à moins de quatre ans s'établissaient en dessous du niveau actuel du taux directeur de la BNS, fixé à $-0,75\%$.

Niveau toujours bas des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels sont déterminants pour les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. Ils se situaient toujours à un niveau très bas durant le trimestre sous revue étant donné que les rendements nominaux des emprunts de la Confédération s'inscrivaient nettement en zone négative, tandis que les anticipations d'inflation ressortant des enquêtes demeuraient positives.

COURS DE CHANGE

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

Depuis l'examen de décembre 2019, le franc s'est sensiblement apprécié face à l'euro (voir graphique 5.4). Un euro coûtait ainsi 1,06 franc à la mi-mars. Le renforcement du franc reflète notamment la faible propension au risque sur les marchés financiers. Au cours du dernier trimestre, les inquiétudes au sujet de la propagation du coronavirus ont en particulier fortement accru l'incertitude sur ces marchés. Dans un tel contexte, les cours des actions ont chuté, tandis que le franc s'est apprécié du fait qu'il est perçu comme une valeur refuge.

Le franc a enregistré des fluctuations relativement faibles par rapport au dollar des Etats-Unis sur de longues périodes du trimestre sous revue. Les abaissements exceptionnels du taux directeur et d'autres mesures expansionnistes prises par la Réserve fédérale américaine en mars ont toutefois contribué à une dépréciation du dollar des Etats-Unis face au franc depuis l'examen de décembre.

Accroissement de la valeur extérieure du franc en termes nominaux

La valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérée par le commerce extérieur a considérablement augmenté depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire (voir graphique 5.5). Cette appréciation reflète la fermeté générale du franc face à pratiquement toutes les principales monnaies.

Valeur extérieure toujours élevée en termes réels

L'appréciation nominale du franc s'est accompagnée d'un accroissement de sa valeur extérieure en termes réels, laquelle a atteint en février 2020 des valeurs comparables à celles qui avaient été enregistrées en août 2019 (voir graphique 5.6). Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc est à un niveau élevé.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



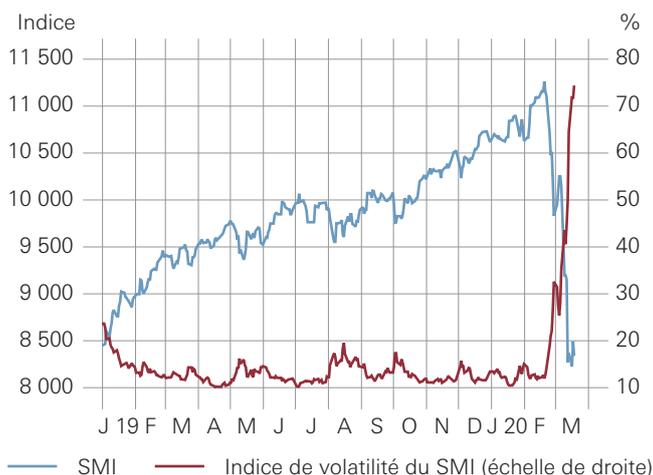
Source: BNS.

Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

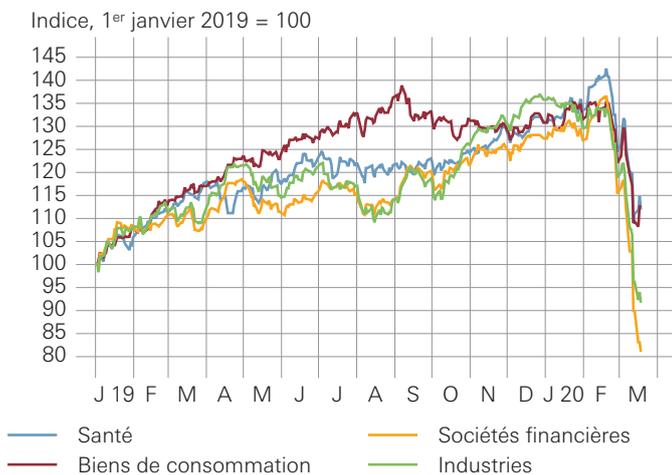


Source: BNS.

COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

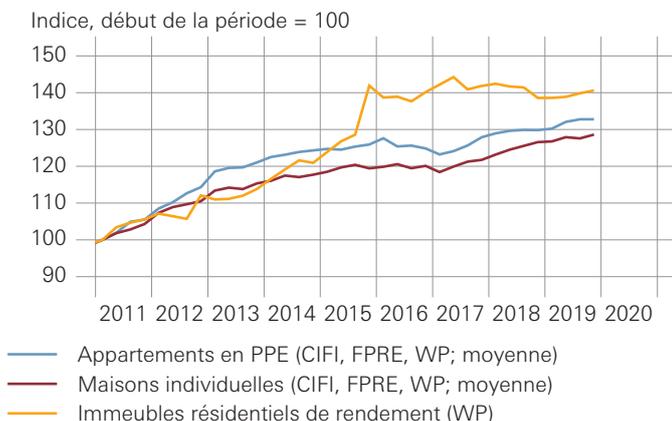
SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DE TRANSACTION POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER**Cours des actions sous la pression des risques mondiaux**

Début 2020, les cours des actions des plus grandes entreprises suisses ont poursuivi leur évolution positive de l'année précédente. En février, le Swiss Market Index (SMI) a atteint momentanément un nouveau pic historique (voir graphique 5.7). Toutefois, la baisse de la propension au risque liée à la propagation du coronavirus a entraîné fin février une correction marquée des cours. En mars, les cours des actions ont chuté. Le SMI s'inscrivait à la mi-mars environ 19% au-dessous du niveau enregistré lors de l'examen de décembre 2019.

Incertitude croissante 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'évaluation de l'incertitude sur le marché des actions par les agents économiques (voir graphique 5.7). Après avoir peu varié au début du premier trimestre, il a connu une hausse soudaine et prononcée au mois de février. Cette évolution reflète un schéma classique: un recul de l'incertitude tend à s'accompagner d'une hausse des cours des actions, tandis qu'un accroissement de l'incertitude entraîne généralement une baisse des cours.

Evolution contrastée des indices sectoriels

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Ces sous-indices ont commencé à évoluer de manière divergente dès l'apparition des premières inquiétudes concernant les répercussions du coronavirus sur les chaînes de production mondiales. Les cours des actions des entreprises industrielles ont réagi en premier et ont fléchi le plus fortement. Les cours des actions des entreprises du domaine de la santé s'en sont le mieux sortis par rapport aux autres branches.

Hausse modérée des prix de l'immobilier résidentiel

Les prix de transactions pour l'immobilier résidentiel ont connu, dans l'ensemble, une hausse modérée au quatrième trimestre 2019 (voir graphique 5.9). Si l'on remonte un peu plus loin dans le passé, on constate que les prix de transactions des appartements en propriété par étage (PPE) et des maisons individuelles ont poursuivi leur tendance à la hausse, mais de façon atténuée. En revanche, les prix des immeubles résidentiels de rendement restent pratiquement inchangés par rapport à fin 2015 en raison d'une hausse du taux de vacance et d'une extension de l'offre.

Monnaie centrale pratiquement inchangée

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, n'a guère progressé depuis le mois de novembre 2019 et s'inscrivait en février 2020 à 584,8 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Les autres avoirs détenus en comptes de virement à la BNS ont enregistré de faibles fluctuations depuis novembre. Le total des avoirs à vue à la BNS a peu varié entre novembre et février.

Ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large

La croissance de la monnaie au sens large a fléchi ces derniers mois. En février 2020, l'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) était inférieur de 0,3% au niveau auquel il s'était inscrit un an plus tôt (voir tableau 5.1). L'agrégat monétaire M2 (M1 et dépôts d'épargne) a reculé de 0,8%, tandis que l'agrégat monétaire M3 (M2 et dépôts à terme) est demeuré pratiquement inchangé sur la même période.

Les agrégats monétaires ont enregistré au dernier trimestre 2019 un net ralentissement de leur croissance alors que celle-ci était supérieure à celle des crédits depuis plusieurs années. Ce ralentissement est conforme à l'évolution des taux d'intérêt à long terme, car la croissance des agrégats monétaires réagit de manière plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt à long terme que la croissance des crédits. Les agrégats monétaires ont vu leur croissance s'accroître au premier semestre 2019 du fait du recul des taux d'intérêt, alors que leur croissance a ralenti au second semestre 2019 en raison du redressement des taux.

Croissance des crédits presque inchangée

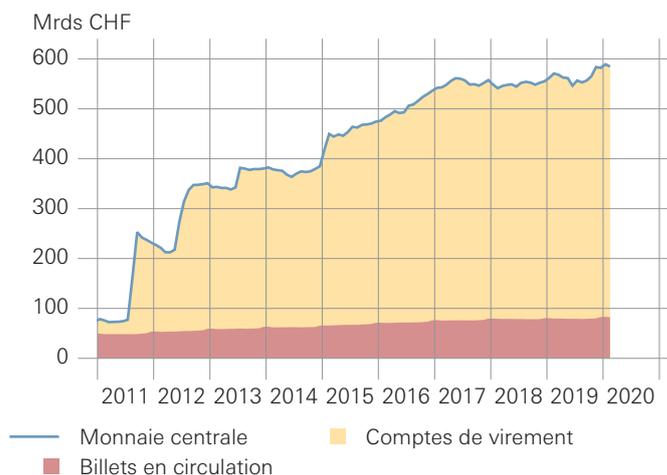
Au quatrième trimestre 2019, l'encours des crédits bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) s'était accru de 3,3% en un an. Au trimestre précédent, la progression annuelle était de 3,4%. La croissance des crédits est ainsi demeurée presque inchangée (voir tableau 5.1).

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'encours des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont affiché une croissance de 3,3% au quatrième trimestre 2019 par rapport à la même période de l'année précédente. Le rythme de croissance des prêts hypothécaires a ainsi légèrement baissé depuis mi-2019 (voir graphique 5.11).

Le bas niveau des taux continue à soutenir la demande de prêts hypothécaires. Le taux des prêts hypothécaires à dix ans a poursuivi la baisse amorcée à l'automne 2018 et s'inscrivait à 1,2% en janvier 2020, soit à un niveau très légèrement supérieur au plus bas observé en août 2019.

Graphique 5.10

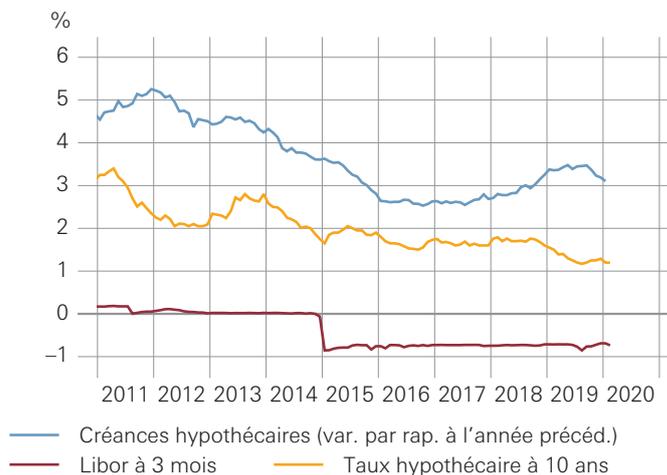
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

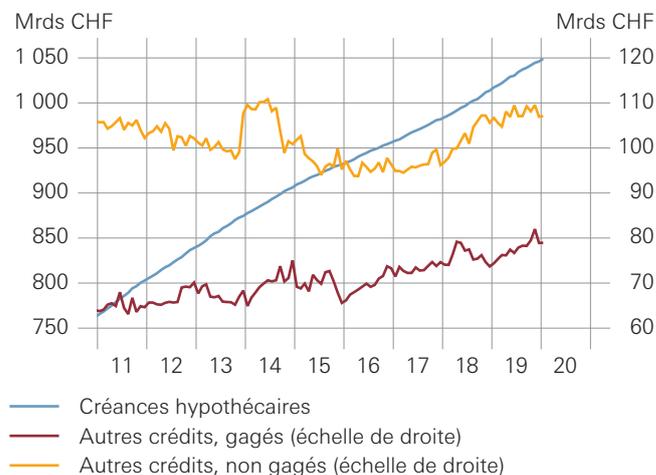
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT



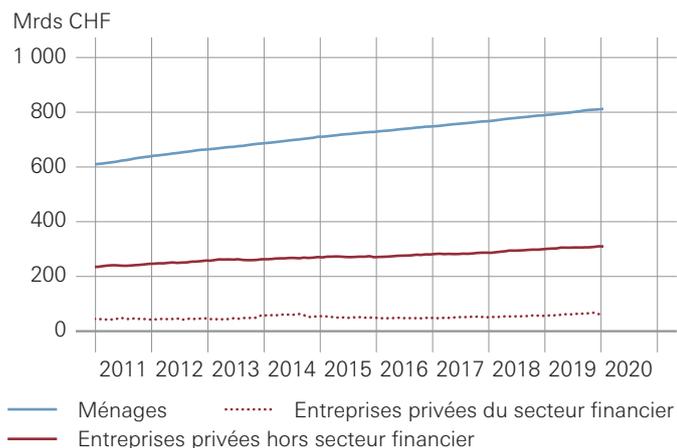
Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Source: BNS.

Les autres crédits ont évolué de façon nettement plus volatile que les prêts hypothécaires (voir graphique 5.12). Au quatrième trimestre 2019, ces crédits ont progressé de 3,7% en comparaison annuelle, contre 3,4% au trimestre précédent. Cette légère accélération s'explique par la part gagée des autres crédits, la croissance de la part non gagée ayant ralenti.

Croissance des crédits par secteurs

Tant les ménages que les entreprises non financières ont continué à bénéficier de conditions de financement avantageuses, ce qui s'est traduit par une progression constante des crédits bancaires accordés à ces deux segments de clientèle importants (voir graphique 5.13).

Fin décembre 2019, les crédits aux ménages, constitués à 95% de prêts hypothécaires, dépassaient de 22,1 milliards de francs, ou de 2,8%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux sociétés non financières (comprenant 78% de prêts hypothécaires) ont augmenté de 10,8 milliards de francs (+3,6%) sur la même période. Quant aux crédits aux sociétés financières, qui portent sur un volume bien plus faible et sont plus volatils, ils ont progressé de 6,7 milliards de francs, soit de 11,9%. Ils sont composés à 36% de prêts hypothécaires.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2019	2019				2019	2020	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
M1	4,1	5,3	5,4	4,4	1,5	0,6	-0,2	-0,3
M2	2,7	3,3	3,7	3,0	0,9	0,1	-0,6	-0,8
M3	2,9	3,6	3,7	3,0	1,4	0,7	0,0	0,0
Crédits bancaires, total ^{1,3}	3,4	3,6	3,3	3,4	3,3	3,3	3,0	
Créances hypothécaires ^{1,3}	3,4	3,4	3,4	3,5	3,3	3,2	3,1	
Ménages ^{2,3}	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	5,3	5,2	5,6	5,5	4,8	4,7	4,4	
Autres crédits ^{1,3}	3,6	4,6	2,7	3,4	3,7	3,6	2,7	
gagés ^{1,3}	2,0	0,7	-2,1	2,8	7,1	7,1	6,1	
non gagés ^{1,3}	4,8	7,6	6,5	3,8	1,4	1,3	0,4	

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

1^{er} trimestre 2020

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, 243 entretiens ont
eu lieu avec des représentants d'entreprises entre mi-janvier
et début mars.

Régions

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

Délégués

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

L'essentiel en bref

- Les entretiens ont eu lieu entre le 15 janvier et le 2 mars. La propagation du coronavirus ne s'est reflétée dans les entretiens qu'au cours de la dernière semaine du mois de février. L'incertitude pour les chefs d'entreprise s'est dès lors fortement accrue. A ce stade, toutefois, aucune répercussion sur les chiffres d'affaires n'avait encore été constatée.
- D'après les entretiens, l'économie suisse a connu un léger regain de vigueur jusqu'à fin février.
- La pression sur les marges bénéficiaires a quelque peu reculé grâce à l'augmentation des chiffres d'affaires.
- Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures a été conforme à la normale jusqu'à fin février. Dans l'industrie, elle est restée légèrement inférieure à la moyenne.
- Jusqu'à la dernière semaine de février, les chefs d'entreprise tablaient sur une hausse modérée des chiffres d'affaires et de l'emploi pour les deux prochains trimestres. Ensuite, les estimations se sont dégradées en raison des craintes suscitées par le coronavirus. La fragilité de la conjoncture mondiale et l'évolution des cours de change ont également été source d'incertitudes.
- Addendum: des entretiens supplémentaires menés entre le 10 et le 13 mars avec les entreprises et les associations faitières révèlent en outre que la situation s'est fortement détériorée en un laps de temps très court du fait du coronavirus. D'autres branches qui ne sont pas encore directement concernées s'attendent à un net ralentissement de la marche des affaires au cours des semaines à venir (voir en page 31 l'enquête spéciale menée du 10 au 13 mars au sujet des répercussions du coronavirus).

SITUATION ACTUELLE

Evolution solide de l'activité économique jusqu'à l'apparition du coronavirus

Pour un grand nombre d'entreprises, la marche des affaires a enregistré une évolution favorable en début d'année. D'après les entretiens menés avec les chefs d'entreprise jusqu'au début du mois de mars, l'économie suisse a connu un léger regain de vigueur au cours des deux premiers mois de l'année. En raison de la propagation du coronavirus dans le monde, l'incertitude quant à l'avenir s'est fortement accrue vers la fin de la période consacrée aux entretiens.

Durant les premiers mois de l'année, les chiffres d'affaires des entreprises en termes réels ont progressé plus fortement qu'au trimestre précédent (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). En comparaison annuelle, les chiffres d'affaires ont également suivi une évolution positive tant dans les services que dans l'industrie et la construction.

Les entreprises axées sur le marché intérieur ont noté une amélioration du climat de consommation pendant la période considérée. Les entreprises exportatrices ont signalé que la marche des affaires restait favorable avec les Etats-Unis, mais aussi avec l'Europe. Les exportations vers les pays émergents ont également évolué de manière satisfaisante. Par contre, la marche des affaires avec la Chine a fortement pâti de l'épidémie de coronavirus et des mouvements de protestation qui ont eu lieu à Hong Kong.

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.

Utilisation des capacités de production conforme à la normale

Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités techniques de production des entreprises a été conforme à la normale durant les premiers mois de l'année (voir graphique 2). Dans la construction, elle est restée supérieure à la moyenne. L'industrie, en revanche, présentait toujours une sous-utilisation des capacités.

Certaines entreprises s'attendaient à des difficultés d'approvisionnement et à des retards de livraison pour les biens en provenance de Chine ou d'autres pays concernés par l'épidémie de coronavirus à ce moment-là.

Effectifs adéquats

Les interlocuteurs ont estimé leurs effectifs plus ou moins en adéquation avec les besoins. Les effectifs ont été un peu justes dans la construction et dans les services.

Dans de nombreuses branches et dans la plupart des régions, le recrutement a de nouveau été jugé ardu. Le manque de personnel qualifié a été évoqué à peu près aussi souvent qu'au trimestre précédent et a constitué un enjeu crucial pour de nombreuses entreprises. Les spécialistes en technologies de l'information, les experts dans les domaines techniques et les chefs de chantier ont été très recherchés. De nombreuses entreprises accordent une grande importance à la formation interne.

Amélioration des marges bénéficiaires

La pression sur les marges a diminué au début de l'année, ce qui s'explique par l'accroissement des chiffres d'affaires et par la baisse du prix des composants, des produits en amont et des matières premières. Les marges ont été majoritairement jugées «viables», voire «confortables». Dans certaines entreprises, elles ont néanmoins souffert de l'appréciation du franc.

Graphique 2

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



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

Enquête spéciale menée du 10 au 13 mars 2020 au sujet des répercussions du coronavirus

En raison de l'évolution rapide de la situation liée au coronavirus, les délégués aux relations avec l'économie régionale ont mené, du 10 au 13 mars 2020, des entretiens supplémentaires auprès d'une centaine d'entreprises et des associations faitières. Ces entretiens se sont donc déroulés avant le 16 mars 2020, date à laquelle le Conseil fédéral a pris la décision de fermer les commerces dans l'ensemble du pays.

Les entretiens réalisés dans ce cadre ont confirmé que la marche des affaires dans les branches les plus touchées jusqu'alors par la crise du coronavirus s'était fortement dégradée en très peu de temps. Par ailleurs, de plus en plus de branches sont rattrapées par la crise alors qu'elles n'étaient pas concernées auparavant. Dans un tel contexte, les entreprises suivent l'évolution des cours de change avec beaucoup d'inquiétude.

Le tourisme, l'hôtellerie et la restauration, l'industrie du divertissement et des loisirs, l'industrie horlogère et le segment non alimentaire du commerce de détail stationnaire en particulier ont enregistré une baisse marquée de leur chiffre d'affaires. Pour faire face aux problèmes de liquidités qui risquent de se poser, de nombreuses entreprises entendent recourir dans un premier temps au chômage partiel. D'autres mesures consistent à supprimer des emplois temporaires et à compenser les heures supplémentaires ainsi que les soldes de congés. Certaines entreprises ont également

décidé de geler les embauches et réexaminent ou reportent leurs projets d'investissement. Concernant l'organisation des tâches au sein des entreprises, le travail à domicile est largement mis en œuvre, voire renforcé.

Le commerce de détail a noté un très fort accroissement de la demande de denrées alimentaires, d'articles d'hygiène et de protection contre le virus ainsi que de carburant. Les canaux de distribution en ligne connaissent un grand essor et se développent à un rythme soutenu. Dans le système de santé, la charge de travail a considérablement augmenté. En revanche, de larges pans de l'industrie manufacturière, de la construction et des services sont pour le moment encore peu affectés ou ne le sont qu'indirectement.

Jusqu'à présent, on n'enregistre pas de difficultés de livraison ni d'approvisionnement à une large échelle, sauf pour certains articles de protection contre le virus et ponctuellement pour des composants électroniques et des métaux importés d'Asie. Les entreprises qui dirigent des fabriques en Chine ou collaborent avec des sociétés chinoises constatent cependant que la production redémarre progressivement sur place.

En Suisse, la fermeture des écoles et des frontières aggrave encore la situation en matière de gestion du personnel pour les entreprises.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

D'après les entretiens menés avec les chefs d'entreprise, les chiffres d'affaires en termes réels dans le commerce sont supérieurs à ceux du trimestre précédent, en particulier dans le commerce de détail. Les infrastructures dans le commerce de gros et de détail sont toutefois restées sous-utilisées. Les canaux de vente en ligne ont la plupart du temps enregistré de forts taux de croissance, et la volonté de mettre en place ou de développer de tels canaux s'est encore intensifiée. Certaines entreprises ont constaté une légère augmentation du tourisme d'achat à l'étranger en raison du franc fort.

Concernant le secteur financier, autrement dit les banques, les assurances et les sociétés de gestion de fortune, les volumes d'affaires ont présenté un niveau nettement supérieur à celui observé le trimestre précédent et un an auparavant. Les banques ont profité de la volatilité des marchés, qui s'est traduite par un accroissement du volume des transactions. Les activités liées aux opérations sur les écarts de taux d'intérêt et la situation concurrentielle sont encore perçues comme problématiques.

Dans le tourisme ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration, les infrastructures ont été sous-utilisées. Des groupes de touristes asiatiques ont annulé leurs réservations dans certaines régions en raison du coronavirus. Les entreprises s'attendaient à ce que la marche des affaires se dégrade du fait de la suppression de nombreuses manifestations.

Dans les entreprises des technologies de l'information, les chiffres d'affaires ont été nettement supérieurs à ceux enregistrés au trimestre précédent et un an auparavant. Cette hausse s'explique par la transformation numérique, les besoins en matière de cybersécurité et la demande croissante dans le domaine de la fintech. La main-d'œuvre qualifiée a de nouveau été insuffisante. Les entreprises des technologies de l'information ont déjà ressenti les effets des retards de livraison de matériel provenant de Chine.

Dans la santé, les entreprises ont affiché une marche des affaires dynamique.

Dans l'industrie, les chiffres d'affaires ont progressé dans toutes les branches, à l'exception de l'industrie des machines. Les chiffres d'affaires ont connu une évolution particulièrement positive dans l'industrie de fabrication et de transformation des matières plastiques et des métaux ainsi que dans l'industrie pharmaceutique. Ils ont en revanche stagné dans les entreprises de la construction de machines. Dans l'industrie des machines, l'utilisation des capacités de production a été plus faible qu'à l'accoutumée, et les marges bénéficiaires ont été soumises à de fortes pressions. Dans l'horlogerie, la demande a accusé un net repli en raison du coronavirus. Les fournisseurs de l'industrie automobile ont continué de percevoir l'incertitude découlant de l'évolution technologique et de la conscience écologique accrue des clients.

Dans la construction, les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières ont été supérieurs au niveau du trimestre précédent, en partie grâce aux conditions météorologiques. Dans le second œuvre et dans le génie civil, la marche des affaires a été particulièrement dynamique. Dans le bâtiment en revanche, les chiffres d'affaires ont reculé.

D'après les entretiens menés au cours du trimestre, des signes annonciateurs d'un ralentissement imminent étaient toujours perceptibles dans la construction de logements. La hausse du taux de vacance des nouvelles constructions a incité encore plus à rénover les logements anciens. Certaines entreprises de la construction réorientent de plus en plus leurs activités vers le génie civil et les projets d'infrastructure, espérant ainsi améliorer leurs marges.

PERSPECTIVES

Optimisme modéré malgré de fortes incertitudes

Jusqu'à la fin de la période considérée, les interlocuteurs tablaient encore sur une hausse des chiffres d'affaires au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 3). Au cours de la dernière semaine, les conséquences du coronavirus ont toutefois suscité des inquiétudes croissantes. Les entreprises ont fait part de leur difficulté à évaluer les perspectives compte tenu des développements rapides liés à l'épidémie.

Les répercussions du coronavirus ont néanmoins été jugées à l'unanimité comme un phénomène temporaire. Certaines entreprises comptent sur des effets de rattrapage ultérieurs.

De pair avec la progression modeste des chiffres d'affaires attendus, les interlocuteurs tablaient jusqu'à la fin de la période observée sur une augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production ou des infrastructures (voir graphique 4).

Prudence en matière d'investissements

La propension à investir est restée modérée. Les entreprises de l'industrie et des services envisagent de maintenir plus ou moins au niveau actuel leurs dépenses consacrées aux biens d'équipement et aux constructions au cours des douze prochains mois. En revanche, les entreprises de la construction ont l'intention d'accroître légèrement leurs investissements. Près de 30% des entreprises interrogées entendaient essentiellement élargir leurs capacités de production en investissant. La faiblesse des taux d'intérêt a continué de soutenir les investissements. Ceux-ci ont été principalement consacrés à des projets de rationalisation ainsi qu'au développement et à la modernisation des infrastructures informatiques.

Stabilité des anticipations de prix

Dans l'industrie et les services, les interlocuteurs tablaient sur des prix d'achat et de vente stables pour les deux prochains trimestres. En revanche, les entreprises de la construction s'attendent à une baisse des prix, tant à l'achat qu'à la vente. Les entreprises ont toutefois du mal à évaluer les conséquences de l'épidémie de coronavirus sur les prix d'achat. Ceux-ci pourraient augmenter en raison de pénuries ou diminuer du fait du ralentissement de la conjoncture mondiale.

Graphique 3

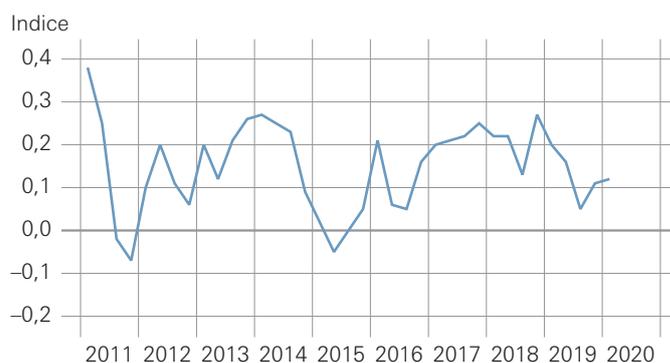
CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE



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

Graphique 4

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE



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

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

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

Source: BNS.

Accroissement des effectifs prévu

Les interlocuteurs envisageaient d'accroître encore leurs effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 5). Près de 40% des entreprises souhaitaient embaucher. Cela concerne en particulier les entreprises des technologies de l'information et de la communication, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, l'immobilier, les sociétés fournissant des services relatifs aux bâtiments, la santé, l'industrie pharmaceutique et le second œuvre. En revanche, les entreprises du commerce de gros prévoyaient de réduire légèrement leurs effectifs.

D'après les réponses obtenues lors des entretiens, les entreprises ont augmenté ou prévoient d'augmenter les salaires de 1,25% en moyenne en 2020.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Le contexte actuel est marqué par de grandes incertitudes en raison du coronavirus. Au moment des entretiens, les entreprises avaient des difficultés à estimer les conséquences de l'épidémie. La force du franc continue en outre de susciter une inquiétude grandissante.

Par ailleurs, les interlocuteurs sont encore préoccupés par la fragilité de la conjoncture mondiale, les tendances protectionnistes et les modifications réglementaires. Ils considèrent toujours avec appréhension la faiblesse persistante des taux d'intérêt. Dans le même temps, les entreprises voient néanmoins le bas niveau des intérêts d'un œil favorable, car il facilite les investissements et atténue la tendance haussière du franc. En outre, le retard pris dans l'élaboration de l'accord-cadre entre la Suisse et l'UE ainsi que les déséquilibres sur le marché du logement soulèvent des incertitudes.

La thématique du développement durable a également été abordée dans de nombreux entretiens. Les entreprises y voient une possibilité d'exploiter de nouveaux domaines d'activité et tentent de se positionner en conséquence.

De nombreuses entreprises déploient des efforts dans le cadre de la transition numérique afin de rationaliser et de moderniser leurs processus opérationnels. Parallèlement, l'importance des cyberrisques a été souvent évoquée.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

Les anticipations d'inflation à court terme mesurées par l'indice des prix à la consommation sont restées quasiment inchangées: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élevait à 0,4% en moyenne, contre 0,3% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Les anticipations à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – sont demeurées stables, à 0,7% en moyenne (ligne rouge du graphique).

Graphique 6

INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

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

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

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

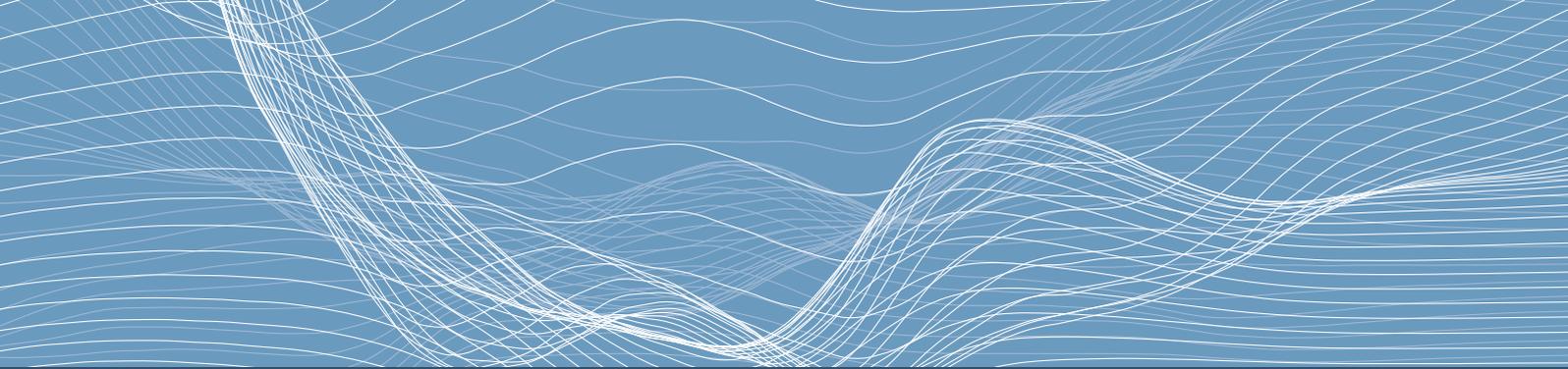
Les cinq niveaux de l'échelle utilisés à cet effet correspondent en substance aux appréciations suivantes: beaucoup plus élevé/beaucoup trop élevé (valeur +2); un peu plus élevé/un peu trop élevé (valeur +1); inchangé/normal (valeur 0); un peu plus bas/un peu trop bas (valeur -1); beaucoup plus bas/beaucoup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

Interprétation des graphiques

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

Informations complémentaires

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



La réponse du franc aux variations du taux d'intérêt officiel de la BNS

Fabian Fink, Lukas Frei, Christian Grisse, Thomas Maag, Tanja Zehnder ¹

Résumé

Comment le franc réagit-il aux variations du taux d'intérêt officiel de la BNS? La théorie laisse supposer qu'un abaissement du taux officiel d'une banque centrale affaiblit le cours de change de sa monnaie. Toutefois, il n'est pas toujours possible d'observer cet effet en étudiant simplement les variations des taux d'intérêt et des cours de change. En effet, ces deux variables ne dépendent pas seulement de la politique monétaire, mais aussi d'autres facteurs, tels que les flux de capitaux vers le franc dû au fait que celui-ci est perçu comme une valeur refuge. C'est pourquoi isoler l'effet de la politique monétaire sur le cours de change requiert une analyse minutieuse. Cet article présente le mécanisme par lequel un abaissement du taux officiel d'une banque centrale entraîne une dépréciation de sa monnaie. Il passe en revue les analyses empiriques et résume les résultats de deux études récentes de chercheurs de la BNS, lesquelles concluent que le franc se déprécie effectivement après un abaissement du taux directeur de la BNS. Tant la théorie que les données empiriques confirment donc que l'introduction d'un taux négatif par la BNS a affaibli le franc. Inversement, un relèvement du taux directeur de la BNS dans l'environnement actuel entraînerait une appréciation du franc.

¹ Les auteurs remercient Andreas Fuster, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Thomas Nitschka, Jonas Stulz et Mathias Zurlinden pour leurs commentaires pertinents.

1. INTRODUCTION

Le cours de change est important pour l'économie et l'inflation en Suisse. Il joue donc un rôle important pour la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS), dont le mandat est d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour une petite économie ouverte comme celle de la Suisse, le commerce extérieur est essentiel¹. Les variations de cours de change se répercutent sur la compétitivité des biens et services suisses sur les marchés internationaux. Si le franc recule, les exportations suisses gagnent en compétitivité, ce qui favorise l'essor de l'activité non seulement dans les entreprises exportatrices, mais également dans toute l'économie. A son tour, une économie en pleine expansion exerce une poussée inflationniste. De plus, du fait qu'un nombre important de biens et de services consommés en Suisse sont importés, et comme la dépréciation du franc entraîne une augmentation de leur prix, il en résulte une accélération de l'inflation en Suisse².

Les décisions de politique monétaire de la BNS ont une influence sur le cours de change. La BNS a régulièrement souligné l'influence de la politique monétaire sur le cours de change à l'occasion de ses examens de la situation économique et monétaire. Ainsi, lors de son examen trimestriel de décembre 2019, elle indiquait que le taux d'intérêt négatif «[contre] l'attrait des placements en francs et [réduit] de la sorte les pressions à la hausse sur la monnaie suisse». Lorsque les taux suisses diminuent, les agents économiques déplacent leurs capitaux vers d'autres monnaies, ce qui fait reculer le cours du franc.

Cet article présente l'effet de la politique monétaire sur les cours de change et les données empiriques qui confirment ce que la théorie laisse penser, à savoir que le franc s'affaiblit lorsque la BNS abaisse son taux directeur.

2. THÉORIE

Deux principes économiques essentiels expliquent la nature du lien entre le taux directeur de la banque centrale et le cours de change: la parité de pouvoir d'achat (PPA) et la parité des taux d'intérêt³. Pour expliquer la réaction du cours de change à un abaissement du taux directeur, le plus simple est de partir des effets à long terme de cet abaissement, puis de discuter de l'ajustement du cours de change vers son nouvel équilibre de long terme.

1 Ainsi, en 2018, le commerce extérieur (soit le volume total des exportations et des importations) correspondait à 120% du produit intérieur brut (PIB).

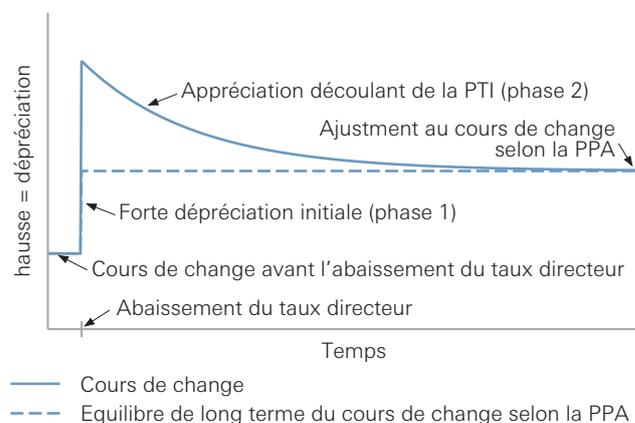
2 Pour ce qui concerne l'effet des cours de change sur l'économie suisse, voir par exemple Baurle et Steiner (2015). Stulz (2007) et Bonadio et al. (2018) présentent des preuves empiriques de la transmission des variations du cours de change aux prix en Suisse.

3 Le mécanisme présenté ici est développé en détail dans de nombreux manuels d'économie; voir par exemple Krugman et al. (2018), chapitres 14 à 16.

La PPA détermine le cours de change sur le long terme. Selon le principe de la PPA, une quantité déterminée de monnaie doit permettre d'acquérir la même quantité de biens en Suisse et à l'étranger. Autrement dit, le prix des biens suisses et celui des biens étrangers doivent être égaux lorsqu'ils sont convertis dans la même monnaie⁴. Si la BNS abaisse son taux directeur, cet assouplissement de la politique monétaire favorise l'activité économique en Suisse, ce qui conduit à terme à une augmentation des prix. Si les prix demeurent inchangés hors de Suisse, le principe de la PPA requiert que le franc se déprécie sur le long terme (voir ligne pointillée dans le graphique 1). Autrement dit, une unité de monnaie étrangère correspondra alors à davantage de francs, ce qui permettra de payer les prix suisses plus élevés.

Graphique 1

REPRÉSENTATION SIMPLIFIÉE DE LA RÉACTION DU COURS DE CHANGE À UN ABAISSEMENT DU TAUX DIRECTEUR, SELON LA THÉORIE



Source: BNS.

La parité des taux d'intérêt (PTI), quant à elle, permet de comprendre comment le cours de change s'ajuste à court terme à l'évolution du taux directeur. Elle signifie que les placements en francs et en devises devraient avoir le même rendement attendu, de sorte que les agents économiques soient indifféremment disposés à les détenir⁵. Calculé en monnaie étrangère, le rendement attendu d'un placement en

4 Il s'agit là de la définition de la PPA «absolue» donnée par la littérature. Dans la pratique, la PPA absolue ne se vérifie pas toujours, par exemple du fait que le coût des transactions peut dissuader les agents économiques de tirer pleinement profit des différences de prix existantes. La théorie de la PPA «relative» stipule que le prix de biens dans un pays en termes de biens étrangers – soit le cours de change réel – doit être stable (et non pas égal à un, comme le prévoit la théorie de la PPA absolue). Souvent, la PPA relative ne se vérifie pas à court terme, bien qu'elle semble être confirmée par les données de long terme (voir par exemple Rogoff [1996]). Toutefois, il n'est besoin ni de la PPA absolue ni de la PPA relative pour conclure que l'abaissement du taux directeur fait reculer le cours de change nominal à long terme. La condition moins contraignante selon laquelle les variables nominales (telles que le taux directeur de la BNS) n'ont pas d'incidence sur les variables réelles (telles que le cours de change du franc en termes réels) à long terme est suffisante. Un assouplissement de la politique monétaire entraîne en effet une accélération de l'inflation et un recul du cours de change nominal, lequel compense le différentiel d'inflation face aux autres pays sans avoir toutefois d'incidence sur le cours de change réel à long terme.

5 On parle alors de parité des taux d'intérêt «non couverte» (PTINC), par opposition à la parité des taux d'intérêt «couverte», laquelle ne comporte pas de risque de change. Dans la pratique, on peut observer des écarts par rapport à la PTINC. Ce point fait l'objet d'une vaste littérature empirique (voir Engel [2014]). Toutefois, ces écarts ne signifient pas qu'un abaissement du taux directeur n'affaiblit pas le cours de change.

francs est égal au taux d'intérêt suisse majoré de l'anticipation de l'appréciation du franc, et le rendement des placements dans cette monnaie étrangère est égal au taux d'intérêt de celle-ci. Afin d'illustrer le fonctionnement de la parité des taux d'intérêt, supposons que les taux directeurs en Suisse et à l'étranger soient initialement égaux, et que les agents économiques anticipent un franc stable, comme le veut la PTI. Après que la BNS a abaissé son taux directeur, les taux suisses sont inférieurs aux taux à l'étranger; les agents économiques doivent donc s'attendre à ce que le franc s'apprécie pour compenser la baisse des taux suisses sur leurs placements en francs.

En vertu de l'application concomitante de la PPA et de la PTI, le franc se déprécie immédiatement et de façon marquée après l'abaissement du taux directeur par la BNS (phase 1). Un tel mouvement est nécessaire pour qu'une appréciation puisse se produire lors de la phase 2 et que le cours de change à long terme s'établisse néanmoins à un niveau plus faible qu'avant l'abaissement. Ce phénomène est appelé *overshooting* (voir graphique 1).

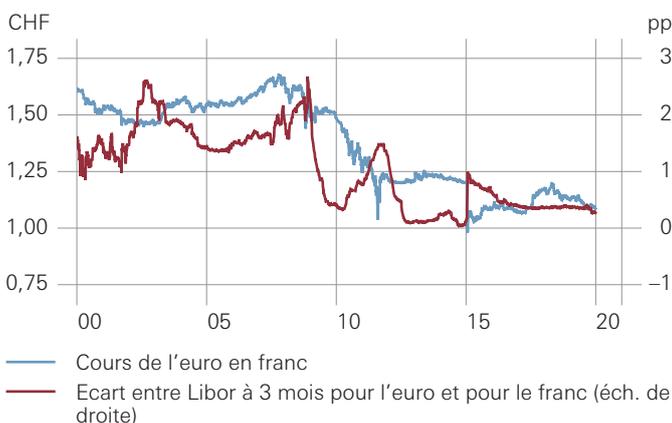
La théorie amène donc à penser que lorsque la BNS abaisse son taux directeur, le franc recule fortement, puis demeure plus faible à long terme. D'autres considérations théoriques sont également importantes. Premièrement, les effets décrits ici ne dépendent pas du niveau des taux d'intérêt. Un abaissement des taux suisses entraîne un recul du franc de même ampleur si les taux passent en dessous de zéro que s'ils demeurent positifs. C'est pourquoi les incidences des variations des taux d'intérêt sur le cours de change avant la crise financière, alors que les taux suisses étaient bien supérieurs à zéro, sont riches d'enseignements pour évaluer ce qui se produit lorsque les taux sont en zone négative.

Deuxièmement, les effets sur le cours de change des variations de taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger sont symétriques. Si une autre banque centrale relève son taux

Graphique 2

COURS DE L'EURO EN FRANC ET ÉCART ENTRE LIBOR À 3 MOIS EUR ET CHF

Données journalières



Source: BNS et ICE benchmark administration.

directeur, la valeur du franc dans la monnaie concernée affichera un recul de la même ampleur que si la BNS abaisse son taux directeur. En revanche, si la BNS et une autre banque centrale abaissent leur taux simultanément et dans la même proportion, le cours de change devrait demeurer stable. Ce qui est déterminant pour la valeur du franc, c'est l'écart observable entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger. Ainsi, depuis le début de la crise financière, la BNS a abaissé à plusieurs reprises son taux de référence, mais la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur encore plus fortement. C'est pourquoi l'écart entre les deux taux s'est réduit. Il n'est donc pas surprenant que, depuis le début de la crise, le franc se soit apprécié face à l'euro, malgré les abaissements effectués par la BNS.

Troisièmement, le cours de change varie dès que les agents économiques commencent à anticiper un changement du taux directeur. Quand celui-ci est effectivement modifié, la variation du cours de change peut être quasiment nulle. Pour déterminer la relation qui existe entre taux d'intérêt et cours de change, il est donc nécessaire d'observer les taux d'intérêt à long terme plutôt que les taux directeurs des banques centrales. Les taux du marché, comme le Libor à trois mois, reflètent à la fois l'orientation actuelle de la politique monétaire et les anticipations des agents économiques concernant l'évolution future de cette dernière. Si la BNS abaisse son taux directeur sans que les agents économiques n'aient anticipé cette mesure, les taux du marché vont reculer eux aussi, et le franc, se déprécier. A l'inverse, si un abaissement du taux directeur a été anticipé, les taux du marché changent lorsque les anticipations correspondantes sont formées, et non pas après l'annonce elle-même. Les analyses empiriques ont donc tendance à porter sur les taux d'intérêt du marché.

3. ANALYSE PRÉLIMINAIRE DES DONNÉES

Les données brutes semblent n'indiquer aucune relation manifeste entre le cours de change du franc et les écarts de taux d'intérêt. Le graphique 2 présente, sur la base de données journalières depuis 2000, le cours de l'euro en francs et l'écart entre les taux à court terme dans la zone euro et en Suisse (Libor à trois mois)⁶. D'après la théorie, le franc devrait se déprécier (ce qui correspond à une pente croissante de la courbe bleue) lorsque le taux suisse baisse par rapport à celui dans la zone euro (ce qui correspond à un accroissement de l'écart de taux, soit une pente croissante de la courbe rouge). En moyenne de long terme, cette corrélation est visible, bien que faible; sur le court terme, le cours de l'euro en franc et l'écart de taux n'évoluent souvent pas dans le même sens.

6 La présente étude se concentre sur le Libor à trois mois car il s'agissait du taux de référence utilisé par la BNS pour sa politique monétaire entre 2000 et 2019. Durant cette période, la BNS a fait en sorte que le Libor à trois mois reste à l'intérieur d'une marge de fluctuation fixée par elle. Au sein de cette marge, le Libor à trois mois pouvait fluctuer librement, reflétant l'évolution des anticipations relatives à la politique monétaire future. Le Libor à trois mois reflète le coût d'un emprunt à trois mois sur le marché interbancaire non gagé.

Si l'effet de la variation de l'écart de taux sur le cours de change n'est pas observable, c'est que l'évolution de ces deux variables ne reflète pas seulement la conduite de la politique monétaire, mais également d'autres facteurs.

En principe, différents types d'informations économiques peuvent avoir une incidence sur les taux d'intérêt et les cours de change. Par exemple, si la Suisse publie des chiffres du chômage plus élevés que ce qui a été anticipé par le marché, il est probable que les taux d'intérêt suisses et le cours du franc baisseront. Ce phénomène s'explique par le fait que le marché s'attend à ce que la banque centrale conduise une politique monétaire plus expansionniste afin de répondre à la dégradation de la situation économique.

Lorsque les variations du cours de change sont principalement dues à des flux de capitaux vers la Suisse découlant du fait que le franc est perçu comme une valeur refuge, le cours de change et l'écart de taux d'intérêt évoluent en sens opposé. La perception du franc comme une valeur refuge entraîne son appréciation, freinant l'activité économique et l'inflation. Cette situation peut favoriser la formation d'anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire de la BNS, lequel entraînerait une baisse des taux d'intérêt. C'est là un exemple de baisse des taux associée à une appréciation du franc.

En résumé: en fonction des facteurs entrant en ligne de compte, le franc peut s'apprécier ou se déprécier lorsque les taux suisses baissent. Un assouplissement de la politique monétaire affaiblit le franc, mais cet effet peut être rendu moins visible du fait d'autres facteurs. C'est pourquoi il est difficile de quantifier l'effet des variations de taux d'intérêt sur le cours de change.

4. MESURE DE L'EFFET DE LA VARIATION DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LE COURS DE CHANGE

Des études empiriques – dont deux nouveaux articles sur la Suisse – tentent d'estimer l'impact de la variation des taux d'intérêt sur le cours de change en recourant à des méthodes économétriques permettant d'isoler cet effet. Le tableau 1 ci-après en présente un échantillon⁷. Ces études concluent toutes qu'après une baisse des taux d'intérêt, le cours de change diminue à court terme, comme le prévoit la théorie. Les travaux qui portent sur les effets à long terme de politiques monétaires plus expansionnistes font apparaître que le cours de change demeure durablement plus faible qu'avant le changement de politique monétaire. Ces résultats ont été confirmés tant pour le franc que pour d'autres monnaies importantes.

Au-delà de ces résultats qualitatifs, ces articles aboutissent à des conclusions différentes sur l'ampleur de la réponse du cours de change aux variations des taux d'intérêt: une variation du taux d'intérêt d'un point entraînerait ainsi une variation du cours de change de 1% à 25%. Cette large plage

Tableau 1

Studies on the Swiss franc	Studies on the currencies
Cuche-Curti et al. (2009)	Bjørnland (2009)
Ferrari et al. (2017)	Eichenbaum and Evans (1995)
Fink et al. (2020)	Faust and Rogers (2003)
Grise (2020)	Inoue and Rossi (2019)
Kugler (2020)	Kearns and Manners (2006)
Lenz and Savioz (2009)	Kim et al (2017)
Rinaldo and Rossi (2010)	Rogers et al. (2018)
Rudolf and Zurlinden (2014)	Scholl and Uhlig (2008)

reflète des différences dans les périodes et monnaies examinées et la méthode employée.

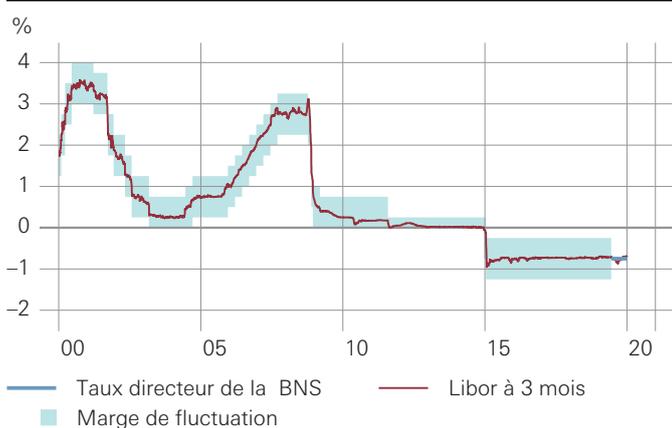
En particulier, la période sur laquelle porte l'estimation de la réponse du cours de change a une influence sur les résultats: comme cela a été expliqué à la section 2, il est probable que cette réponse soit très différente à court terme et à long terme. Kearns et Manners (2006), par exemple, qui étudient le cours de change du dollar des Etats-Unis, ont déterminé qu'une baisse soudaine d'un point de pourcentage du taux directeur entraîne une dépréciation de 1,4% de la monnaie dans l'heure suivant la communication. De même, Rinaldo et Rossi (2010) observent les effets des variations des taux d'intérêt suisses sur le cours de change du franc dans les 20 minutes suivant l'annonce par la BNS de sa décision de politique monétaire. Ils ont fait apparaître que le franc recule de 0,7% suite à une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc⁸. Kugler (2020) estime qu'une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc entraîne un recul de 4% du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis le même jour. Les articles sur l'impact à long terme, tels que Eichenbaum et Evans (1995), Scholl et Uhlig (2008) ou encore Kim et al. (2017), observent qu'un assouplissement de la politique monétaire affaiblit souvent le cours de change non seulement sur le court terme mais également de manière durable, la réponse maximale étant atteinte après une à deux années⁹. Lenz et Savioz (2009), quant à eux, ont établi qu'une baisse d'un point de pourcentage du Libor à trois mois pour le franc faisant suite à un assouplissement de la politique monétaire de la BNS affaiblit le franc face à l'euro de manière durable, de plus de 25%.

⁸ L'estimation dont rendent compte Ferrari et al. (2017), également basée sur des données intrajournalières, est bien plus élevée, puisqu'elle fait apparaître une variation du cours de change de 25% à la suite d'une variation des taux d'intérêt d'un point. Cela dit, cette estimation doit être interprétée prudemment car elle a été effectuée sur les données de la période d'application du cours plancher de 1,20 franc pour un euro.

⁹ Il n'y a pas consensus concernant ce que la littérature appelle *delayed overshooting puzzle*. Ainsi, pour Bjørnland (2009), Rogers et al. (2018) et Inoue et Rossi (2019), le cours de change recule immédiatement après l'assouplissement de la politique monétaire, remonte en général peu après, mais demeure, sur le long terme, plus faible qu'avant l'assouplissement. Ces conclusions sont conformes aux ajustements auxquels la théorie permet de s'attendre (voir graphique 1).

⁷ Le choix des articles vise à rendre compte d'un grand nombre d'approches différentes, de périodicités des données et de paires de monnaies.

MARGE DE FLUCTUATION DU LIBOR À 3 MOIS, TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Deux études récentes publiées par des collaborateurs de la BNS, à savoir Fink et al. (2020) et Grisse (2020), confirment ce résultat sur la base de données sur le Libor à trois mois pour le franc et sur les variations du cours de change du franc entre janvier 2000 et août 2011. Comme le montre le graphique 3, la période examinée correspond à deux cycles complets de politique monétaire¹⁰, ce qui fournit les variations des taux d'intérêt nécessaires pour estimer leurs effets sur le cours du franc.

Les études ne portent pas sur des données plus récentes car entre septembre 2011 et janvier 2015, le cours plancher de 1,20 franc pour un euro était en vigueur, et la BNS avait annoncé qu'elle était disposée à le défendre si nécessaire par des achats de devises en quantité illimitée. Depuis la suppression du cours plancher en janvier 2015, la BNS souligne régulièrement qu'elle reste disposée à intervenir sur le marché des changes. De telles interventions, qu'elles soient effectives ou anticipées par les agents économiques, rendent difficile toute interprétation des fluctuations du cours du franc suite à des variations de l'écart de taux sur l'ensemble de la période allant de 2000 à aujourd'hui¹¹. De plus, depuis septembre 2011, la BNS n'a modifié qu'une fois son taux, alors qu'elle avait procédé à 26 changements entre janvier 2000 et août 2011¹².

Fink et al. (2020), quant à eux, s'intéressent aux jours précédant et suivant les examens de la situation économique et monétaire de la BNS. Ils partent de l'hypothèse que

l'importance des informations sur la politique monétaire s'accroît le jour de l'examen. Cela leur permet d'estimer la relation de cause à effet entre les variations des taux d'intérêt et les variations du cours de change sur la base de données journalières. Les auteurs font apparaître qu'à la suite d'un repli du Libor à trois mois pour le franc, ce dernier recule tant face à l'euro que face au dollar des Etats-Unis. Un recul d'un point du Libor entraîne une dépréciation du franc d'environ 2% le même jour¹³.

Grisse (2020) observe les données hebdomadaires sur le franc, les taux d'intérêt et le cours des actions sur la période 2000-2011. Sur la base d'hypothèses plausibles sur la covariation des cours des actions et des taux d'intérêt, il parvient à distinguer l'influence de la politique monétaire de celle exercée par d'autres facteurs, et à quantifier ses effets¹⁴. Il parvient à la conclusion qu'une baisse du Libor à trois mois pour le franc entraîne une dépréciation immédiate et durable du franc. Ainsi, il estime que dans la semaine suivant un recul d'un point de pourcentage du Libor, le franc se replie d'environ 4% face à l'euro et de quelque 3% face au dollar des Etats-Unis, et qu'il demeure durablement plus faible face à ces monnaies.

5. CONSÉQUENCES POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

À la suite de la crise financière mondiale, les banques centrales du monde entier ont abaissé leur taux officiel plus fortement que la BNS. Cela a réduit l'écart qui existe traditionnellement entre taux suisses et taux à l'étranger. Depuis le début de la crise financière en 2008, la BNS a abaissé les taux d'intérêt de 3,5 points de pourcentage, les faisant passer de 2,75% à -0,75%¹⁵. Actuellement, les taux d'intérêt dans la zone euro sont inférieurs de 4,5 points à leur niveau de l'été 2008, et ceux des Etats-Unis ont reculé de 4 points jusqu'à ce que la Réserve fédérale resserre sa politique monétaire fin 2015. Les taux suisses ont toujours été inférieurs aux taux à l'étranger, en raison de l'inflation plus faible en Suisse, mais également du fait que le franc est perçu comme une valeur refuge, en particulier lors des périodes d'incertitude accrue. La décision de la BNS d'introduire un intérêt négatif a aidé à rétablir, au moins partiellement, cet écart, et par là même, à réduire l'attrait des placements en francs.

Les analyses présentées dans cet article montrent que les abaissements de taux mis en œuvre par la BNS affaiblissent le franc. D'après la théorie, ce mécanisme continue de fonctionner lorsque les taux passent en zone négative. De

10 Dans la stratégie de politique monétaire de la BNS, la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour le franc a été remplacée par le taux directeur de la BNS en juin 2019. Mais ce changement n'a pas d'incidence sur les conclusions que l'on peut tirer concernant la réaction du franc à une variation du taux d'intérêt officiel.

11 La BNS est également intervenue sur le marché des changes en 2009 et en 2010. Toutefois, cela n'invalide pas l'analyse de Fink et al. (2020), car ceux-ci s'intéressent à l'effet des variations de taux d'intérêt sur le franc avant, pendant et après la communication de la décision de politique monétaire de la BNS. L'analyse de Grisse (2020) est confirmée si l'on restreint l'échantillon à une période plus courte se terminant en 2007.

12 La BNS a annoncé le 18 décembre 2014 l'introduction d'un taux d'intérêt de -0,25% à compter du 22 janvier 2015. Le 15 janvier, elle a annoncé que ce taux serait de -0,75% à compter du 22 janvier.

13 De nombreuses études empiriques montrent que la réponse maximale du cours de change aux variations de taux intervient avec un certain retard.

14 Par exemple, une politique monétaire plus restrictive – ou l'anticipation d'une telle politique par le marché – entraîne une hausse des taux d'intérêt et une baisse du cours des actions. Des informations sur un recul de l'activité économique entraînent elles aussi une baisse du cours des actions, mais débouchent sur une baisse des taux d'intérêt, car le marché anticipe un assouplissement de la politique monétaire dans une telle situation.

15 L'intérêt négatif introduit en janvier 2015 est prélevé sur les avoirs en comptes de virement détenus par les banques et d'autres établissements financiers et qui excèdent un certain montant exonéré. À l'origine, le seuil d'exonération correspondait à 20 fois le montant requis au titre des réserves minimales. Il a été relevé en septembre 2019.

plus, on constate ces dernières années un renforcement, à l'échelle mondiale, de l'impact de la politique monétaire sur le cours de change (voir Ferrari et al. [2017]). Ainsi, on peut s'attendre à ce qu'une modification du taux directeur aujourd'hui ait un impact au moins aussi fort sur le cours de change que ce qui a été observé dans le passé¹⁶. Des études empiriques montrent également que les effets sur le cours de change d'une adaptation du taux directeur sont d'autant plus marqués que celle-ci n'a pas été anticipée¹⁷.

Que peut-on conclure, du point de vue de la politique monétaire, de l'impact potentiel d'une hausse des taux d'intérêt en Suisse? Dans l'environnement actuel caractérisé par une inflation faible, une activité économique

atone et des taux d'intérêt mondialement bas, un relèvement du taux directeur de la BNS serait interprété comme un changement majeur de sa politique monétaire, et constituerait une surprise considérable pour les marchés. Dans un tel contexte, une hausse des taux d'intérêt entraînerait donc une appréciation du franc encore plus forte que ce que laisse prévoir l'analyse des données historiques. Une appréciation du franc affaiblirait l'activité économique et ramènerait l'inflation dans la zone négative. Autrement dit, dans l'environnement actuel, une telle augmentation irait à l'encontre du mandat de la BNS, qui consiste à garantir la stabilité des prix.

16 Ferrari et al. (2017) affirment qu'en raison du recul mondial des taux d'intérêt, la borne inférieure applicable au taux d'intérêt nominal est devenue de plus en plus contraignante, si bien que le cours de change contribue davantage à l'ajustement aux variations des taux directeurs.

17 Voir notamment Ferrari et al. (2017), Kearns et Manners (2006) et Rinaldo et Rossi (2010).

Bibliographie

- Bäurle, Gregor et Elizabeth Steiner (2015), «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 151(3), pages 167-225.
- Bjørnland, Hilde C. (2009), «Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all», *Journal of International Economics*, 79(1), pages 64-77.
- Bonadio, Barthélémy, Andreas M. Fischer et Philip Sauré (2018), «The speed of exchange rate pass-through», SNB Working Papers, 5.
- Cuche-Curti, Nicolas A., Harris Dellas et Jean-Marc Natal (2009), «DSGE-CH: A dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland», SNB Economic Study, 5.
- Eichenbaum, Martin et Charles L. Evans (1995), «Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates», *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pages 975-1009.
- Engel, Charles (2014), «Exchange rates and interest parity», *Handbook of International Economics*, Volume 4, pages 453-522.
- Faust, Jon et John H. Rogers (2003), «Monetary policy's role in exchange rate behaviour», *Journal of Monetary Economics*, 50(7), pages 1403-1424.
- Ferrari, Massimo, Jonathan Kearns et Andreas Schrimpf (2017), «Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates», BIS Working Papers, n° 626.
- Fink, Fabian, Lukas Frei, Thomas Maag et Tanja Zehnder (2020), «The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates», SNB Working Paper, 2020/01.
- Grisse, Christian (2020), «The effect of monetary policy on the Swiss franc: an SVAR approach», SNB Working Papers, 2020/02.
- Inoue, Atsushi et Barbara Rossi (2019), «The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates», *Journal of International Economics*, 118(C), pages 419-447.
- Kearns, Jonathan et Phil Manners (2006), «The impact of monetary policy on the exchange rate: a study using intraday data», *International Journal of Central Banking*, 2(4), pages 157-183.
- Kim, Seong-Hoon, Seongman Moon et Carlos Velasco (2017), «Delayed overshooting: Is it an '80s puzzle?», *Journal of Political Economy*, 125(5), pages 1570-1598.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld et Marc J. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, 11^e édition, Pearson.
- Kugler, Peter (2020), «The short-run impact of interest rates on exchange rates: results for the Swiss franc against the euro and US dollar from daily data 2001-2011», Université de Bâle, Faculté d'économie et de gestion, Working papers 2020/0X.
- Lenz, Carlos et Marcel R. Savioz (2009), «Monetary determinants of the Swiss franc», SNB Working Papers, 16.
- Rinaldo, Angelo and Enzo Rossi (2010), «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», *Journal of International Money and Finance*, 29(3), pages 486-503.
- Rogers, John H., Chiara Scotti et Jonathan H. Wright (2018), «Unconventional monetary policy and international risk premia», *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(8), pages 1827-1850.
- Rogoff, Kenneth (1996), «The purchasing power parity puzzle», *Journal of Economic Literature*, 34(2), pages 647-668.
- Rudolf, Barbara and Mathias Zurlinden (2014), «A compact open economy DSGE model for Switzerland», SNB Economic Study, 8.
- Scholl, Almuth et Harald Uhlig (2008), «New evidence on the puzzles: results from agnostic identification on monetary policy and exchange rates», *Journal of International Economics*, 76(1), pages 1-13.
- Stulz, Jonas (2007), «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», SNB Economic Study, 4.

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.

<p>Lors de l'examen du 19 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Elle accroît toutefois le montant exonéré en faisant passer le facteur d'exonération de 25 à 30. L'augmentation du montant exonéré pour le système bancaire a pour but de renforcer le rôle des banques dans l'évolution de la conjoncture en Suisse. La BNS intervient de manière accrue sur le marché des changes. Le franc s'est de nouveau apprécié, et les marchés financiers mondiaux subissent une forte pression. Le taux d'intérêt négatif et les interventions de la BNS visent à contrer l'attrait des placements en francs et à réduire ainsi les pressions sur le franc. De cette manière, la BNS stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique.</p>	<p>Mars 2020</p>
<p>Lors de l'examen du 12 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir visent à contrer l'attrait des placements en francs et à réduire ainsi les pressions sur le franc. De cette manière, la BNS stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique.</p>	<p>Décembre 2019</p>
<p>Lors de l'examen du 19 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue à la BNS. En outre, elle adapte la base de calcul pour le prélèvement de l'intérêt négatif sur les avoirs à vue à la BNS, ce qui conduit à une augmentation du montant exonéré pour le système bancaire et à une diminution des recettes de la BNS issues du prélèvement de l'intérêt négatif. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir visent à contrer l'attrait des placements en francs et à réduire ainsi les pressions sur le franc. De cette manière, la BNS stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique.</p>	<p>Septembre 2019</p>
<p>Lors de l'examen du 13 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangé le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Juin 2019</p>
<p>La BNS introduit le 13 juin le taux directeur de la BNS et annonce qu'elle prendra et communiquera désormais ses décisions de politique monétaire en fixant le niveau de ce taux. Le taux directeur de la BNS remplace la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois et est actuellement de $-0,75\%$, tout comme le taux appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques à la BNS. La BNS vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur.</p>	
<p>Lors de l'examen du 21 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Mars 2019</p>

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

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

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



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

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

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

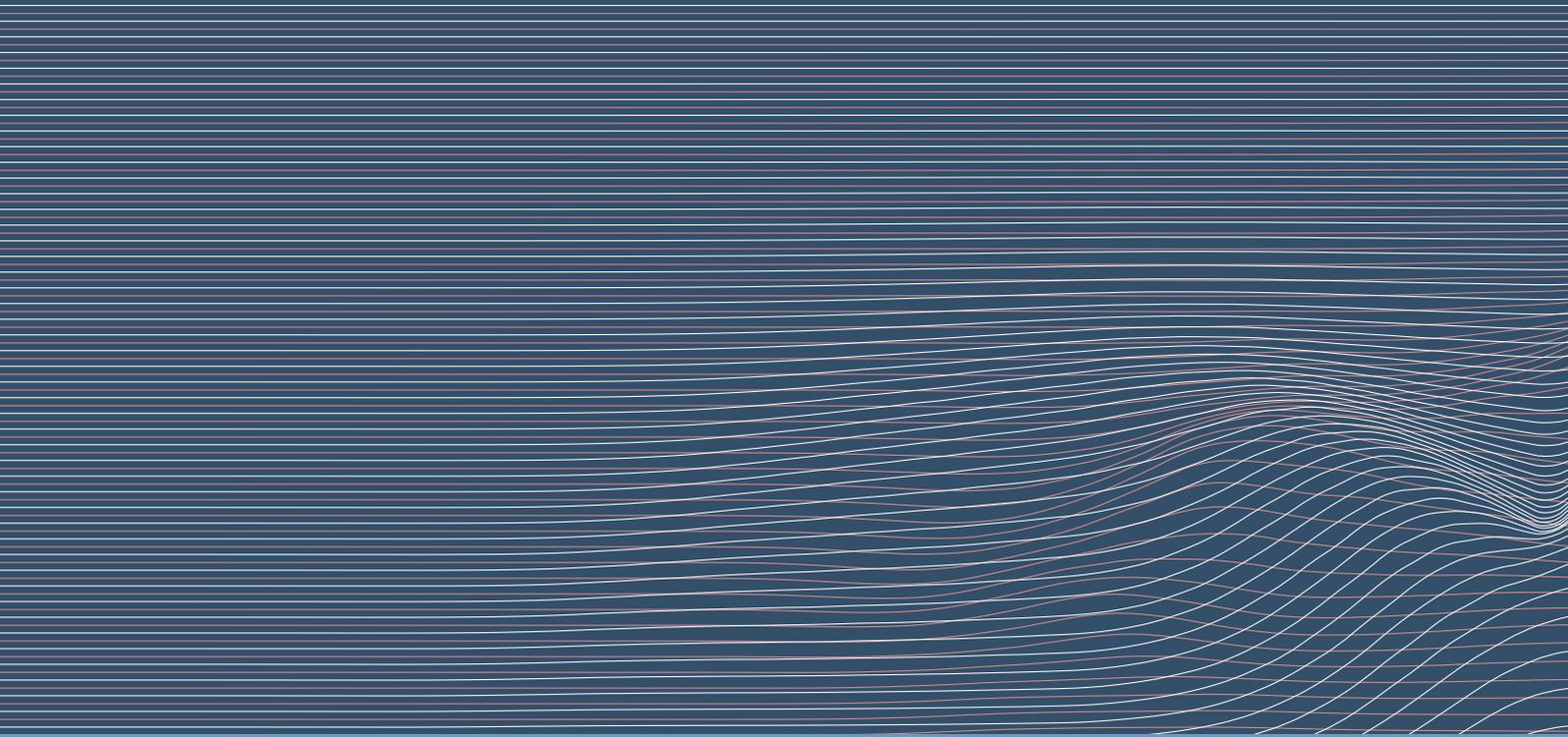
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2020



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

