



---

Bulletin trimestriel  
3/2020 Septembre

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





---

Bulletin trimestriel  
3/2020 Septembre

38<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 24 septembre 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
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
<b>Chronique monétaire</b>	<b>38</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de septembre 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 24 septembre 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 24 septembre 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 24 septembre 2020

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La pandémie de COVID-19 continue à marquer fortement l'évolution économique. Aussi la Banque nationale suisse (BNS) poursuit-elle sa politique monétaire expansionniste. Elle s'emploie à atténuer les conséquences négatives de la pandémie pour la conjoncture et l'inflation.

La BNS laisse à  $-0,75\%$  son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Comme le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé, elle reste disposée à intervenir de manière accrue sur le marché des changes, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la facilité de refinancement BNS-COVID-19 (FRC). Elle est en outre ponctuellement active sur le marché des pensions de titres.

La politique monétaire expansionniste de la BNS est nécessaire pour assurer des conditions monétaires appropriées en Suisse et stabiliser l'évolution de la conjoncture et des prix. Les taux d'intérêt bas garantissent des conditions de financement avantageuses et, conjointement avec la disposition de la BNS à intervenir, contrent les pressions à la hausse sur le franc. Conjuguée aux cautions accordées par la Confédération, la FRC a amplement contribué à l'approvisionnement de l'économie en crédits et en liquidités.

Dans la situation actuelle, les perspectives d'inflation sont entourées d'une incertitude inhabituellement élevée. La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus élevée que celle de juin sur le court terme (voir graphique 1.1). Cela s'explique essentiellement par une hausse des cours du pétrole. A plus long terme, la prévision d'inflation reste inchangée. Pour l'année en cours, elle s'inscrit toutefois toujours en dessous de zéro ( $-0,6\%$ ). L'inflation devrait revenir tout juste dans la zone positive ( $0,1\%$ ) en 2021, et continuer d'augmenter légèrement en 2022 ( $0,2\%$ ). 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 (voir tableau 1.1).

La pandémie de COVID-19 et les mesures prises pour l'endiguer ont entraîné une contraction historique de l'économie mondiale. Ainsi, dans la plupart des pays, le produit intérieur brut (PIB) a été, au deuxième trimestre 2020, inférieur d'environ 10% à 20% à son niveau de fin 2019. Le chômage est en hausse à l'échelle mondiale. Dans certains pays, des plans de chômage partiel ont néanmoins permis d'empêcher jusqu'ici une progression plus marquée.

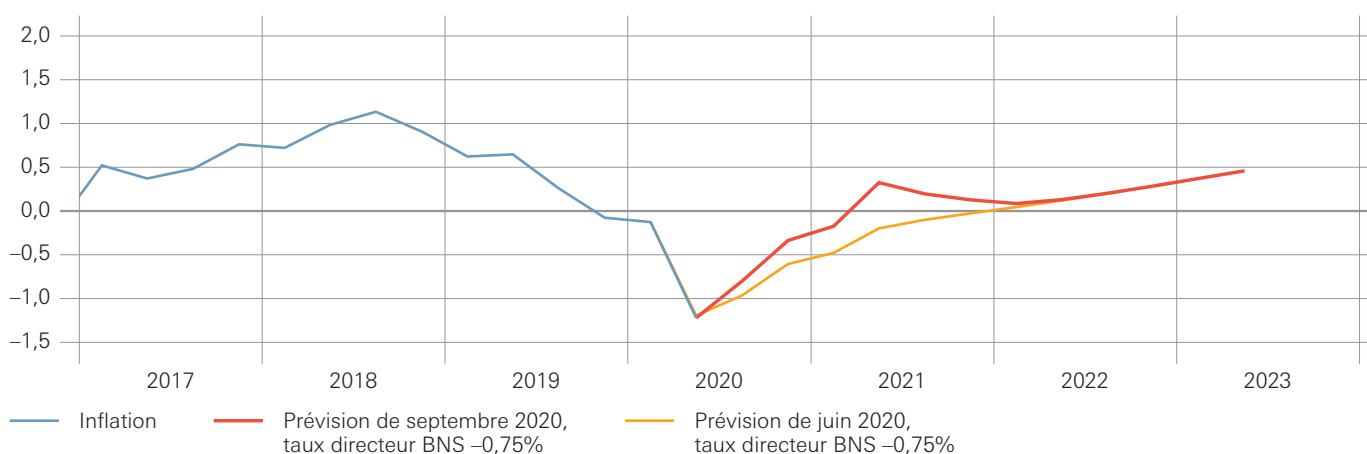
Après un assouplissement des mesures d'endiguement dans de nombreux pays, la conjoncture a connu une nette reprise ces derniers mois. Pour le troisième trimestre, il y a lieu de s'attendre à une reprise vigoureuse de l'économie mondiale. Toutefois, le PIB mondial devrait rester en dessous de son niveau d'avant la crise.

Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'hypothèse qu'il sera possible de maîtriser la pandémie sans affecter à nouveau gravement l'économie. La reprise conjoncturelle devrait donc se poursuivre. Les mesures de politique monétaire et budgétaire prises dans le monde constituent un important soutien à la conjoncture. Toutefois, les capacités de production mondiales continueront probablement à être sous-utilisées pendant encore une longue période, et l'inflation devrait demeurer modérée dans la plupart des pays.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2020

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



Sources: BNS et OFS.

Ce scénario de base demeure toutefois très incertain. D'une part, une augmentation rapide du nombre de contaminations par le virus pourrait nécessiter de nouvelles mesures d'endiguement, ce qui porterait de nouveau un préjudice notable à l'économie. En outre, les tensions commerciales pourraient entraver l'évolution conjoncturelle. D'autre part, les mesures de politique économique prises dans de nombreux pays pourraient soutenir la reprise plus fortement que prévu.

En Suisse également, la pandémie de COVID-19 a entraîné une récession marquée. Au deuxième trimestre, le PIB s'est situé plus de 10% en dessous de son niveau d'avant la crise. Contrairement à ce qui avait été le cas lors de précédentes récessions, les branches fortement touchées ont été particulièrement nombreuses dans les services.

A la suite de l'assouplissement des mesures de santé publique et grâce au soutien de la politique budgétaire et monétaire, l'activité économique en Suisse s'est de nouveau nettement redressée depuis mai. Cela devrait se traduire par une forte hausse du PIB au troisième trimestre. L'évolution positive devrait se poursuivre en 2021.

La BNS estime toutefois que la reprise restera tout d'abord incomplète, comme à l'étranger. Les capacités de production devraient demeurer sous-utilisées pendant une longue période, et le chômage devrait poursuivre sa progression.

Le PIB devrait diminuer cette année de 5% environ. Cela constituerait le plus fort recul depuis la crise du milieu des années 1970. Lors du dernier examen de la situation économique et monétaire, la BNS avait tablé sur un recul encore plus prononcé. La révision de la prévision s'explique essentiellement par le fait que le recul au premier semestre a été un peu moins fort que redouté. Comme pour l'étranger, la prévision pour la Suisse est entourée d'une incertitude élevée.

Alors que le PIB a fortement baissé au deuxième trimestre, les prêts hypothécaires et les prix de l'immobilier résidentiel ont poursuivi leur progression. Ainsi, les déséquilibres sur ces marchés demeurent, et continuent à présenter des risques pour la stabilité financière.

## 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, SEPTEMBRE 2020

	2017				2018				2019				2020				2017	2018	2019	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,3	-0,1	-0,1	-1,2				0,5	0,9	0,4

Source: OFS.

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2020

	2020				2021				2022				2023				2020	2021	2022	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de juin 2020, taux directeur BNS -0,75%	-1,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4						-0,7	-0,2	0,2
Prévision de septembre 2020, taux directeur BNS -0,75%		-0,8	-0,3	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5				-0,6	0,1	0,2

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La pandémie de COVID-19 et les mesures prises pour l'endiguer ont entraîné une contraction historique de l'économie mondiale. Ainsi, dans la plupart des pays, le produit intérieur brut a été, au deuxième trimestre 2020, inférieur d'environ 10% à 20% à son niveau de fin 2019. Le chômage est en hausse à l'échelle mondiale. Dans certains pays, des plans de chômage partiel ont néanmoins permis d'empêcher jusqu'ici une progression plus marquée.

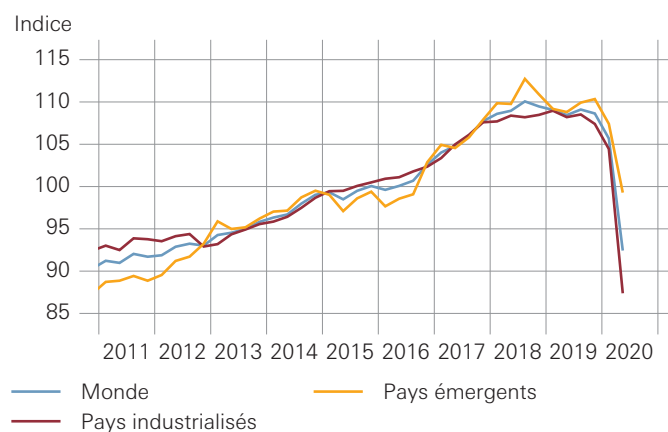
Après un assouplissement des mesures d'endiguement dans de nombreux pays, la conjoncture a connu une nette reprise ces derniers mois. Pour le troisième trimestre, il y a lieu de s'attendre à une reprise vigoureuse de l'économie mondiale. Toutefois, le PIB mondial devrait rester en dessous de son niveau d'avant la crise.

Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS part de l'hypothèse qu'il sera possible de maîtriser la pandémie sans affecter à nouveau gravement l'économie. La reprise conjoncturelle devrait donc se poursuivre. Les mesures de politique monétaire et budgétaire prises dans le monde constituent un important soutien à la conjoncture. Toutefois, les capacités de production mondiales continueront probablement à être sous-utilisées pendant encore une longue période, et l'inflation devrait demeurer modérée dans la plupart des pays.

Graphique 2.1

### COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

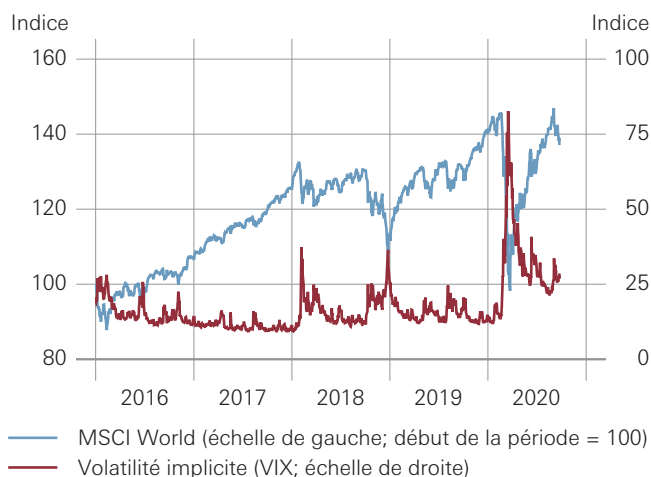
### SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2016	2017	2018	2019	Scénario	
					2020	2021
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,5	4,0	4,0	3,3	-3,3	6,9
Etats-Unis	1,7	2,3	3,0	2,2	-4,7	3,5
Zone euro	1,8	2,8	1,8	1,3	-7,6	5,0
Japon	0,5	2,2	0,3	0,7	-5,9	2,2
<b>Prix du baril de pétrole en dollars des Etats-Unis</b>	43,8	54,3	71,0	64,3	42,3	45,0

<sup>1</sup> Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Inde, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Refinitiv Datastream.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

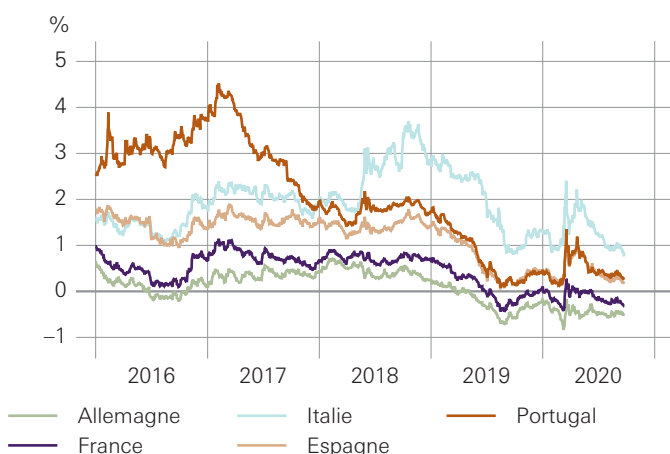


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Refinitiv Datastream.

Ce scénario de base demeure toutefois très incertain.

D'une part, une augmentation rapide du nombre de contaminations par le virus pourrait nécessiter de nouvelles mesures d'endiguement, ce qui porterait de nouveau un préjudice notable à l'économie. En outre, les tensions commerciales pourraient entraver l'évolution conjoncturelle. D'autre part, les mesures de politique économique prises dans de nombreux pays pourraient soutenir la reprise plus fortement que prévu.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 45 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, contre 30 dollars pour le scénario de base précédent, et d'un cours de 1,18 dollar pour 1 euro, contre 1,09 dollar trois mois plus tôt. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Le climat sur les marchés financiers est resté globalement stable ces derniers mois. La volatilité attendue des actions américaines (VIX), qui est mesurée à partir des prix des options, a encore connu une faible baisse, tout en restant légèrement supérieure à son niveau des années précédentes (voir graphique 2.2). Les primes de risques sur les obligations d'entreprises se sont elles aussi un peu resserrées.

Les bénéfices élevés dégagés par les titres technologiques et ceux réalisés sur le marché des actions chinois sont les principaux facteurs qui ont encore fait monter l'indice mondial MSCI, lequel a atteint un nouveau pic historique pendant la période examinée. Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans enregistrés dans les pays industrialisés ont eu tendance à stagner (voir graphiques 2.3 et 2.4).

Le dollar des Etats-Unis a continué de se déprécier en termes pondérés par le commerce extérieur. Le cours de la livre sterling a également baissé un peu. Celui du yen a eu tendance à stagner. En revanche, l'euro s'est apprécié (voir graphique 2.5).

Soutenu par la reprise de l'activité économique mondiale dans un contexte de production pétrolière ralentie, le prix du pétrole a continué de se redresser dans un premier temps. Mi-septembre, il est cependant retombé à peu près à son niveau de mi-juin, soit à environ 40 dollars des Etats-Unis. Ce repli s'explique en partie par le fait que les anticipations relatives à la future consommation mondiale de pétrole ont faibli. Les prix des métaux industriels ont dépassé leur niveau du début d'année en raison de la demande provenant de Chine et d'une offre provisoirement insuffisante (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

Comme l'on pouvait s'y attendre, les mesures d'endiguement du coronavirus ont fait chuter le PIB des Etats-Unis au deuxième trimestre, le recul étant de 31,7% (voir graphique 2.7). Les indicateurs mensuels montrent toutefois que l'activité économique a franchi le creux de la vague dès le mois d'avril. Le taux de chômage a fléchi et s'établissait à 8,4% en août, après avoir atteint un niveau record (14,7%) en avril (voir graphique 2.10). Par ailleurs, les chiffres d'affaires du commerce de détail et la production industrielle ont connu une nette hausse.

Une reprise vigoureuse s'esquisse au troisième trimestre, mais l'activité devrait rester plus faible qu'avant le début de la pandémie. Après l'assouplissement progressif des mesures d'endiguement dès le mois de mai, le nombre d'infections au coronavirus a de nouveau sensiblement augmenté en juin. Certains Etats ont donc décidé de renoncer à assouplir davantage ces mesures jusqu'à nouvel avis ou de les renforcer temporairement. Le nombre de nouvelles infections a recommencé à fléchir dès fin juillet. Le gouvernement a adopté plusieurs trains de mesures budgétaires pour atténuer les répercussions de la crise du coronavirus sur l'activité économique. Ces mesures comprennent notamment des prêts annulables destinés aux petites et moyennes entreprises (PME), des allègements d'impôts pour les ménages et les entreprises, une extension provisoire de l'assurance-chômage et des fonds supplémentaires pour le système de santé. La BNS s'attend à un recul de la performance économique de 4,7% en 2020 et à une croissance de 3,5% en 2021 (voir tableau 2.1).

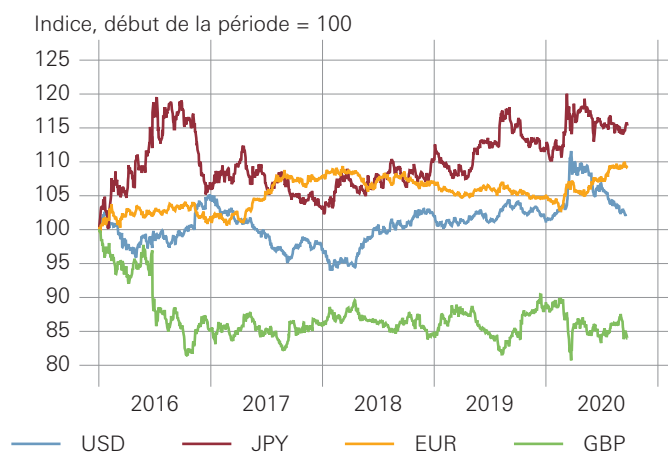
Ces derniers mois, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a augmenté pour s'établir à 1,3% en août, contre 0,1% en mai (voir graphique 2.11). Les prix de l'énergie sont repartis à la hausse en raison d'un prix du pétrole plus élevé. L'inflation sous-jacente a elle aussi légèrement progressé pour s'inscrire à 1,7% (voir graphique 2.12), mais cette hausse devrait être provisoire. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée était de 1% en juillet, demeurant donc nettement inférieure à l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

Depuis la baisse à laquelle elle a procédé en mars, la Fed a laissé la marge de fluctuation de son taux directeur inchangée à 0,0%-0,25% (voir graphique 2.13). En août, elle a présenté des modifications majeures de son programme de politique monétaire. Elle vise ainsi à l'avenir une inflation moyenne de 2%: si celle-ci est inférieure à 2% pendant une période prolongée, une inflation plus élevée sera ensuite admise à titre de compensation (*flexible average inflation targeting*). De plus, dans le cadre de son mandat relatif à l'emploi, la Fed tolérera à l'avenir des tensions sur le marché du travail, dans la mesure où cela n'entraîne aucune hausse indésirable de l'inflation.

Graphique 2.5

### COURS DE CHANGE

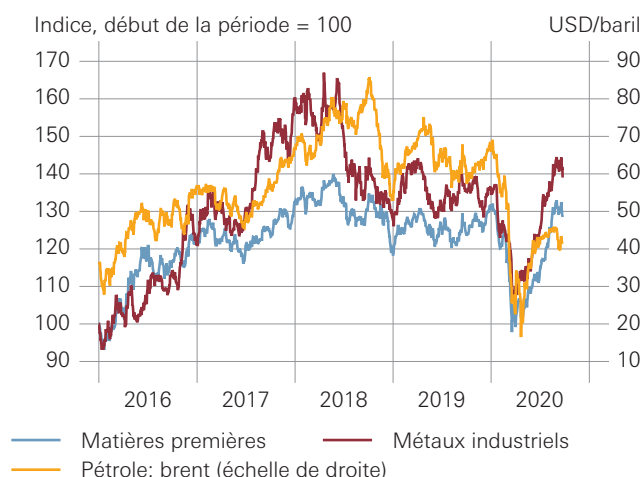
Pondérés par le commerce extérieur



Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.6

### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

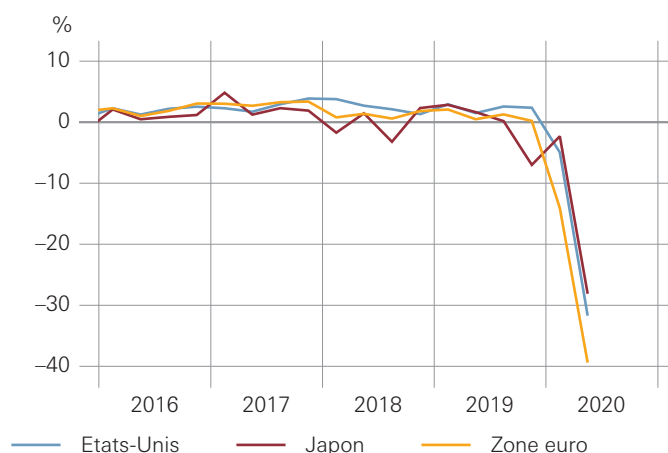


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

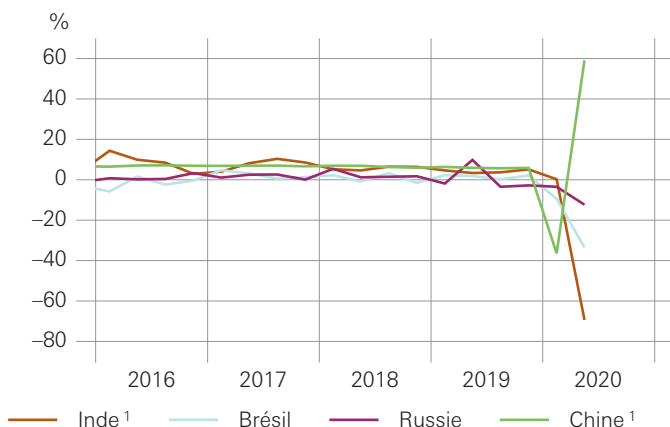


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.8

**PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS**

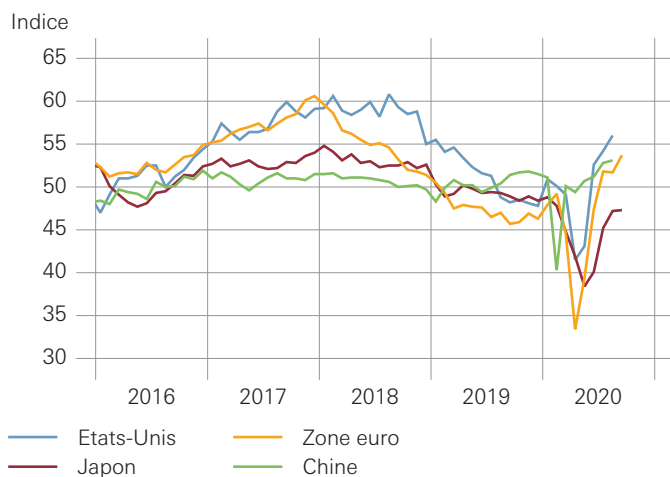
Variation par rapport à la période précédente



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

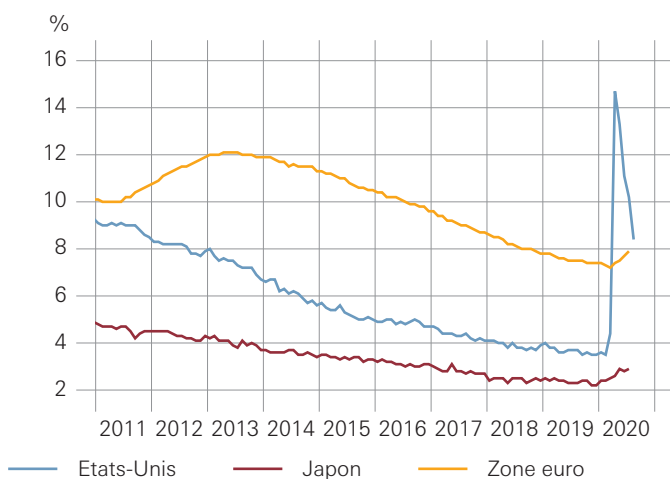
Sources: CEIC et Refinitiv Datastream.

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: Refinitiv Datastream.

Dans ce contexte, la Fed envisage de maintenir les taux à leur niveau actuel jusqu'à ce que la situation se soit redressée sur le marché du travail et que le renchérissement s'inscrive à environ 2% tout en affichant une tendance à la hausse. Elle poursuivra son programme d'achat d'obligations pour des volumes permettant d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et susceptibles de favoriser des conditions de financement souples. Enfin, elle a prolongé jusqu'à fin 2020 la durée des facilités de crédit mises en place au printemps.

**ZONE EURO**

Dans la zone euro, le PIB a chuté de 39,4% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7). L'activité économique a touché un plancher en avril. Depuis, elle a nettement retrouvé de sa vigueur grâce à l'assouplissement des mesures destinées à endiguer la propagation du coronavirus.

Le repli de l'activité économique a été particulièrement marqué au deuxième trimestre en France et en Italie, où les mesures d'endiguement ont été relativement strictes et sont restées en vigueur pendant une période prolongée. Le fléchissement du PIB a été un peu moins prononcé en Allemagne, ce qui s'explique en partie par le fait que la construction n'a pas été directement affectée par ces mesures. Le taux de chômage a progressé dans la zone euro, atteignant 7,9% en juillet, après avoir reculé pour toucher un plancher en mars, lequel s'établissait à 7,2% (voir graphique 2.10). Le renforcement rapide de programmes de chômage partiel depuis le début de la pandémie a permis d'éviter dans un premier temps une hausse plus forte du chômage dans la plupart des pays de la zone euro. De plus, de vastes mesures budgétaires, qui comprennent notamment des aides sous forme de liquidités, des cautionnements de crédits à l'intention des entreprises, des allègements de charges et des investissements dans les infrastructures, ont été adoptées depuis mars sur le plan national pour atténuer les effets de la crise. Selon leur conception, ces mesures soutiendront la reprise dans les différents pays membres avec une efficacité variable. Par ailleurs, les États de l'UE ont convenu d'un fonds de relance qui accordera aux pays membres des subsides et des prêts à moyen terme. Les pays dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée devraient en être les principaux bénéficiaires.

L'activité économique devrait retrouver de sa vigueur dans la zone euro dès le troisième trimestre, car les répercussions des mesures d'endiguement devraient progressivement s'estomper. La BNS table sur un recul du PIB de 7,6% en 2020 et une croissance de 5% en 2021 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a encore eu tendance à fléchir ces derniers mois. Elle s'inscrivait à -0,2% en août, et l'inflation sous-jacente s'est établie à 0,4%, soit son plus bas niveau depuis la création de la zone euro (voir graphiques 2.11 et 2.12). En revanche, les prix de l'énergie sont de nouveau repartis à la hausse récemment.

La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu ses taux directeurs à un niveau inchangé (voir graphique 2.13) et poursuivi comme prévu son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Elle a mis des liquidités pour un montant de quelque 1 300 milliards d'euros (11% du PIB) à la disposition des banques dans le cadre de ses opérations ciblées de refinancement à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO), ce qui représente jusqu'ici la dotation la plus élevée pour une seule opération de refinancement de l'Eurosystème. Le taux d'intérêt avantageux a vraisemblablement contribué dans une très large mesure à la forte demande de liquidités.

## JAPON

Au Japon, le PIB a baissé de 28,1% au deuxième trimestre (voir graphique 2.7) en raison des mesures visant à endiguer la propagation du coronavirus entre avril et mai. Il avait déjà reculé au cours des deux trimestres précédents, le fléchissement observé au dernier trimestre 2019 étant notamment imputable à l'augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA). Le chômage a progressé de près d'un demi-point depuis le début de l'année et s'inscrivait à 2,9% en juillet (voir graphique 2.10). Les intérimaires surtout ont été touchés par cette évolution, car leurs contrats de travail n'ont plus été renouvelés. Jusqu'à la fin de l'année, le gouvernement accorde des subventions aux entreprises pour qu'elles gardent leurs salariés.

L'activité économique se redresse progressivement depuis juin. La reprise est soutenue par l'assouplissement des mesures d'endiguement et par un vaste programme conjoncturel, qui comprend notamment des aides financières immédiates aux ménages et aux petites entreprises, la suspension des impôts et des cotisations sociales ainsi que des prêts sans intérêts aux entreprises de taille modeste. La BNS s'attend à un recul du PIB de 5,9% en 2020 et à une croissance de 2,2% en 2021 (voir tableau 2.1). La conjoncture devrait ensuite continuer de se redresser.

Si l'inflation sous-jacente a fluctué ces derniers mois, elle a eu tendance à fléchir depuis le début de l'année. Elle est redevenue négative en août, s'inscrivant à -0,4% (voir graphique 2.12). Etablies à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont stagné à un niveau sensiblement inférieur à l'objectif d'inflation que la banque centrale a fixé à 2%. Cette dernière n'a pas modifié sa politique monétaire (voir graphique 2.13).

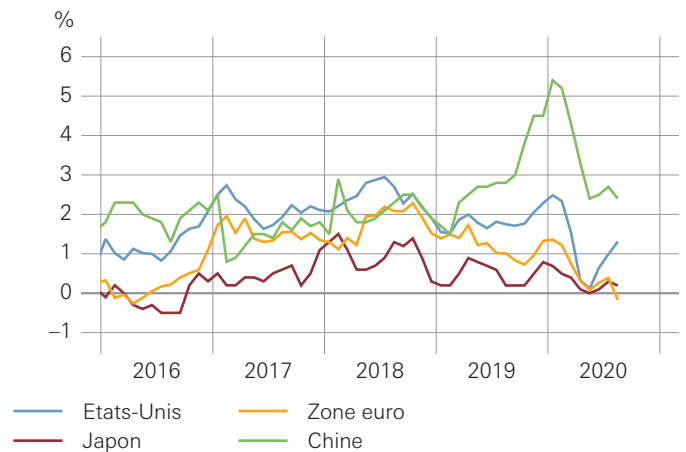
## CHINE

La Chine a assoupli dès le mois de mars les mesures destinées à endiguer le coronavirus. Après une chute historique au premier trimestre, le PIB a progressé de 59,1% au deuxième trimestre (voir graphique 2.8). Il a donc de nouveau été supérieur à son niveau d'avant la crise, mais est resté au-dessous des anticipations de fin

Graphique 2.11

### PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

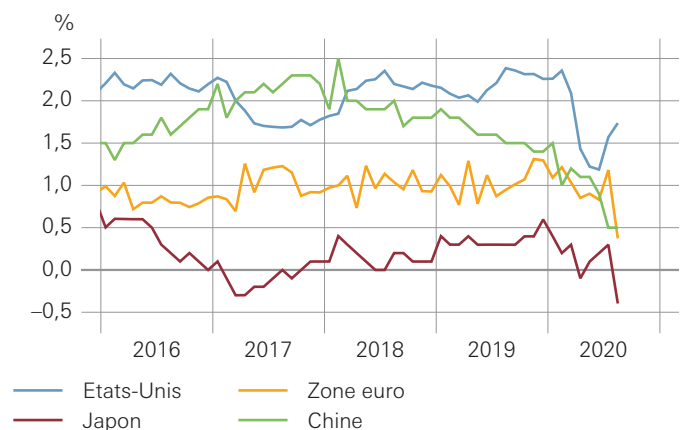


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.12

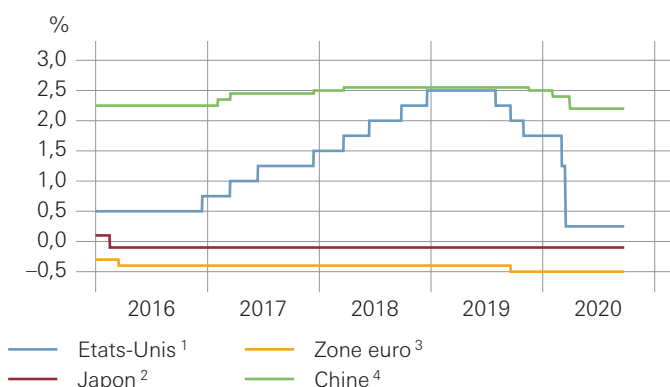
### INFLATION SOUS-JACENTE<sup>1</sup>

Variation par rapport à l'année précédente



<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.  
Source: Refinitiv 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 prises en pension de titres (7 jours).

Source: Refinitiv Datastream.

2019. L'activité économique a retrouvé de sa vigueur sur une large assise.

La reprise devrait se poursuivre au troisième trimestre. Dans son ensemble, l'activité a encore progressé dans l'industrie et le secteur tertiaire en juillet et en août. Les mesures monétaires et budgétaires adoptées au premier semestre continuent à stimuler la conjoncture. Les taux directeurs sont demeurés inchangés depuis qu'ils ont été abaissés en avril (voir graphique 2.13).

Après qu'elle a connu un sensible repli au premier semestre, la hausse des prix à la consommation affichait en août un niveau équivalent à celui du mois de mai, à savoir 2,4% (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente a cependant continué de reculer, à cause de la faible évolution des services, pour s'établir à 0,5%, soit son niveau le plus bas des dix dernières années (voir graphique 2.12).

**BRÉSIL, INDE ET RUSSIE**

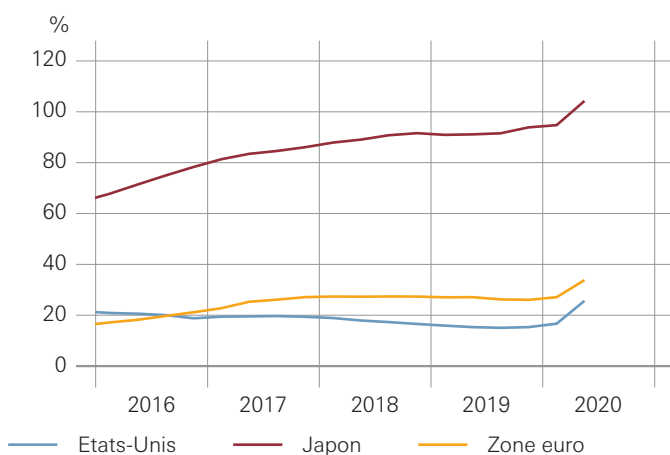
Le PIB s'est fortement replié au Brésil, en Inde et en Russie en raison des mesures d'endiguement ordonnées en mars (voir graphique 2.8). Le repli a été particulièrement marqué en Inde du fait des mesures strictes. Au Brésil, l'incertitude politique a pesé sur la conjoncture en plus du confinement, tandis que la Russie a souffert du faible prix du pétrole.

Les mesures d'endiguement sont progressivement assouplies dans ces trois pays depuis juin, même si les infections sont reparties à la hausse en Inde. Après un net rebond au troisième trimestre, la reprise ne devrait être que graduelle dans ces économies et connaître ainsi une évolution semblable à celle observée dans le reste du monde.

Graphique 2.14

**BASE MONÉTAIRE**

En % du PIB



Source: Refinitiv Datastream.



# 3

## Evolution économique en Suisse

En Suisse également, la pandémie de COVID-19 a entraîné une récession marquée. Au deuxième trimestre, le PIB s'est situé ainsi plus de 10% en dessous de son niveau d'avant la crise. Contrairement à ce qui avait été le cas lors de précédentes récessions, les branches fortement touchées ont été particulièrement nombreuses dans les services.

A la suite de l'assouplissement des mesures de santé publique et grâce au soutien de la politique budgétaire et monétaire, l'activité économique en Suisse s'est de nouveau nettement redressée depuis mai. Cela devrait se traduire par une forte hausse du PIB au troisième trimestre. L'évolution positive devrait se poursuivre en 2021.

La Banque nationale estime toutefois que la reprise restera tout d'abord incomplète, comme à l'étranger. Les capacités de production devraient demeurer sous-utilisées pendant une longue période, et le chômage devrait poursuivre sa progression.

Le PIB devrait diminuer cette année de 5% environ. Cela constituerait le plus fort recul depuis la crise du milieu des années 1970. Lors du dernier examen de la situation économique et monétaire, la BNS avait tablé sur un recul encore plus prononcé. La révision de la prévision s'explique essentiellement par le fait que le recul au premier semestre a été un peu moins fort que redouté. Comme pour l'étranger, la prévision pour la Suisse est entourée d'une incertitude élevée.

### PRODUCTION ET DEMANDE

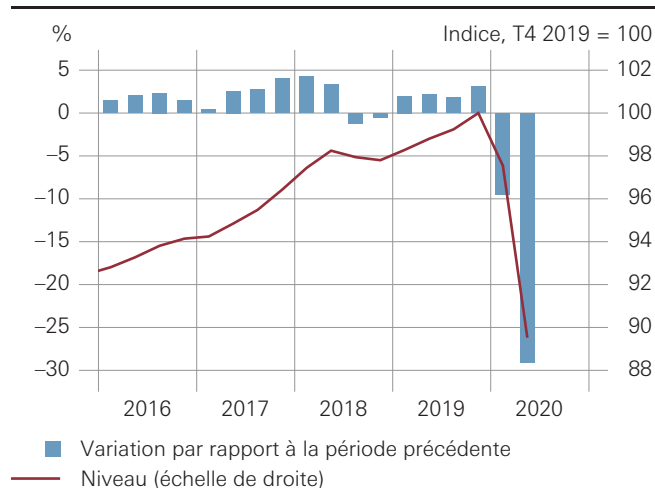
Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. Celles-ci font apparaître une claire reprise de l'activité depuis mai, sans toutefois que le niveau d'avant la crise ne soit retrouvé.

#### Recul record du PIB au premier semestre

Conformément aux anticipations, le PIB a poursuivi son recul au deuxième trimestre. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), il a ainsi chuté de 29,1%, après une baisse de 9,5% au trimestre précédent (voir graphique 3.1). Il s'agit des reculs les plus importants depuis que le SECO a commencé à publier son évaluation trimestrielle en 1980. Le PIB s'inscrit ainsi à un niveau inférieur de plus de 10% à celui d'avant la crise.

Graphique 3.1

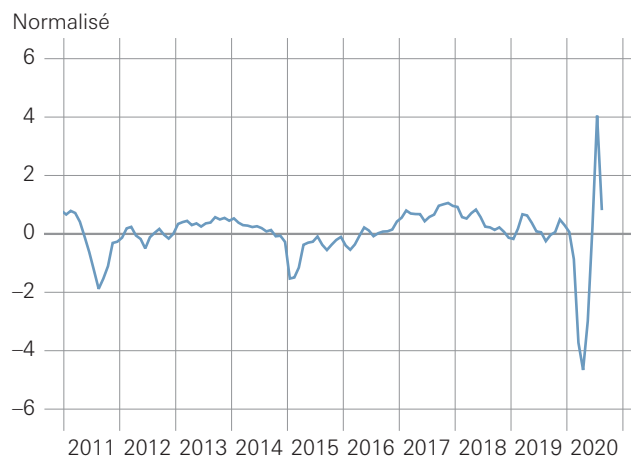
### PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

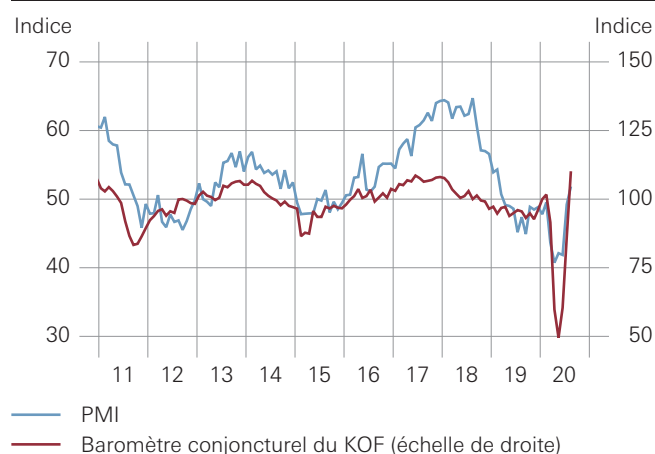
### INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

### PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

La création de valeur a elle aussi continué de fléchir au deuxième trimestre dans presque toutes les branches. Les services qui ont été particulièrement touchés par la pandémie ont le plus souffert (hôtellerie et restauration, transports et communications ainsi qu'arts et spectacles). Dans l'industrie manufacturière et la construction également, la création de valeur a fortement reculé. Seules les assurances et l'administration publique ont enregistré une augmentation de la création de valeur.

La demande finale s'est également écroulée sur un large front (voir tableau 3.1). La baisse a été particulièrement sensible dans le commerce extérieur. De même, la consommation des ménages et les investissements (constructions et biens d'équipement) ont fortement reculé. Seule la consommation de l'Etat et des assurances sociales a légèrement progressé.

### Amélioration des indicateurs conjoncturels

La plupart des indicateurs conjoncturels ont affiché une amélioration au cours des derniers mois. A partir de mai, cette amélioration est marquée tant pour les indicateurs relatifs à la consommation (commerce de détail et climat de consommation) que pour le commerce extérieur.

L'indice conjoncturel de la BNS, qui offre une vue exhaustive de l'évolution de la conjoncture, s'inscrit de nouveau dans la zone positive depuis juin, ce qui signale une croissance supérieure à la moyenne (voir graphique 3.2). De même, le baromètre du KOF et l'indice PMI de l'industrie manufacturière remontent notablement (voir graphique 3.3). Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale donnent des signes comparables (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss) et font apparaître une nette amélioration au troisième trimestre.

### Niveau d'activité toujours inférieur à celui d'avant la crise

D'après l'observation de toutes les données disponibles, l'activité économique a atteint son niveau le plus bas en avril. Elle a repris depuis l'assouplissement des mesures prises contre la pandémie de COVID-19, ce qui devrait entraîner une forte progression du PIB au troisième trimestre. Cependant, l'activité devrait demeurer très en dessous de son niveau d'avant la crise, du fait que la pandémie continue de faire sentir ses effets sur la production et sur la demande.

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				2020	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	1,4	1,2	1,0	1,2	0,0	1,3	2,0	1,4	0,9	0,9	-17,4	-30,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,3	1,2	0,3	1,2	-0,4	1,3	1,2	0,6	2,7	2,9	3,3	0,9
Investissements	2,5	3,4	1,1	0,9	-5,7	-2,2	7,3	-2,7	0,8	15,6	-10,8	-30,8
Construction	-0,2	1,5	1,2	-0,1	-0,3	-0,8	0,2	0,0	1,4	2,6	1,8	-14,9
Biens d'équipement	4,3	4,6	1,1	1,5	-8,7	-3,0	11,8	-4,3	0,5	23,9	-17,5	-39,2
Demande intérieure finale	1,7	1,8	0,9	1,1	-1,6	0,4	3,3	0,2	1,1	5,0	-13,1	-26,6
Variation des stocks <sup>1</sup>	-1,4	0,0	0,6	-0,4	-0,1	-11,1	3,1	1,3	2,5	-3,7	4,4	-8,1
Exportations totales <sup>2</sup>	6,5	3,8	4,5	2,7	-8,4	21,3	1,3	-0,6	1,3	2,1	-5,9	-38,3
Biens <sup>2</sup>	5,9	5,2	5,9	4,8	-13,3	40,6	-1,9	3,8	2,2	-0,7	6,2	-32,6
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	5,8	5,8	4,4	4,7	-11,8	31,1	0,3	3,2	3,5	-4,6	9,6	-46,2
Services	7,6	1,1	1,6	-1,6	2,0	-10,2	8,4	-9,5	-0,8	8,6	-28,0	-50,1
Importations totales <sup>2</sup>	4,4	4,4	2,4	1,9	-11,2	3,4	11,2	-2,2	5,5	-2,1	-1,8	-52,6
Biens <sup>2</sup>	3,8	5,2	6,2	2,0	-14,0	6,1	16,4	-6,4	4,9	-5,8	-3,3	-46,0
Services	5,5	2,8	-4,3	1,6	-5,3	-1,8	1,4	6,8	6,8	5,5	1,1	-63,3
Commerce extérieur <sup>3</sup>	1,6	0,2	1,4	0,7	0,3	10,1	-4,1	0,6	-1,7	2,1	-2,5	1,9
<b>PIB</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>-9,5</b>	<b>-29,1</b>

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.



## MARCHÉ DU TRAVAIL

La crise du COVID-19 a également laissé des traces visibles sur le marché du travail. Depuis l'apparition du virus en Suisse, la situation s'y est nettement dégradée. Le chômage a brutalement augmenté, le chômage partiel a explosé et l'emploi a fortement reculé. Ces derniers mois, la progression du chômage a ralenti, et les demandes de chômage partiel ont diminué.

### Ralentissement de la hausse du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a progressé bien plus lentement ces trois derniers mois qu'au début de la crise. Fin août, environ 156 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage en données désaisonnalisées calculé par le SECO s'élevait à 3,4% (voir graphique 3.4), niveau qu'il n'avait plus atteint depuis 2010.

L'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule de son côté 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 désaisonnalisées, il est passé de 4,2% au premier trimestre à 4,8% au deuxième.

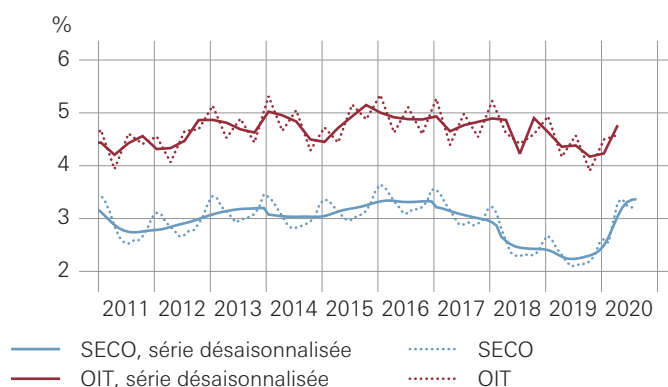
### Fort recul de l'activité au deuxième trimestre

D'après la statistique de la population active occupée (SPAO), la population active a reculé de 2,5% en données désaisonnalisées au deuxième trimestre, soit la plus forte baisse enregistrée depuis 1976 (voir graphique 3.5). La SPAO mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. D'après la STATEM, le nombre d'emplois en équivalents plein temps a également enregistré un fort recul au deuxième trimestre. Des emplois ont été perdus à la fois dans les services, dans la construction et dans l'industrie manufacturière (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

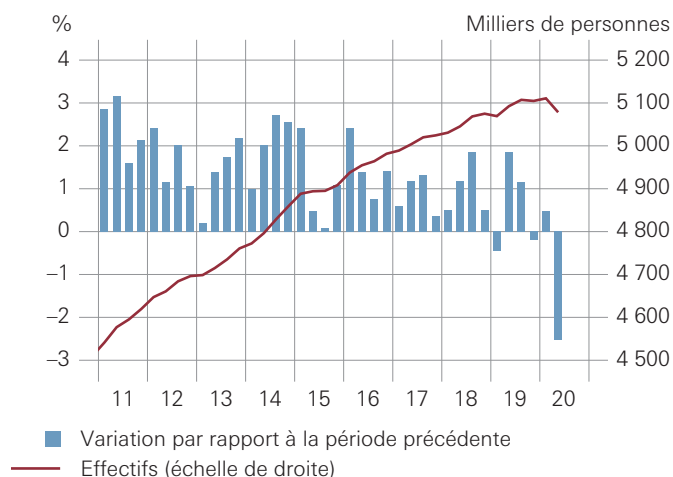
## TAUX DE CHÔMAGE



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

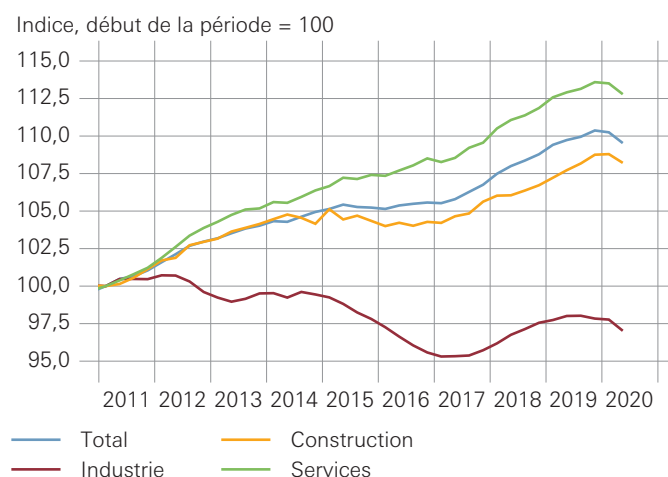
## PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



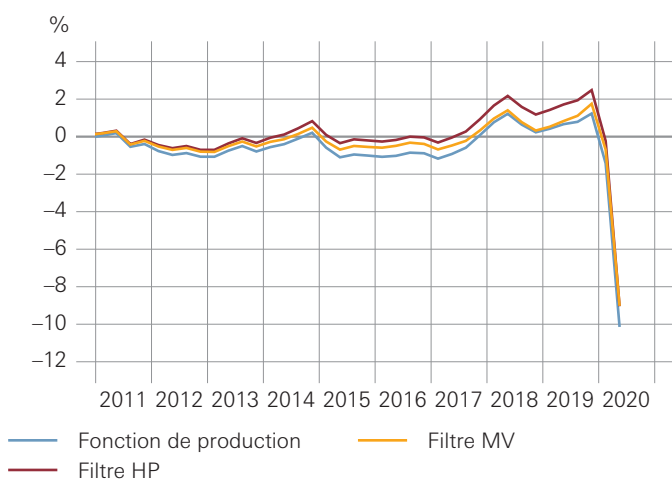
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

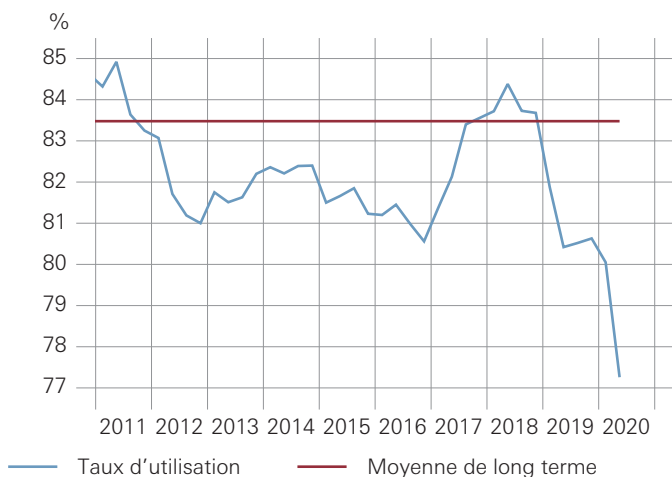
## EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS



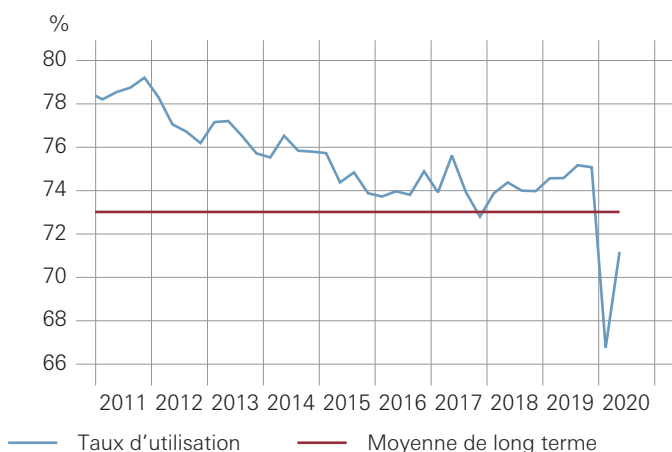
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

**ÉCART DE PRODUCTION**

Source: BNS.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE**

Source: KOF.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION**

Source: KOF.

**Chômage partiel à un niveau élevé**

D'après le SECO, le chômage partiel a atteint un pic en avril, touchant environ 1,3 million de personnes. En juin, près de 490 000 personnes étaient toujours dans ce cas (soit plus de 10% de l'ensemble des actifs) d'après les décomptes provisoires. A titre de comparaison, au plus fort de la crise financière, 92 000 personnes étaient en chômage partiel (soit environ 2% des actifs).

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION****Ecart de production fortement négatif au deuxième 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. Il est positif lorsque l'économie est en surchauffe, et négatif lorsque les capacités sont sous-utilisées. Tandis que l'activité économique a reculé au premier semestre, le potentiel de production estimé est resté largement stable. Un écart de production fortement négatif s'est donc formé. Si l'on estime le potentiel de production à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -10,1% au deuxième trimestre. D'autres méthodes utilisées pour estimer le potentiel de production font aussi apparaître un écart de production fortement négatif au deuxième trimestre (voir graphique 3.7). Cet écart devrait se réduire au cours du troisième trimestre grâce à une croissance soutenue du PIB.

**Sous-utilisation marquée dans de nombreuses branches**

Les enquêtes réalisées auprès des entreprises confirment le fait que l'utilisation des facteurs de production a fortement reculé au premier semestre à la suite de la crise du COVID-19. D'après l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie s'est inscrit à un niveau très inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans la construction, ce taux a quelque peu progressé après sa chute du premier trimestre, mais il est demeuré en dessous de sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les branches des services, il a aussi fortement reculé. Dans l'hôtellerie, en particulier, le taux d'occupation s'est inscrit à un niveau historiquement bas.

La majorité des entreprises signalent des sureffectifs, alors que les années précédentes avaient été marquées par une pénurie de main-d'œuvre. Cette situation va de pair avec le niveau élevé du chômage partiel.

## PERSPECTIVES

L'assouplissement des mesures prises pour lutter contre la pandémie de COVID-19 a permis une reprise notable. Cependant, la crise devrait encore faire sentir ses effets un certain temps. D'abord, les contaminations sont de nouveau en hausse depuis quelques mois. C'est pourquoi certaines restrictions demeurent, notamment dans le secteur des arts et spectacles ou du transport international de personnes. Ensuite, l'incertitude accrue, les pertes de revenus et le recul de la demande extérieure laissent penser que la consommation et l'investissement vont demeurer atones encore un certain temps.

La Banque nationale estime que le retour de l'activité depuis la fin du confinement entraînera une croissance marquée au troisième trimestre, réduisant par là même l'écart de production. Le rythme de croissance devrait être plus modéré par la suite. Il est probable que le PIB demeurera encore longtemps en dessous de son niveau d'avant la crise. Autrement dit, les facteurs de production demeureront sous-utilisés, et la demande de main-d'œuvre restera faible. Le chômage devrait atteindre un pic au milieu de l'année prochaine.

Pour l'année en cours, la Banque nationale table sur un recul du PIB d'environ 5%, soit la baisse la plus forte enregistrée depuis la crise du milieu des années 1970. Cette prévision demeure très incertaine. La BNS formule notamment l'hypothèse que la Suisse ne sera pas de nouveau amenée à prendre des mesures fortes contre la propagation du virus et que la reprise mondiale se concrétisera progressivement, conformément au scénario de base (voir chapitre 2). La prévision ne tient pas compte de la révision des comptes nationaux du 28 septembre.

Graphique 3.10

### PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

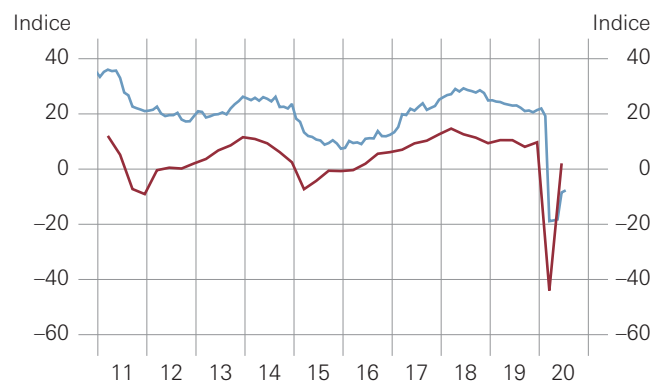


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Refinitiv Datastream.

Graphique 3.11

### MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



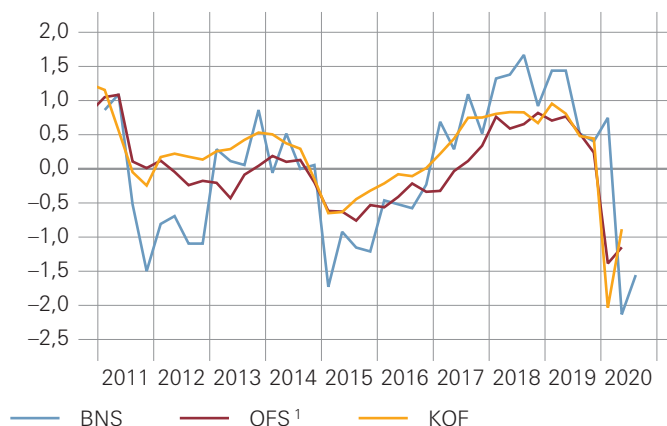
— Evaluation  
— Evolution attendue les 6 prochains mois (échelle de droite)

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 s'est stabilisé ces derniers mois, après avoir sensiblement fléchi au deuxième trimestre en raison des conséquences économiques de la pandémie de COVID-19 et de la chute des cours du pétrole au printemps. L'inflation mesurée par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) est toutefois demeurée clairement négative, s'inscrivant à -0,9% en août. Les taux d'inflation sous-jacente n'ont guère changé et sont restés supérieurs au renchérissement mesuré par l'IPC, comme les trimestres précédents.

Les anticipations d'inflation tant à court terme qu'à plus long terme sont restées quasiment inchangées. Celles à court terme continuent de refléter une inflation négative dans les prochains mois. Les anticipations d'inflation à moyen et à long termes demeurent dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

## PRIX À LA CONSOMMATION

### Hausse du renchérissement annuel

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC s'est un peu redressé au cours des trois derniers mois: il est passé de -1,3% en mai à -0,9% en août (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Cette légère progression concerne les biens et services tant suisses qu'importés.

### Baisse des prix des biens et services importés...

Le renchérissement des biens et services importés est resté clairement négatif et s'établissait à -3,4% en août. Les taux de renchérissement des produits pétroliers et des autres produits importés ont certes un peu augmenté, mais leur contribution au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC demeure négative (voir graphique 4.1).

### ... et prix stables des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses s'inscrivait aux alentours de 0% en août 2020 (voir graphique 4.2). La contribution des biens suisses au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC est restée nulle, tandis que celle des services hors loyers était encore négative. Une hausse sensible du renchérissement des services privés a cependant été observée, puisque celui-ci s'est inscrit à -0,4% en août, contre -1,2% en juin.

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2019		2020		2020			
	T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août	
<b>IPC, indice total</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
Biens et services suisses	0,5	0,4	0,3	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0
Biens	0,6	0,5	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,0
Services	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1
Services privés (hors loyers des logements)	0,7	0,5	0,5	0,2	-1,0	-1,2	-0,7	-0,4
Loyers des logements	0,5	0,5	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	0,7
Services publics	-0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7
Biens et services importés	0,0	-0,1	-1,2	-1,1	-4,2	-4,2	-3,4	-3,4
Hors produits pétroliers	0,4	0,4	-0,3	-0,8	-2,3	-2,4	-1,6	-1,5
Produits pétroliers	-2,7	-4,0	-7,4	-3,8	-18,6	-17,8	-17,1	-16,7

Sources: BNS et OFS.

### Tassement de la hausse des loyers

L'augmentation des loyers était de 0,7% en août, soit inférieure de 0,4 point de pourcentage à celle des mois précédents. Ce repli tient à l'abaissement à 1,25% du taux d'intérêt de référence en mars, qui correspond au taux moyen, pondéré en fonction du volume, des créances hypothécaires en francs accordées par les banques résidentes. Un tassement de la hausse des loyers intervient généralement plusieurs mois après une diminution du taux hypothécaire de référence (voir graphique 4.3).

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

Après la baisse notable des taux d'inflation sous-jacente en début d'année, l'inflation sous-jacente établie par l'OFS (OFS1) a légèrement augmenté au cours des derniers mois, passant de -0,6% en mai à -0,4% en août. L'inflation sous-jacente déterminée à l'aide de la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) n'a guère changé ces derniers mois et était encore d'à peine 0,1% en août. Tant l'OFS1 que la TM15 sont donc demeurées supérieures au renchérissement mesuré par l'IPC (voir graphique 4.4).

L'OFS1 et la TM15 reposent sur un panier réduit: chaque mois, 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

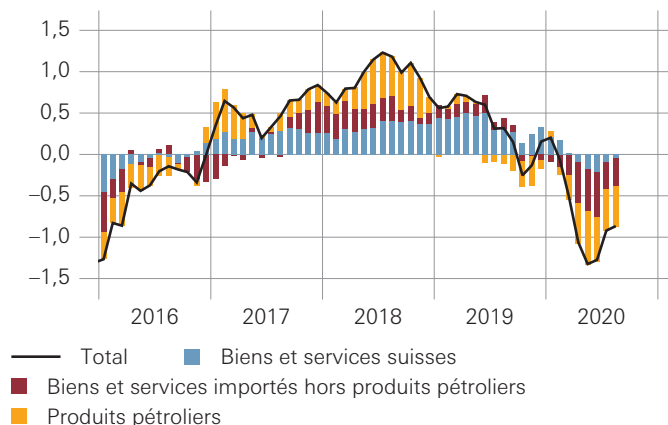
#### Taux d'inflation plus élevé pour les prix de l'offre totale

Du côté de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation), le taux d'inflation annuel s'est légèrement accru: il s'inscrivait à -3,5% en août 2020, alors qu'il était encore de -4,5% en mai 2020 (voir graphique 4.5). La variation des prix à l'importation a été plus marquée que celle des prix à la production.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

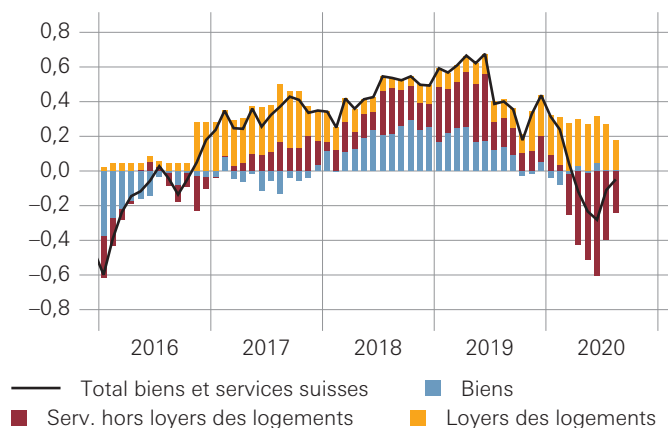


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

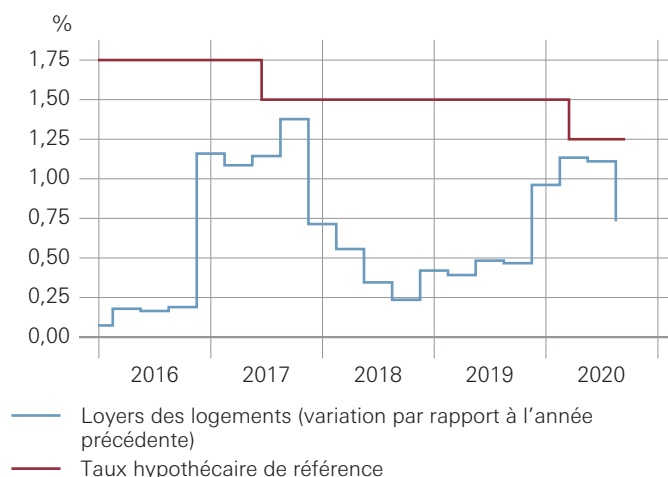
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

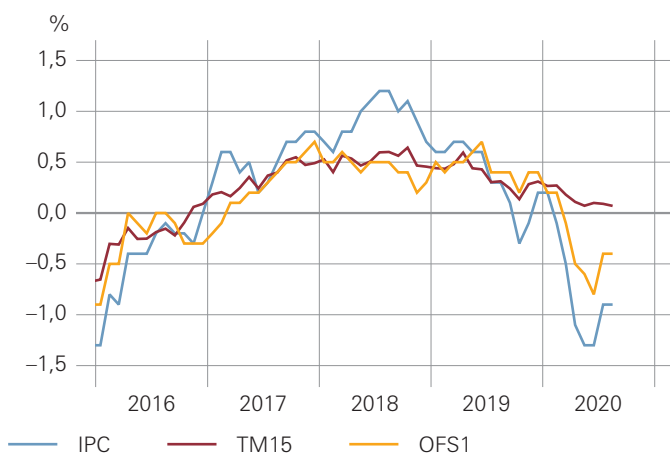
### LOYERS DES LOGEMENTS



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

**INFLATION SOUS-JACENTE**

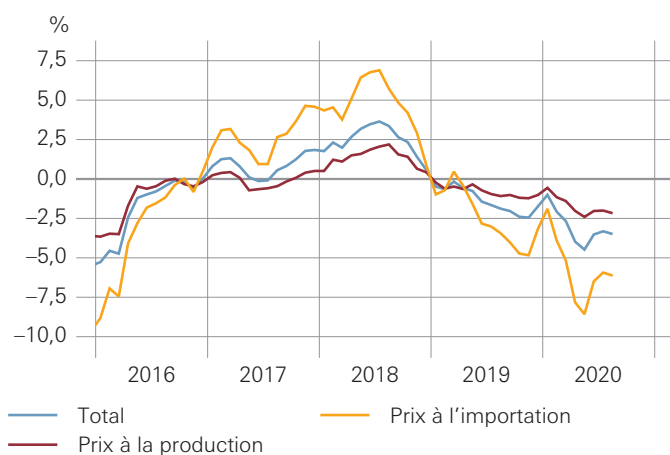
Variation par rapport à l'année précédente



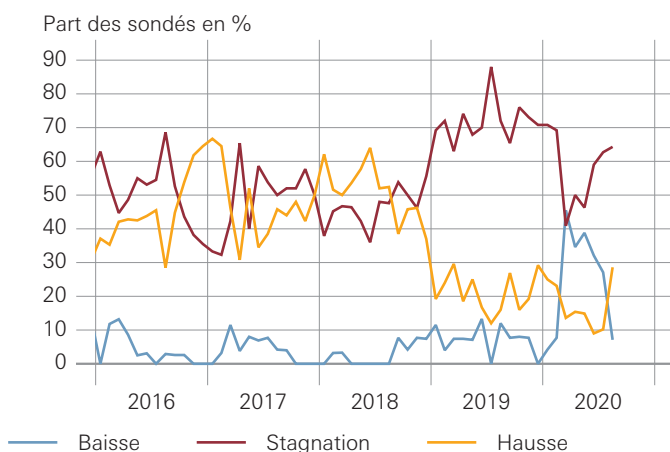
Sources: BNS et OFS.

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

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

Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION****Anticipations d'inflation quasiment inchangées**

En mars et en avril, les anticipations d'inflation pour l'année en cours avaient sensiblement fléchi en raison des conséquences économiques de la pandémie de COVID-19 et de la chute des cours du pétrole. Elles se sont stabilisées depuis.

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, 64% des analystes interrogés en août 2020 tablaient sur des taux d'inflation inchangés au cours des six prochains mois, 29% s'attendaient à une augmentation et seulement 7%, à une baisse (voir graphique 4.6). Comme, par ailleurs, les analystes interrogés avaient connaissance du niveau enregistré en juillet pour le renchérissement annuel mesuré par l'IPC, soit -0,9%, tout laisse à penser qu'ils prévoyaient une inflation négative dans les 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 de faibles anticipations d'inflation (graphique 10 des *Signaux conjoncturels*). Au troisième trimestre 2020, les personnes interrogées estimaient que le renchérissement annuel moyen serait de 0% pour les six à douze mois suivants, contre -0,2% au trimestre précédent.

Il ressort des enquêtes réalisées auprès des ménages suisses qu'un retour à une inflation positive est attendu dans les douze prochains mois. L'enquête trimestrielle effectuée par le SECO auprès des ménages indique qu'environ la moitié des personnes interrogées en juillet 2020 s'attendaient à une hausse des prix dans les douze mois, tandis que 37% tablaient sur des prix inchangés et un nombre légèrement plus faible de participants qu'au trimestre précédent anticipaient une baisse.

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

Les anticipations d'inflation à moyen et à long termes demeurent dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%. Les chefs d'entreprise interrogés au troisième trimestre 2020 par les délégués de la BNS tablaient ainsi sur une inflation de 0,9% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 1%).



Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 18 juin 2020, la BNS a maintenu le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle a laissé inchangés, à  $-0,75\%$ , son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Etant donné le niveau élevé du franc, elle reste disposée à intervenir de manière accrue sur le marché des changes. Dans le cadre de la facilité de refinancement BNS-COVID-19, la Banque nationale a par ailleurs fourni des liquidités supplémentaires au système bancaire et soutenu de cette manière l'approvisionnement de l'économie en crédits avantageux.

Depuis l'examen de juin, le franc s'est nettement raffermi face au dollar des Etats-Unis, mais a quelque peu fléchi vis-à-vis de l'euro (état mi-septembre). Aussi bien les taux d'intérêt sur le marché monétaire que le rendement des emprunts de la Confédération ont légèrement baissé. Le redressement du cours des actions s'est poursuivi mais de manière ralentie par rapport au trimestre précédent.

Au cours du trimestre sous revue, les taux de croissance de la monnaie au sens large se sont à nouveau rapprochés de ceux du crédit. La progression des crédits bancaires s'est quant à elle accélérée par rapport à l'année précédente, notamment du fait du programme de cautionnement de la Confédération.

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

##### Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 18 juin 2020, la BNS a confirmé le cap expansionniste de sa politique monétaire. L'environnement global a été marqué par une forte augmentation de l'incertitude et un assombrissement considérable des perspectives économiques en raison de la pandémie de COVID-19. Dans ce contexte, la BNS a décidé de maintenir à  $-0,75\%$  son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré. En outre, elle a confirmé qu'elle interviendrait de manière accrue sur le marché des changes afin de contribuer à stabiliser la situation en continuant de tenir compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Dans le cadre de la facilité de refinancement BNS-COVID-19, la Banque nationale a par ailleurs fourni des liquidités supplémentaires au système bancaire et soutenu de cette manière l'approvisionnement de l'économie en crédits avantageux.

##### Injection ponctuelle de liquidités au moyen d'opérations d'open market

La BNS recourt, depuis novembre 2019, à des opérations de réglage fin lui permettant de mettre des liquidités à disposition sur une base bilatérale, via le marché monétaire gagé. Elle a de plus annoncé fin juin qu'à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2020, elle effectuerait encore au besoin des opérations d'*open market* sous forme d'appels d'offres pour pensions de titres destinés à injecter ponctuellement des liquidités supplémentaires sur le marché monétaire et ainsi garantir que les taux à court terme du marché monétaire gagé demeurent proches du taux directeur de la BNS.

##### Réduction de la fréquence des opérations d'apport de liquidités en dollars des Etats-Unis

Etant donné l'amélioration continue des conditions de financement en dollars des Etats-Unis et la faible demande de cette monnaie lors des opérations d'apport de liquidités par les accords permanents de swap, la Banque nationale a annoncé le 19 juin 2020, de concert avec la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, réduire la fréquence des opérations portant sur une durée de sept jours, fréquence qui est passée de quotidienne à trihebdomadaire à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2020. Une nouvelle réduction a ensuite été annoncée le 20 août 2020 pour ces opérations, dont la fréquence est hebdomadaire à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2020. Les opérations portant sur une durée de 84 jours continuent quant à elles d'être effectuées hebdomadairement.

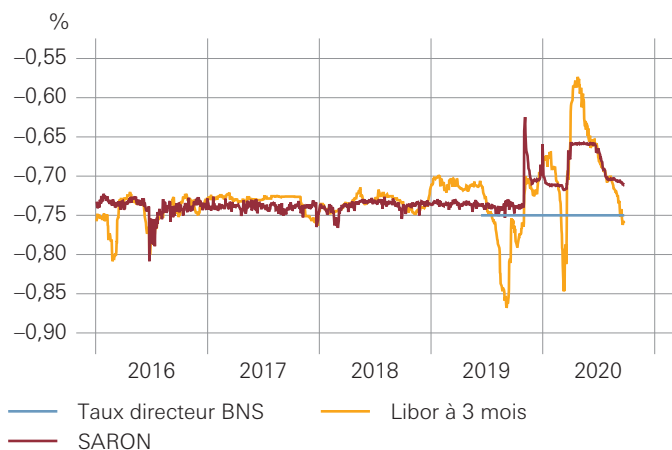
##### Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de juin 2020, les avoirs à vue détenus à la BNS ont augmenté dans leur ensemble. Dans la semaine du 14 au 18 septembre 2020 (la dernière semaine avant l'examen de septembre 2020), ils portaient sur 703,9 milliards de francs et étaient ainsi supérieurs au niveau observé la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2020 (679,5 milliards de francs). Entre mi-juin et mi-septembre 2020, ils s'établissaient en moyenne à 695,9 milliards de francs, soit 625 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 70,8 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 19,1 milliards de francs pour la période allant du 20 mai au 19 août 2020. Dans l'ensemble, les banques dépassaient de 599,4 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 533,3 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

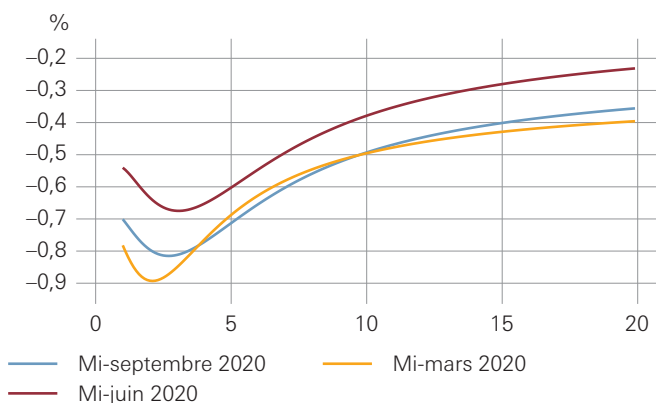


Source: BNS.

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

### Baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire

Les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire se sont situés à un niveau un peu plus bas à la mi-septembre que lors de l'examen de juin. Sur le marché monétaire gagé, le Saron s'est inscrit à  $-0,71\%$ , soit à un niveau proche du taux directeur de la BNS établi à  $-0,75\%$ .

Quant aux taux d'intérêt des opérations non gagées, ils ont également affiché une baisse au cours du trimestre sous revue. Le Libor à trois mois se situait mi-septembre à près de  $-0,76\%$  (voir graphique 5.1).

### Peu de changements dans les taux du marché des capitaux

Les taux d'intérêt à long terme sur le marché des capitaux ont évolué dans une marge relativement étroite au cours du trimestre sous revue. Mi-septembre, les rendements des emprunts obligataires à dix ans de la Confédération se sont inscrits à environ  $-0,5\%$ , soit à un niveau un peu plus bas qu'à l'examen de juin (voir graphique 5.2).

Les fluctuations du rendement des obligations de la Confédération reflétaient pour l'essentiel des facteurs d'ordre mondial et se caractérisaient par une évolution pratiquement analogue à celle des taux d'intérêt à long terme dans d'autres zones monétaires.

### Déplacement de la courbe des rendements vers le bas

Les taux d'intérêt estimés se sont situés, toutes échéances confondues, à un niveau un peu plus bas que lors de l'examen de juin (voir graphique 5.3). Les rendements des emprunts de la Confédération demeuraient négatifs à la mi-septembre pour toutes les échéances.

### Niveau toujours bas des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels sont importants pour les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. Ils se situaient toujours à un bas niveau au cours du trimestre sous revue, étant donné que les rendements nominaux des emprunts de la Confédération s'inscrivaient en zone négative tandis que les anticipations d'inflation à moyen et long terme telles qu'elles ressortent des enquêtes demeuraient positives.



## COURS DE CHANGE

### Nette appréciation du franc face au dollar des Etats-Unis, légère dépréciation face à l'euro

Depuis l'examen de juin, le franc s'est apprécié d'environ 3% face au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4). La tendance s'inscrit dans un contexte d'affaiblissement marqué de cette monnaie par rapport à la plupart des autres. Le dollar des Etats-Unis s'est en effet déprécié, en particulier au cours de la seconde moitié du mois de juillet. Une des principales raisons de cette faiblesse est notamment inhérente à la politique monétaire expansionniste des Etats-Unis. A la mi-septembre, le dollar des Etats-Unis s'échangeait à 0,92 franc.

Le cours de l'euro en franc n'a affiché qu'une faible volatilité dans la période sous revue. Mi-juillet, la monnaie unique s'est appréciée vis-à-vis du franc et d'autres monnaies, lorsqu'il est apparu qu'un accord se dégagait concernant le fonds de relance européen. Mi-septembre, l'euro s'échangeait à près de 1,08 franc, soit environ 0,5% de plus que le niveau enregistré lors de l'examen de juin 2020.

### Niveau record de la valeur extérieure du franc en termes nominaux

En termes nominaux, la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur a atteint un nouveau pic en août (voir graphique 5.5). Au cours des derniers mois, le facteur essentiel de cette évolution a été la nette appréciation du franc par rapport au dollar des Etats-Unis depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. Sur une base nominale pondérée par le commerce extérieur, la valeur du franc a augmenté d'environ 1% depuis mi-juin.

### Valeur extérieure toujours élevée en termes réels

La valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur a augmenté également en termes réels (voir graphique 5.6). Alors qu'elle a atteint un nouveau pic en termes nominaux, en termes réels elle est demeurée en deçà notamment du niveau atteint en 2015, après la suppression du cours plancher. Cette différence tient au fait que l'inflation en Suisse affiche un taux inférieur à celui observé à l'étranger. Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé.

Graphique 5.4

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



Source: BNS.

Graphique 5.5

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



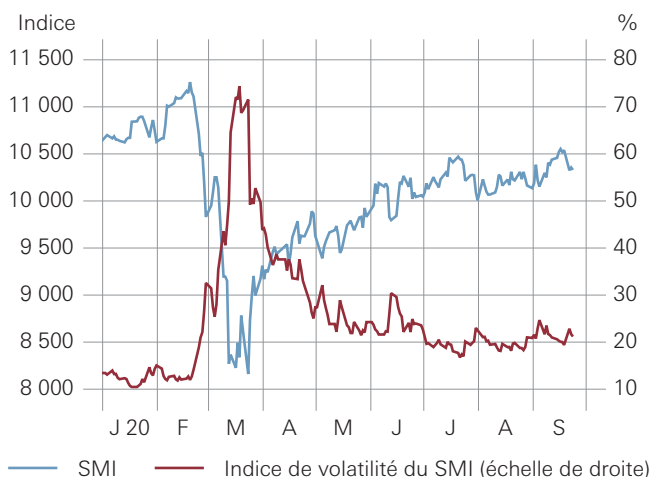
Source: BNS.

Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS

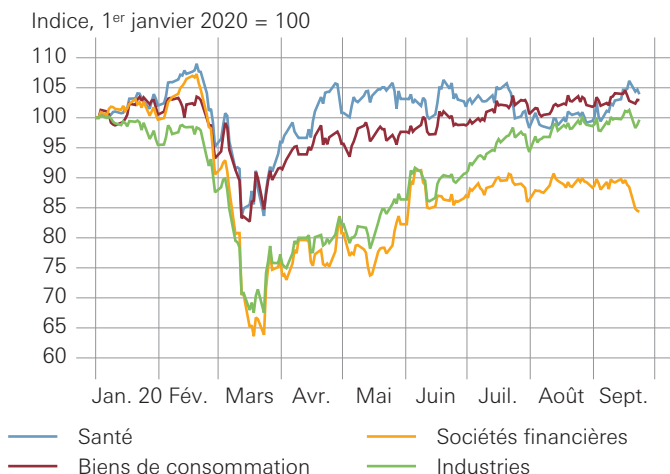


Source: BNS.

**COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ**

Sources: Bloomberg et Refinitiv Datastream.

Graphique 5.8

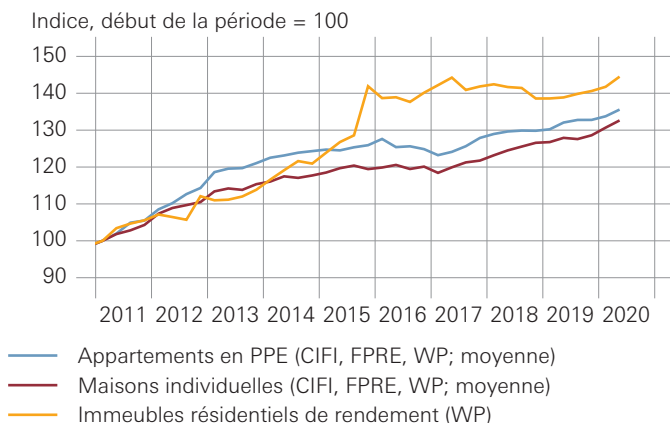
**SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES**

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 5.9

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

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

**COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER****Redressement ralenti du cours des actions**

Au trimestre sous revue, l'évolution du cours des actions de grands groupes technologiques a entraîné, aux Etats-Unis, les principaux indices boursiers vers de nouveaux pics historiques. Depuis l'examen de mi-juin, les indices des actions européennes ont augmenté plus lentement que ceux des actions des Etats-Unis. Le Swiss Market Index (SMI) s'inscrivait mi-septembre légèrement au-dessus du niveau qu'il affichait en juin au moment de la décision de politique monétaire (voir graphique 5.7), soit toujours quelque 8% en deçà du niveau record qu'il avait atteint en février 2020.

**Incertitude sur le marché pratiquement inchangée**

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Depuis l'examen de mi-juin, l'indice de volatilité n'a guère varié.

**Secteurs cycliques: net redressement des indices sectoriels**

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux indices sectoriels du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Les cours des actions des entreprises industrielles se sont nettement redressés depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire qui a eu lieu en juin. Les valeurs des entreprises du secteur de la santé ont en revanche stagné durant cette même période. A la différence des autres indices sectoriels, celui des prestataires de services financiers s'établissait à un niveau toujours nettement inférieur à celui des cours affichés en début d'années.

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

Au deuxième trimestre 2020, les prix de transaction pour l'immobilier résidentiel ont continué de croître (voir graphique 5.9). Le nombre de transactions est resté approximativement au niveau auquel il se situait les années précédentes. Le marché de l'immobilier résidentiel ne semble donc jusqu'ici que peu touché par la pandémie de COVID-19. Des répercussions ne sont toutefois pas encore à exclure à l'avenir sur le marché de l'immobilier résidentiel, dans la mesure où le développement ultérieur de la pandémie pourrait notamment influencer l'évolution du revenu des ménages.

**Expansion de la monnaie centrale**

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, s'inscrivait en août 2020 à 717,9 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10). Depuis le mois de mars, la monnaie centrale a continué de croître. Cette évolution s'explique en grande partie par les interventions de la Banque nationale sur le marché des changes. Elle est aussi imputable à l'utilisation de la facilité de refinancement BNS-COVID-19 par les banques et aux pensions de titres de la BNS.

Les autres avoirs détenus en comptes de virement à la BNS ont légèrement reculé ces derniers mois.

**Croissance persistante de la monnaie au sens large**

Après avoir ralenti au second semestre 2019, les taux de croissance de la monnaie au sens large ont amorcé une accélération en mars 2020. En août, ils se sont rapprochés des taux de croissance du crédit et les ont en partie dépassés. L'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) a enregistré une progression de 5,2% entre août 2019 et août 2020 (voir tableau 5.1). Dans le même temps, les agrégats monétaires M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 2,8% et 4%.

**Hausse plus forte des crédits bancaires**

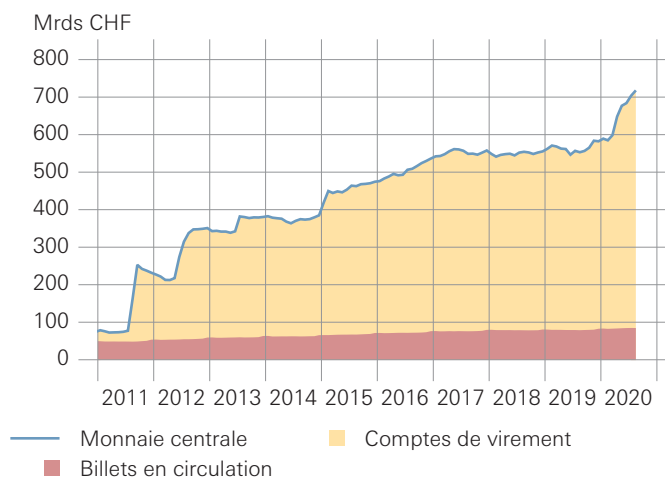
Au deuxième trimestre 2020, l'encours des crédits bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) a affiché une progression annuelle de 4%, après avoir crû de 3,5% au premier trimestre (voir tableau 5.1). Le taux de croissance des prêts hypothécaires a diminué de façon minime, alors que celui des autres crédits a considérablement augmenté, en partie à la suite de la mise en œuvre du programme de cautionnement solidaire par la Confédération. Dans le cadre de ce dernier, des crédits ont été octroyés pour une durée de cinq ans. Quelque 135 000 entreprises, en majorité de petite taille, ont obtenu des liquidités (limites de crédit) pour un montant total de près de 17 milliards de francs.

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% de l'encours des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont enregistré une progression annuelle de 3% au deuxième trimestre 2020. Cette progression était de 3,1% au trimestre précédent. Le bas niveau des taux a continué à soutenir la demande de prêts hypothécaires. Le taux des prêts hypothécaires à dix ans s'est inscrit à 1,2% en juillet, frôlant le niveau le plus bas jamais enregistré.

Les autres crédits ont évolué de façon nettement plus volatile que les prêts hypothécaires (voir graphique 5.11). Leur taux de croissance a connu une hausse sensible, passant de 3,8% au quatrième trimestre 2019 à 5,7% au premier trimestre 2020, puis à 9,4% au deuxième

Graphique 5.10

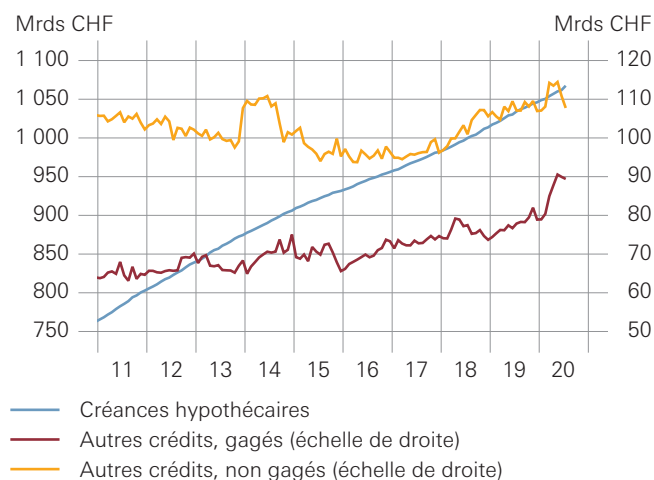
**MONNAIE CENTRALE**



Source: BNS.

Graphique 5.11

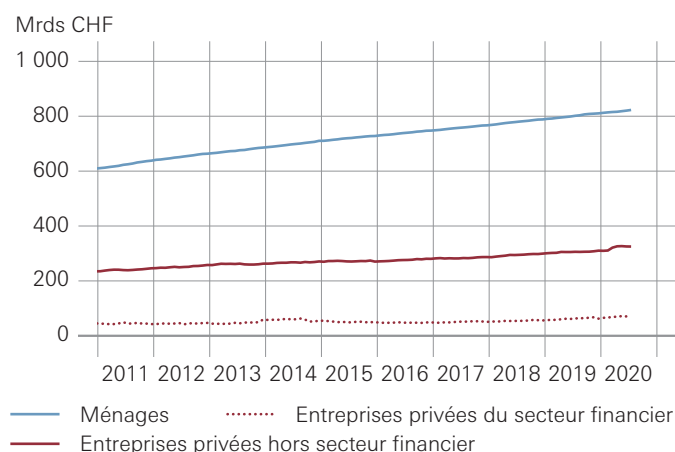
**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS**



Source: BNS.

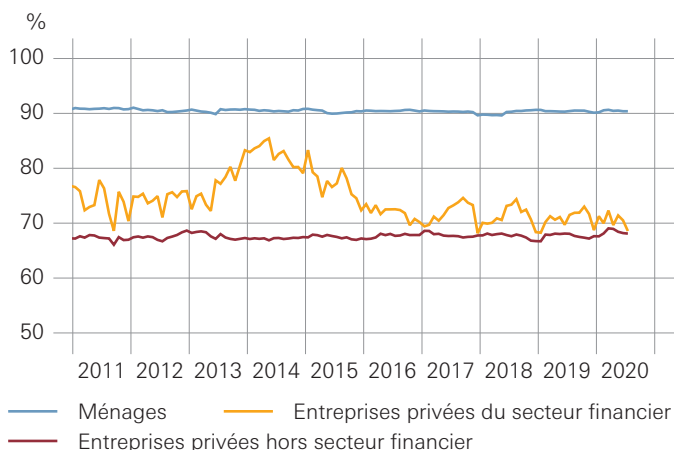
Graphique 5.12

**CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES**



Source: BNS.

### UTILISATION DES LIMITES DE CRÉDITS PAR SECTEUR



Source: BNS.

trimestre. Cette évolution s'explique essentiellement par les autres crédits gagés, lesquels englobent les crédits-relais COVID-19 cautionnés par la Confédération. Le volume des autres crédits non gagés, qui a fortement progressé en mars, a diminué en juin et en juillet. Le niveau actuel correspond à celui enregistré avant la pandémie de COVID-19.

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

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

Fin juillet 2020, les crédits aux ménages dépassaient de 21,3 milliards de francs, ou de 2,7%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux sociétés non financières ont augmenté en un an de 19,1 milliards de francs, soit de 6,2%. Dans la même période, les prêts aux entreprises du secteur financier se sont accrus de 5,3 milliards de francs ou de 8,4%.

Si l'octroi de crédits a connu une expansion considérable, le degré d'utilisation des limites de crédit n'a que peu progressé au cours de l'année (voir graphique 5.13). Depuis le début de l'année, il est passé de 90,1% à 90,5% pour les ménages, de 67,6% à 69% pour les sociétés non financières et de 68,7% à 69,9% pour les sociétés financières. Il en ressort que la demande de crédits a été satisfaite dans une très large mesure et que rien ne laisse présager un rationnement du crédit.

Tableau 5.1

**AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES**

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2020	2020
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
<b>M1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>
<b>M2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
<b>M3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1, 3</sup>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	
Créances hypothécaires <sup>1, 3</sup>	3,4	3,5	3,3	3,1	3,0	3,1	3,2	
Ménages <sup>2, 3</sup>	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,7	2,6	
Entreprises du secteur privé <sup>2, 3</sup>	5,3	5,5	4,8	4,3	4,4	4,4	4,1	
Autres crédits <sup>1, 3</sup>	3,6	3,4	3,8	5,7	9,4	7,8	6,6	
gagés <sup>1, 3</sup>	2,0	2,8	7,1	8,1	16,5	17,3	14,8	
non gagés <sup>1, 3</sup>	4,8	3,8	1,4	3,9	4,4	1,2	0,6	

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

## 3<sup>e</sup> 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, 212 entretiens ont  
eu lieu avec des représentants d'entreprises entre le 21 juillet  
et le 8 septembre.

Compte tenu des circonstances, les délégués ont abordé  
plusieurs thèmes supplémentaires, dont des questions  
spécifiques concernant la situation des entreprises en matière de  
liquidités et la demande de crédits (voir explications en page 32).

### 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  
Fabian Schnell

## L'essentiel en bref

---

- Le ralentissement prononcé de l'économie observé au trimestre précédent a fait place à une reprise marquée mais incomplète au troisième trimestre.
- D'après les entretiens, les chiffres d'affaires en termes réels sont nettement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Dans l'industrie, toutefois, ils sont encore sensiblement inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant. Il existe des disparités très importantes selon les branches et les entreprises.
- Les capacités de production et les infrastructures demeurent fortement sous-utilisées dans l'industrie et les services. Les marges bénéficiaires se sont quelque peu améliorées mais restent inférieures au niveau considéré comme habituel.
- Etant donné la situation économique, les effectifs sont toujours jugés trop élevés, surtout dans l'industrie. Jusqu'ici, le recours au chômage partiel a cependant permis à de nombreuses entreprises d'éviter des licenciements.
- Les difficultés rencontrées au trimestre précédent au niveau de l'achat et de la fourniture de biens et de services ont en grande partie disparu. La situation des entreprises en matière de liquidités s'est aussi considérablement améliorée.
- L'incertitude quant à l'évolution future reste exceptionnellement élevée. Les conséquences d'une éventuelle deuxième vague de contaminations et, partant, le risque d'une faiblesse persistante de la croissance mondiale comptent parmi les principales préoccupations.
- Les crédits-relais proposés par la Confédération sont considérés comme une mesure très utile et appropriée.

## SITUATION ACTUELLE

### Vive contre-réaction au ralentissement prononcé de l'économie au trimestre précédent

Après la contraction massive de l'économie au deuxième trimestre liée à la fermeture d'un certain nombre d'entreprises dans tout le pays en raison de la pandémie, une reprise marquée mais incomplète s'est amorcée au troisième trimestre.

Durant le trimestre examiné, les chiffres d'affaires en termes réels des entreprises ont fortement augmenté dans les trois domaines d'activité – services, industrie et construction – et se situent à un niveau nettement supérieur à celui du trimestre précédent (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, se reporter aux informations figurant à la fin du rapport). Dans l'industrie et dans certaines branches des services, ils restent toutefois sensiblement inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant.

Du côté des exportations, la marche des affaires avec la Chine, le Japon et d'autres pays asiatiques a continué de se redresser. Les interlocuteurs jugent les activités commerciales avec l'Europe très hétérogènes. En revanche, les signaux venant des Etats-Unis et d'Amérique latine demeurent majoritairement négatifs. Certaines entreprises exportatrices de la branche des technologies médicales sentent les effets de la baisse de la demande en provenance de pays dans lesquels les opérations non urgentes étaient interdites. Le secteur de l'aviation civile reste confronté à des problèmes majeurs, qui ont des répercussions sur tous les fournisseurs. La demande internationale dans le secteur de l'armement soutient toutefois les exportations.

L'impact général de la crise du COVID-19 est jugé un peu moins négatif qu'au trimestre précédent: deux tiers des entreprises indiquent avoir été affectées par la pandémie au troisième trimestre, la plupart qualifiant l'impact observé jusqu'ici de nettement négatif (voir graphique 2). L'impact général observé est qualifié de positif par 13% des entreprises, tandis que pour 21%, les impacts positif et négatif s'annulent mutuellement.

### Capacités de production fortement sous-utilisées

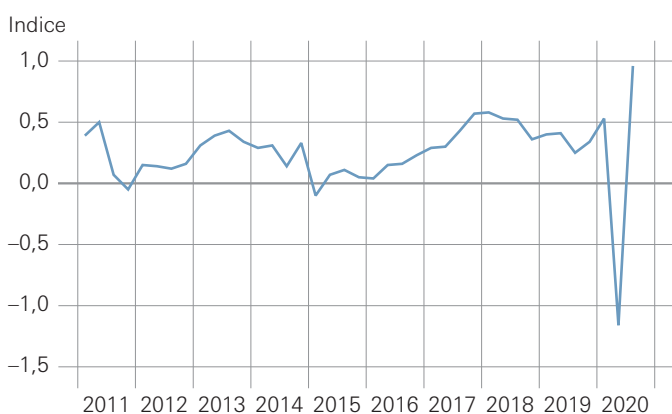
En raison de la crise, les capacités techniques de production dans l'industrie ainsi que les infrastructures dans les services sont toujours nettement sous-utilisées (voir graphique 3). Dans les services, cette sous-utilisation est moins marquée qu'au trimestre précédent. La construction enregistre une légère surutilisation.

### Presque plus d'entraves à l'achat – débouchés faiblement perturbés

Pour près de 80% des entreprises, les achats de matières premières et de produits en amont ne sont plus entravés et sont donc comparables à la situation qui prévalait avant l'éclatement de la crise du COVID-19. Au total, 17% des entreprises connaissent encore des difficultés d'approvisionnement et des retards de livraison.

Graphique 1

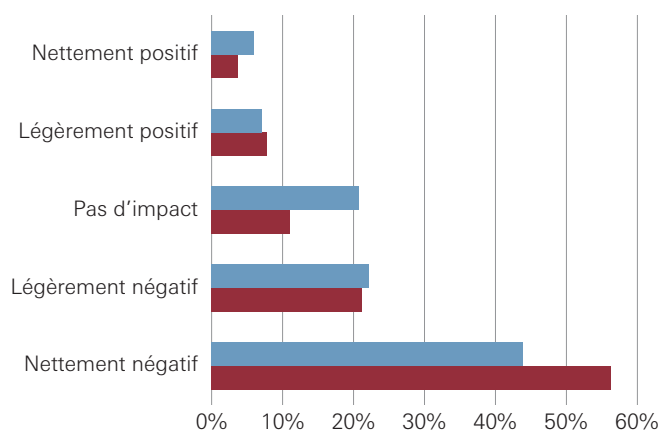
### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

Graphique 2

### IMPACT GÉNÉRAL DE LA CRISE DU COVID-19



■ T3 2020 ■ T2 2020

Source: BNS.



En ce qui concerne les débouchés, la situation s'est aussi considérablement améliorée. Seules 18% des entreprises ont fait état de difficultés pour livrer leurs produits ou fournir leurs services normalement. Le respect des mesures de protection et les restrictions imposées aux déplacements sont les principales raisons évoquées. Au deuxième trimestre, en revanche, 52% des entreprises avaient été totalement ou partiellement empêchées de fournir leurs produits ou services pour diverses raisons (fermeture de leurs propres locaux commerciaux ou des entreprises de leurs acheteurs, refus de réceptionner les marchandises, manque de capacités de transport).

Plusieurs entreprises ont de nouveau signalé une augmentation des coûts du fret aérien.

### Effectifs trop élevés

Après l'apparition de la pandémie, les interlocuteurs ont jugé les effectifs nettement trop élevés. Les entreprises ont réagi rapidement en recourant à diverses mesures, notamment au chômage partiel. Cet instrument a permis d'éviter jusqu'ici des licenciements massifs. Au troisième trimestre, 37% des entreprises considèrent toutefois leurs effectifs encore trop élevés. Les postes qui deviennent vacants en raison de fluctuations naturelles ne sont dans la plupart des cas pas repourvus. Les entreprises veulent éviter de licencier le plus longtemps possible, notamment pour conserver le savoir-faire.

La santé des collaborateurs est un aspect hautement prioritaire dans les entreprises. Par conséquent, nombre d'entre elles misent toujours sur le télétravail et les systèmes de répartition des équipes.

### Recrutement nettement plus aisé

Les entreprises qui ont recherché du personnel notent une forte augmentation des candidatures, tant spontanées que celles envoyées en réponse à des offres d'emploi, et font état d'un recrutement nettement plus aisé. Elles constatent par ailleurs que la qualité des candidatures est sensiblement supérieure à la moyenne.

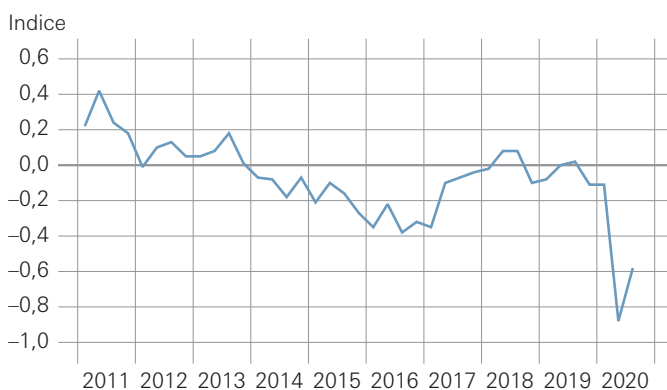
On observe une recrudescence de spécialistes sur le marché du travail; le problème du manque de personnel qualifié n'est plus que rarement évoqué. Les experts en technologies de l'information, notamment, sont toujours très recherchés.

### Amélioration des marges bénéficiaires

Après l'effondrement des marges bénéficiaires dans une grande partie des entreprises au deuxième trimestre, la situation s'est détendue au troisième trimestre. Les marges sont certes toujours considérées comme étant plus basses qu'à l'accoutumée, mais grâce aux mesures prises, elles sont de nouveau jugées «viables», voire «confortables». La possibilité de recourir au chômage partiel a largement contribué à cette évolution. La situation est toujours très contrastée selon les branches et les entreprises.

Graphique 3

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



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

## Liquidités et demande de crédits

Depuis l'éclatement de la crise du COVID-19, l'une des difficultés majeures des entreprises consiste à s'assurer un niveau de liquidités suffisant. Lors des entretiens menés avec les chefs d'entreprise, plusieurs questions supplémentaires ont donc été consacrées à ce thème.

La situation des entreprises en termes de liquidités s'est détendue par rapport au trimestre précédent. Seules 25% des entreprises la jugent plus tendue qu'avant l'apparition de la pandémie, contre 40% au trimestre précédent (voir graphique 4). D'une part, le niveau des bénéfiques s'est amélioré en comparaison trimestrielle. D'autre part, les crédits-relais de la Confédération, le recours au chômage partiel et diverses autres mesures ont eu un effet stabilisateur sur l'approvisionnement des entreprises en liquidités. La moitié des entreprises considèrent que leur situation en matière de liquidités n'a pas changé. Elles sont 20% à estimer que leur niveau de liquidité est même meilleur qu'avant la crise. Cela s'explique également par une meilleure gestion des débiteurs. La plupart des entreprises affirment n'avoir quasiment pas subi de pertes sur débiteurs. De même, elle ne déplorent presque aucun retard de paiement, soit de leur propre fait, soit de la part de leurs acheteurs.

La demande de crédits a sensiblement reculé en comparaison trimestrielle. Tandis qu'au deuxième

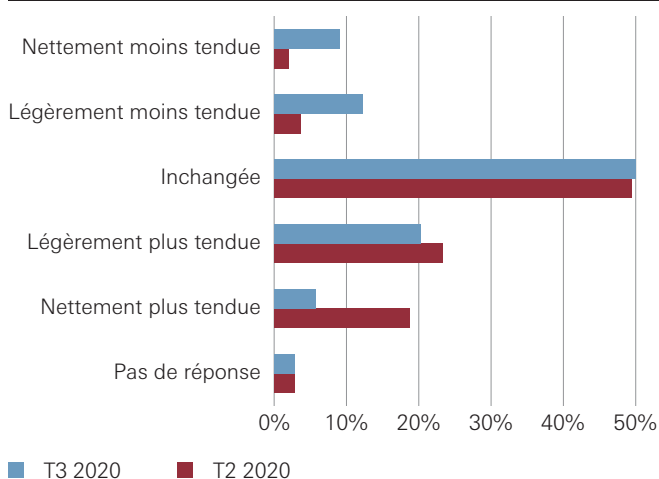
trimestre, près d'un tiers des entreprises avaient sollicité un crédit – soit un crédit-relais entièrement ou partiellement couvert par un cautionnement solidaire de la Confédération, soit un crédit d'une autre nature –, elles n'étaient plus que 2% au troisième trimestre. Certaines entreprises ont demandé des crédits-relais par mesure de précaution mais ne les ont pas encore utilisés.

Parmi les interlocuteurs qui ont pu s'exprimer à ce sujet, une grande partie (39%) ont le sentiment que les banques n'ont pas modifié leurs conditions de prêts en raison de la crise du COVID-19 (voir graphique 5), environ 7% estiment qu'elles ont durci ces conditions et près de 7% qu'elles les ont assouplies. Dans certains cas, les banques se sont adressées aux clients de façon proactive et ont proposé d'elles-mêmes des crédits ou fait d'autres gestes commerciaux. Les entreprises qui ont été en contact avec des banques ont jugé le comportement de celles-ci très coopératif.

Les entreprises dans leur ensemble ont beaucoup apprécié la rapidité et la simplicité de mise en œuvre des crédits-relais de la Confédération ainsi que l'instrument du chômage partiel. Ces mesures ont considérablement contribué à renforcer la confiance.

Graphique 4

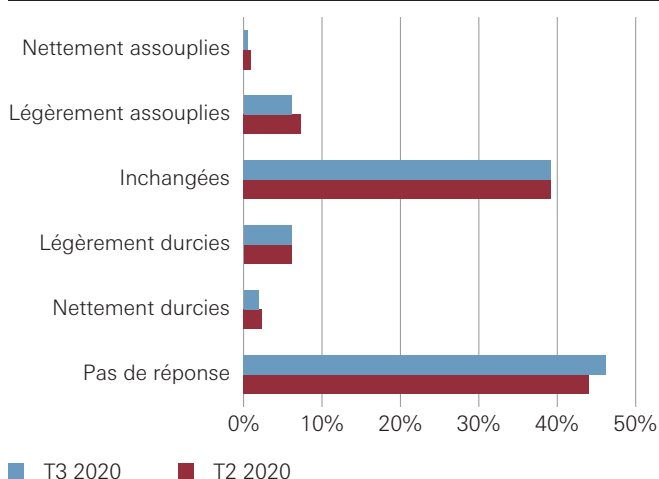
### SITUATION EN TERMES DE LIQUIDITÉS



Source: BNS.

Graphique 5

### CONDITIONS DE PRÊT



Source: BNS.

## ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont dans l'ensemble nettement supérieurs à ceux du trimestre précédent et identiques à ceux enregistrés un an auparavant en raison de forts effets de rattrapage. Le commerce de détail stationnaire, notamment, affiche une marche des affaires dynamique, tandis que dans le commerce de gros et le commerce automobile, les chiffres d'affaires sont encore inférieurs à ceux du troisième trimestre 2019. Les infrastructures sont toujours légèrement sous-utilisées. Les canaux de distribution en ligne ont fortement gagné en importance depuis l'éclatement de la crise du COVID-19 et connaissent un développement croissant. Le commerce de détail est également soutenu par un tourisme d'achat à l'étranger toujours modéré.

Dans le tourisme ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration, les chiffres d'affaires réels sont nettement supérieurs à ceux du trimestre précédent. La situation est toutefois extrêmement hétérogène en fonction des régions et des segments de clientèle. Dans l'hôtellerie, on observe un contraste marqué entre les hôtels situés dans des régions touristiques orientées vers la clientèle suisse, qui ont souvent atteint leurs limites de capacité pendant la saison estivale, et l'hôtellerie urbaine axée sur une clientèle internationale, dont les chiffres d'affaires sont sensiblement inférieurs à ceux du troisième trimestre 2019. Les voyages d'affaires sont toujours très peu nombreux. Des représentants de la branche estiment que les chiffres d'affaires risquent de disparaître durablement si les entreprises maintiennent en partie le télétravail et les vidéoconférences en raison des restrictions imposées aux voyages.

Dans les restaurants, les chiffres d'affaires sont restés inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant. Cela s'explique par les mesures d'hygiène restrictives, par l'absence des grandes manifestations, par la persistance d'une faible demande pour les repas de midi pris en dehors du domicile et par la frilosité des consommateurs. Les restaurateurs voient venir avec anxiété la période où ils ne pourront servir leurs hôtes que dans des espaces clos.

L'industrie du divertissement et des loisirs ainsi que le secteur des congrès et des salons comptent toujours parmi les branches les plus fortement touchées par la pandémie. La situation de leur chiffre d'affaires, de l'utilisation de leurs infrastructures et de leurs marges est donc alarmante.

Dans le secteur financier, les volumes d'affaires sont supérieurs à ceux enregistrés un an auparavant ainsi qu'au trimestre précédent. La marche des affaires pour les activités en contact direct avec les clients, notamment, s'est normalisée. Les crédits COVID-19 n'ont plus été octroyés que dans quelques cas. Les activités liées aux opérations d'intérêts sont toujours perçues comme problématiques eu égard au bas niveau persistant des taux d'intérêt. Les marges sont inférieures aux valeurs

considérées comme normales, et l'utilisation des infrastructures reste faible; plusieurs banques envisagent par conséquent de réduire encore leur réseau d'agences.

Dans les entreprises des technologies de l'information, les chiffres d'affaires en termes réels sont nettement supérieurs au niveau enregistré au trimestre précédent et un an auparavant. Les clients relancent peu à peu les projets qui avaient été stoppés. Les contacts avec la clientèle peuvent s'intensifier, et le besoin en infrastructures informatiques fiables, rapides et sûres stimule la demande.

Dans la santé, la marche des affaires s'est normalisée, notamment après que les opérations et traitements non urgents ont pu reprendre. Les chiffres d'affaires sont nettement supérieurs à ceux réalisés le trimestre précédent et légèrement supérieurs à ceux enregistrés un an auparavant. Les capacités sont quelque peu surutilisées.

Dans l'industrie, presque toutes les branches affichent une hausse modérée, voire forte, des chiffres d'affaires réels en comparaison trimestrielle. A l'exception de l'industrie pharmaceutique et des branches de production liées à la construction, ils sont toutefois inférieurs à ceux de la même période de l'année précédente. Dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux, la marche des affaires est en net recul par rapport à l'année précédente. Les capacités de production restent sous-utilisées dans presque toutes les branches, et les marges bénéficiaires sont inférieures aux valeurs jugées normales.

La faiblesse reste notable dans l'horlogerie, l'industrie automobile et l'aviation, ce qui a des répercussions sur les fournisseurs. Les représentants de plusieurs branches considèrent les investissements dans l'infrastructure ferroviaire et routière comme générateurs d'impulsions positives.

Dans la construction, le niveau des chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières est supérieur à celui du trimestre précédent et à celui enregistré un an auparavant. Les trois segments – bâtiment, génie civil et second œuvre – affichent une marche des affaires dynamique. Les différences régionales, qui étaient particulièrement marquées au trimestre précédent, ont pratiquement disparu. En raison des règles d'hygiène et de distanciation, la productivité est encore quelque peu limitée d'une façon généralisée. Les représentants de la construction s'attendent à un ralentissement de la marche des affaires au cours des prochains trimestres.

En ce qui concerne la situation sur le marché immobilier, la hausse du taux de vacance des biens locatifs a été évoquée par plusieurs interlocuteurs. Les baux commerciaux sont quant à eux soumis à une nette pression.

## PERSPECTIVES

### Optimisme modéré sur fond de forte incertitude

Les entreprises tablent sur une nouvelle hausse des chiffres d'affaires, quoique plus modérée, au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 6).

Un cinquième des entreprises pensent pouvoir renouer l'an prochain avec le niveau enregistré avant la crise; 20% ne l'escomptent qu'à partir de 2022, voire plus tard (voir graphique 7). Près de 60% des entreprises y parviendront déjà en 2020 ou déclarent n'avoir pas subi de baisse massive de leur chiffre d'affaires. L'incertitude reste toutefois très élevée dans l'ensemble. La disponibilité d'un éventuel vaccin joue un rôle important dans l'évaluation de différents scénarios d'avenir.

Les interlocuteurs tablent sur une légère augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production ou des infrastructures au cours des deux prochains trimestres, de pair avec la progression des chiffres d'affaires attendus (voir graphique 8). Certaines entreprises escomptent d'autres effets de rattrapage car leurs clients relancent des projets qui avaient été différés jusqu'ici.

### Prudence en matière d'investissements

Face au climat d'incertitude persistant et à la demande modérée, la plupart des entreprises restent prudentes en matière d'investissements afin d'assurer leur approvisionnement en liquidités. Dans les trois domaines d'activité – services, industrie et construction –, elles envisagent de réduire légèrement leurs dépenses consacrées aux biens d'équipement et aux constructions au cours des douze prochains mois.

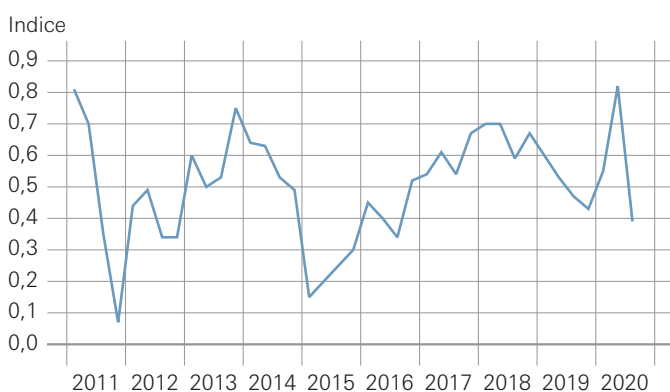
Parmi les entreprises qui investissent, seules 25% le font essentiellement dans le but d'élargir leurs capacités de production. Les investissements sont surtout consacrés à des projets d'accroissement de l'efficacité ainsi qu'au développement et à la modernisation des infrastructures informatiques. Les faibles taux d'intérêt continuent de soutenir ces investissements.

### Prix stables attendus

Pour les deux prochains trimestres, les interlocuteurs tablent sur des prix d'achat et de vente stables. Par rapport au trimestre précédent, où le ralentissement de la conjoncture mondiale a eu un effet modérateur sur les prix, la situation s'est stabilisée. Les variations relativement faibles des prix des matières premières et des cours de change contribuent également à cette stabilité.

Graphique 6

### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

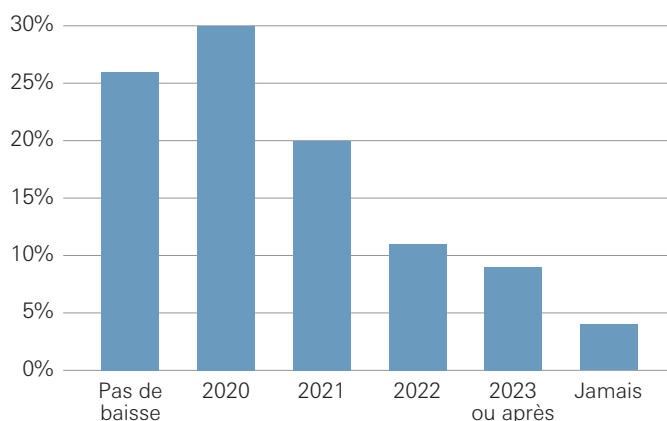


Évolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 7

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



Source: BNS.

### Réduction des effectifs prévue

Les interlocuteurs envisagent de réduire légèrement leurs effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 9). Contrairement au trimestre précédent, où les trois domaines d'activité étaient touchés, la réduction d'effectifs prévue au troisième trimestre concerne essentiellement l'industrie, avec 37% des entreprises.

En revanche, les entreprises des technologies de l'information et de la communication, les experts-comptables, les bureaux d'ingénieurs et d'architectes et les entreprises de la santé prévoient d'embaucher.

### ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Le contexte actuel est toujours marqué par des incertitudes exceptionnellement élevées en raison du COVID-19. La crainte d'une deuxième vague de contaminations et d'un nouveau confinement est le principal risque. Une autre préoccupation est l'éventualité d'une hausse continue du chômage et de la persistance d'une faible croissance au niveau mondial.

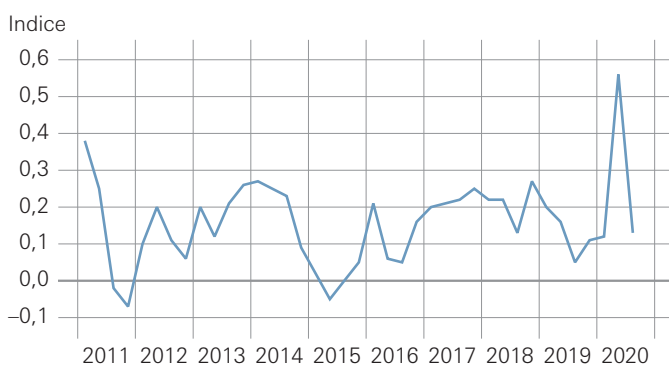
En outre, les interlocuteurs se montrent préoccupés par l'augmentation de la dette publique à l'échelle internationale. A long terme, les interlocuteurs voient un certain risque dans l'endettement supplémentaire de la Confédération et des entreprises.

S'agissant de l'inflation potentielle, les interlocuteurs observent d'un œil critique la politique monétaire très accommodante menée à l'échelle mondiale. La volatilité des cours et la tendance baissière du dollar sont des sujets souvent évoqués. Si l'inquiétude suscitée par la force du franc par rapport à l'euro s'est quelque peu apaisée, la stabilité de cette paire de monnaies est toujours considérée comme jouant un rôle notable. Dans ce contexte, les interlocuteurs font preuve de compréhension envers le taux d'intérêt négatif utilisé comme instrument pour atténuer la tendance haussière du franc. L'indépendance de la BNS est importante aux yeux des interlocuteurs.

Le recours massif au télétravail a considérablement accéléré les efforts déployés par les entreprises dans le cadre de la transition numérique. Les interlocuteurs y voient aussi une opportunité.

Graphique 8

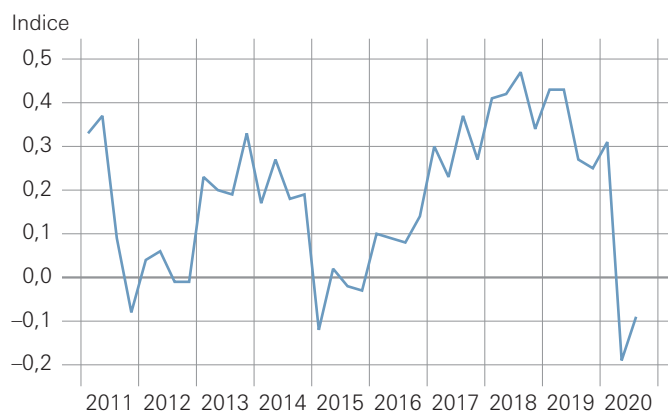
### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE



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.

Graphique 9

### 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.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

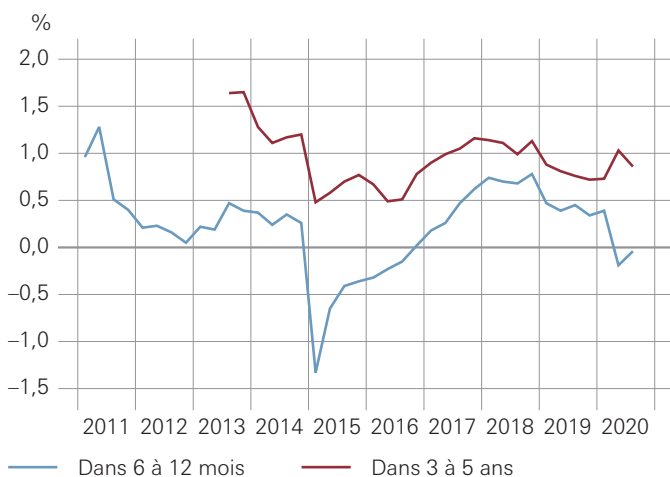
Les délégués interrogent également leurs interlocuteurs sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme en tant que consommateurs.

Les anticipations d'inflation à court terme mesurées par l'indice des prix à la consommation ont légèrement augmenté: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0% en moyenne, contre -0,2% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 10). En revanche, les anticipations à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – ont reculé, passant de 1% à 0,9% (ligne rouge du graphique).

Les interlocuteurs expliquent souvent l'évolution de ces anticipations par le fait que les prix vont rester stables à court terme en raison de la faible demande et de la forte concurrence, tandis que la politique monétaire expansionniste et les mesures de soutien étatiques entraîneront d'après eux plutôt une inflation à long terme.

Graphique 10

### 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'agréger les données collectées et de les présenter sous forme de graphiques.

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

### Interprétation des graphiques

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

### Informations complémentaires

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

---

# Chronique monétaire

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



Septembre 2020

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

Juin 2020

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

Mai 2020

Le 11 mai, la BNS annonce que les créances couvertes par un cautionnement cantonal, par une garantie cantonale relative au risque de défaut de crédit ou par un cautionnement solidaire pour les start-up accordé par la Confédération en coopération avec les cantons sont également admises comme sûretés pour le recours à la FRC.

Mars 2020

Le 25 mars, la Banque nationale annonce la création de la facilité de refinancement BNS-COVID-19 (FRC). La FRC exerce son effet de concert avec les cautionnements de la Confédération pour les crédits aux entreprises. Elle offre la possibilité aux banques, moyennant la remise de titres des crédits garantis par la Confédération, d'obtenir des liquidités auprès de la Banque nationale. La BNS permet ainsi aux banques de disposer des liquidités nécessaires pour accroître rapidement et fortement le volume des crédits qu'elles accordent aux entreprises. L'intérêt applicable aux liquidités obtenues dans le cadre de la FRC est égal au taux directeur de la BNS. La BNS demande en outre de désactiver le volant anticyclique de fonds propres.

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.

Décembre 2019

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.

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

### Version imprimée

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

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

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

### Droits d'auteur/copyright ©

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

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

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

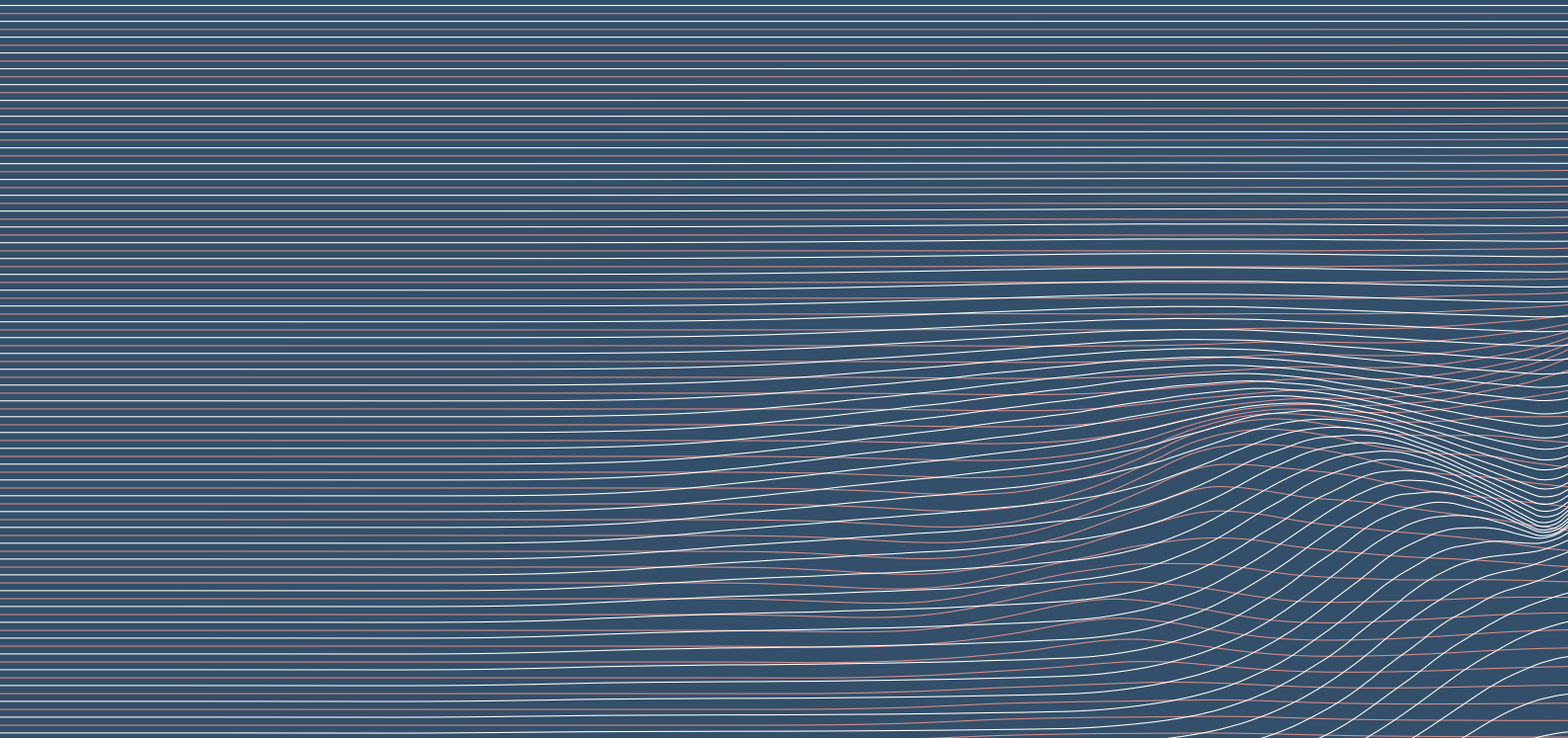
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2020





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

