



Bulletin trimestriel
3/2021 Septembre

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



Bulletin trimestriel
3/2021 Septembre

39^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 23 septembre 2021	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
Signaux conjoncturels	28
Glossaire	37
Chronique monétaire	42

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) pour l'examen de septembre 2021 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 23 septembre 2021) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 23 septembre 2021. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 23 septembre 2021

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste afin d'assurer la stabilité des prix et de continuer à soutenir la reprise de l'économie suisse face aux conséquences de la pandémie de Covid-19. Elle laisse à $-0,75\%$ son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS, et reste disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes afin d'atténuer les pressions à la hausse sur le franc. Ce faisant, elle tient compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Le franc se maintient à un niveau élevé.

Pour cette année et la prochaine, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle s'inscrit quelque peu au-dessus de celle de juin (voir graphique 1.1). Cela est de nouveau dû principalement à la légère augmentation des prix des produits pétroliers et des biens concernés par des difficultés d'approvisionnement. A plus long terme, la prévision d'inflation est pratiquement identique à celle de juin. Elle s'établit à $0,5\%$ pour 2021, à $0,7\%$ pour 2022 et à $0,6\%$ pour 2023 (voir tableau 1.1). La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

La pandémie continue, même la deuxième année après son apparition, à marquer la situation économique internationale. Depuis le printemps, beaucoup de pays ont certes de nouveau assoupli leurs mesures d'endiguement, ce qui a contribué à une forte croissance économique dans le monde au deuxième trimestre. Mais les nouvelles contaminations ont de nouveau nettement augmenté pendant l'été dans de nombreux pays, y compris en Suisse.

Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS s'attend à ce que des mesures d'endiguement de grande ampleur ne soient plus nécessaires grâce à la progression de la vaccination. La solide dynamique de croissance observée actuellement devrait donc se poursuivre au cours des prochains trimestres. Dans de nombreux pays, il faudra toutefois encore un certain temps avant que l'utilisation des capacités de production ne retrouve son niveau normal.

Ce scénario relatif à l'économie mondiale est entouré d'une grande incertitude et présente des risques dans les deux sens. D'une part, la situation pandémique pourrait se dégrader et affecter à nouveau l'économie. D'autre part, les mesures de politique économique adoptées depuis le début de la crise sanitaire pourraient soutenir la reprise de manière plus marquée que dans le scénario de base.

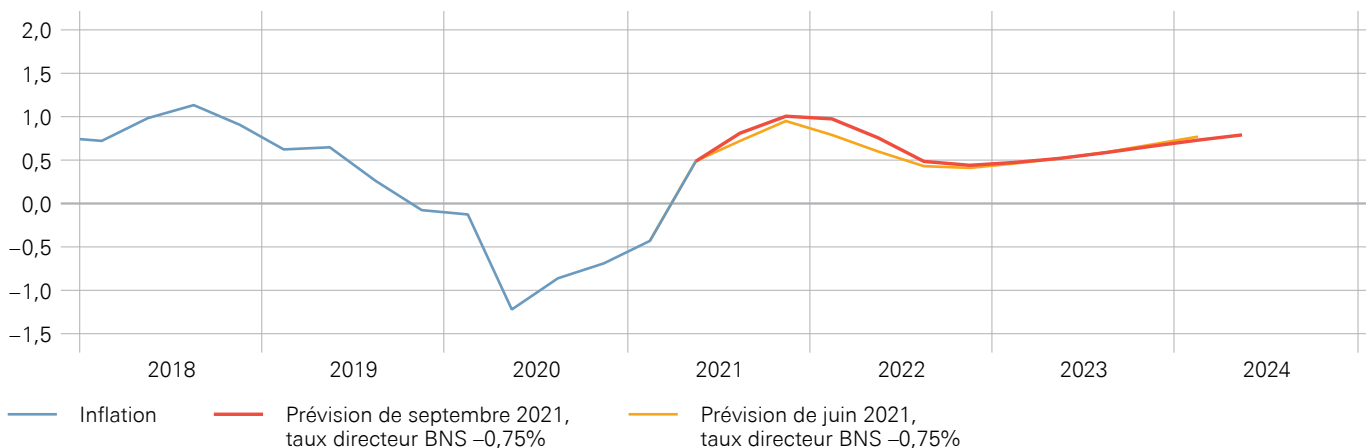
En Suisse, après un léger recul au semestre d'hiver, le produit intérieur brut (PIB) a fortement augmenté au deuxième trimestre et n'est plus que légèrement inférieur à son niveau d'avant la crise. Sur le marché du travail aussi, la situation a continué à s'améliorer. La dynamique conjoncturelle a toutefois quelque peu ralenti ces derniers temps.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise économique, pour autant que les mesures visant à contenir la pandémie ne doivent pas être de nouveau renforcées de manière significative. Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance du PIB

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2021

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



Sources: BNS et OFS.

d'environ 3% pour 2021. En juin, elle estimait encore que la croissance serait plus forte. La révision à la baisse de la prévision s'explique essentiellement par le fait que la dynamique a été moins marquée que prévu dans des branches dépendantes de la consommation telles que le commerce ou l'hôtellerie et la restauration.

Le PIB devrait retrouver durant le second semestre son niveau d'avant la crise. Cependant, les capacités de production de l'économie continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

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

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, SEPTEMBRE 2021

	2018				2019				2020				2021				2018	2019	2020	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,9	-0,7	-0,4	0,5				0,9	0,4	-0,7

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2021

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La pandémie de coronavirus continue, même la deuxième année après son apparition, à marquer la situation économique internationale. Depuis le printemps, beaucoup de pays ont de nouveau assoupli leurs mesures d'endiguement, ce qui a contribué à une forte croissance économique dans le monde au deuxième trimestre. Le commerce mondial a également connu une évolution favorable (voir graphique 2.1). Dans un grand nombre de pays, le produit intérieur brut est toutefois resté inférieur au niveau atteint avant la pandémie. Il en va de même pour l'emploi. Tous ces indices montrent que la pandémie continue de peser sur l'activité économique.

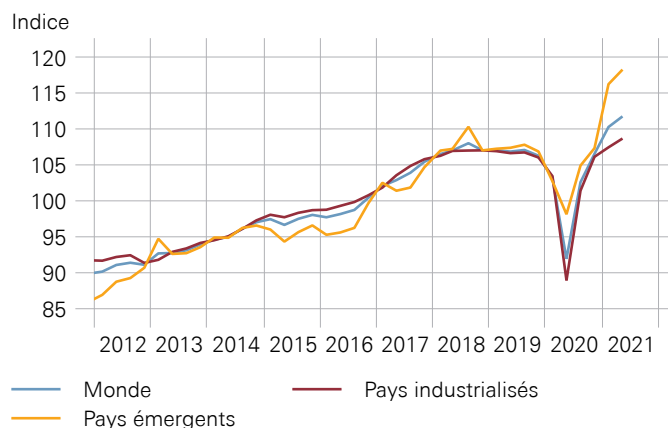
Durant l'été, le nombre des nouvelles contaminations a fortement augmenté dans de nombreux pays. Jusqu'ici, cela n'a cependant pas donné lieu à une surcharge importante des systèmes de santé, et seules quelques mesures d'endiguement ont dû être rétablies.

Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS s'attend à ce que des mesures d'endiguement de grande ampleur ne soient plus nécessaires grâce à la progression de la vaccination. La solide dynamique de croissance observée actuellement devrait donc se poursuivre au cours des prochains trimestres. Dans de nombreux pays, il faudra toutefois encore un certain temps avant que l'utilisation des capacités de production ne

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

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

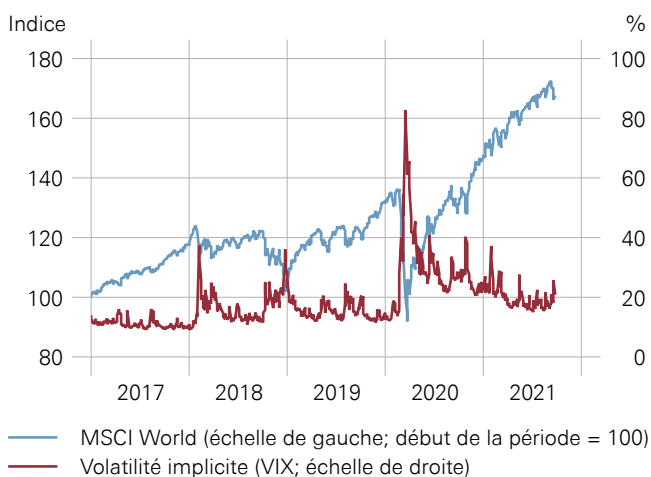
	2017	2018	2019	2020	Scénario	
					2021	2022
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,8	3,6	2,8	-3,2	6,4	4,5
Etats-Unis	2,3	2,9	2,3	-3,4	6,1	4,4
Zone euro	2,8	1,8	1,5	-6,5	4,7	3,9
Japon	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,6	3,6
Chine ²	7,0	6,8	6,0	2,0	8,4	6,1
Prix du baril de pétrole en dollars des Etats-Unis	54,3	71,0	64,3	41,8	68,7	72,0

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

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

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

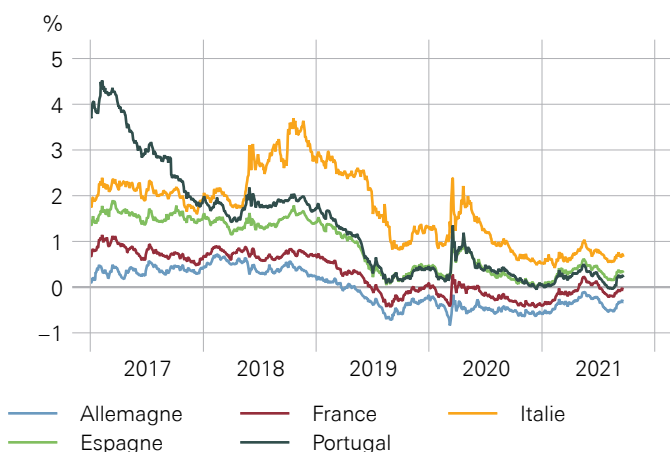


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Refinitiv Datastream.

retrouve son niveau normal. C'est pourquoi une grande partie des économies nationales ne connaîtront probablement qu'une inflation modérée à moyen terme. A court terme toutefois, l'inflation devrait s'accroître momentanément en raison de la hausse du prix du pétrole et de plusieurs effets spéciaux.

Ce scénario relatif à l'économie mondiale est entouré d'une grande incertitude et présente des risques dans les deux sens. D'une part, la situation pandémique pourrait se détériorer et peser une fois de plus sur la conjoncture. D'autre part, les mesures économiques adoptées par les gouvernements depuis le début de la pandémie pourraient soutenir la reprise de manière plus marquée que dans le scénario de base.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 72 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, contre 67 dollars dans le scénario de base précédent, et d'un cours de 1,18 dollar pour 1 euro contre 1,21 dans le dernier scénario de base. Ces deux données correspondent à une moyenne calculée sur vingt jours au moment de l'établissement du présent scénario de base.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

La situation internationale sur le marché est restée stable dans l'ensemble malgré les incertitudes qui planent sur les perspectives conjoncturelles et l'évolution défavorable de la pandémie. Soutenu par les bons résultats des entreprises, l'indice mondiale MSCI a même atteint de nouveaux records. Cependant, du fait des inquiétudes concernant les risques systémiques suscitées par le marché immobilier chinois, la volatilité attendue des actions mesurée à partir du prix des options, comme dans l'indice VIX aux Etats-Unis, a finalement de nouveau légèrement augmenté (voir graphique 2.2).

Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont de nouveau reculé compte tenu de la résurgence des craintes liées à l'évolution de la conjoncture depuis la mi-juin. Toutefois, les discussions prédominant depuis la mi-août au sujet d'une réduction imminente des achats d'obligations par les grandes banques centrales et la hausse des anticipations d'inflation basées sur le marché ont récemment contribué à un léger redressement des rendements (voir graphiques 2.3 et 2.4).

Les valeurs refuges que sont le dollar des Etats-Unis et le yen ont été recherchées et se sont appréciées en termes pondérés par le commerce extérieur. En juillet, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé un ajustement de sa stratégie de politique monétaire. Les opérateurs du marché sont donc partis du principe que la politique monétaire de la zone euro resterait expansionniste plus longtemps, ce qui a pesé sur l'euro dans un premier temps.

Devant la perspective d'une éventuelle réduction des achats d'obligations de la BCE dans un proche avenir, l'euro s'est ensuite légèrement apprécié. Le cours de la livre sterling est resté quasiment inchangé depuis la mi-juin (voir graphique 2.5).

Les prix des matières premières, qui avaient progressé sur un large front au premier semestre, ont continué à légèrement augmenter dans l'ensemble. Les prix des métaux industriels étaient récemment plus élevés qu'il y a encore trois mois, alors que le prix du pétrole, qui s'est établi à 75 dollars des Etats-Unis le baril, n'a guère fluctué (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, l'évolution de la conjoncture est restée dynamique au deuxième trimestre. Avec une croissance de 6,6%, le PIB a dépassé pour la première fois le niveau enregistré avant la pandémie (voir graphique 2.7). Le nouveau recul du nombre de contaminations observé au printemps ainsi que la politique budgétaire expansionniste ont soutenu la croissance. Malgré cette évolution positive, l'économie ne s'est pas totalement remise. Les capacités de production de l'économie étaient toujours sous-utilisées au deuxième trimestre et l'emploi, contrairement au PIB, s'est inscrit à un niveau nettement plus bas que celui d'avant la crise. Le taux de chômage s'établissait à 5,2% en août, contre 3,5% avant le début de la pandémie (voir graphique 2.9).

Des conditions de financement favorables, conjuguées aux impulsions positives de la politique budgétaire, devraient continuer à soutenir la conjoncture au second semestre. Cependant, la nouvelle hausse du nombre de contaminations constatée depuis le mois de juillet devrait momentanément peser quelque peu sur la demande dans les services. Pour les Etats-Unis, la BNS table donc sur une croissance du PIB un peu plus faible, mais toujours robuste, en 2021. Sa prévision s'élève ainsi à 6,1% pour 2021 et à 4,4% pour 2022 (voir tableau 2.1).

Ces derniers mois, le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a continué d'augmenter et se situe à 5,3% en août (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente s'inscrivait dernièrement à 4% (voir graphique 2.11). Le niveau élevé de l'inflation sous-jacente, essentiellement dû à la hausse des prix des voitures d'occasion et des services de transport, devrait revêtir un caractère temporaire. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée s'est également accélérée pour s'établir à 4,2% en juillet, dépassant clairement l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

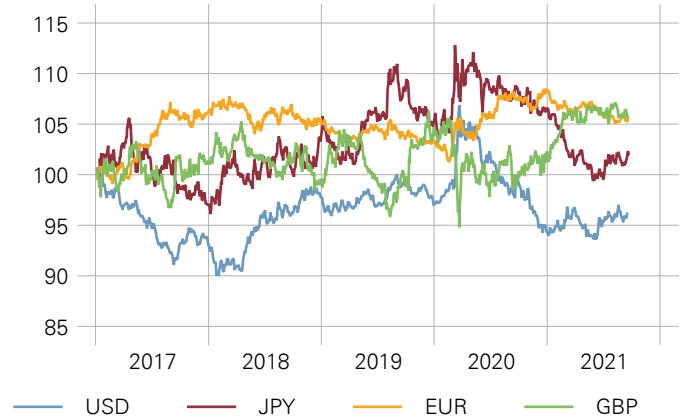
La Fed estimant la hausse du renchérissement provisoire, elle n'a pas jugé nécessaire d'adapter sa politique monétaire. Elle a laissé la marge de fluctuation de son taux directeur inchangée entre 0,0% et 0,25% (voir graphique 2.12). Elle envisage de maintenir les taux à leur niveau actuel jusqu'à

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100

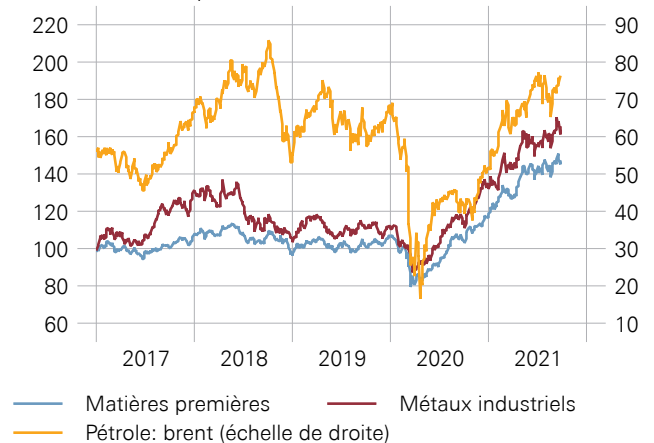


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100

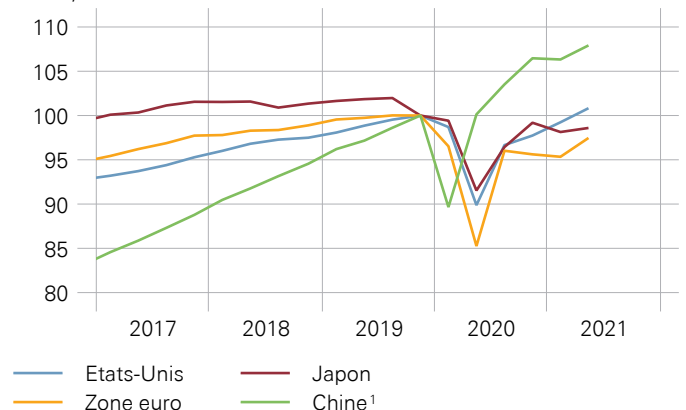


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL

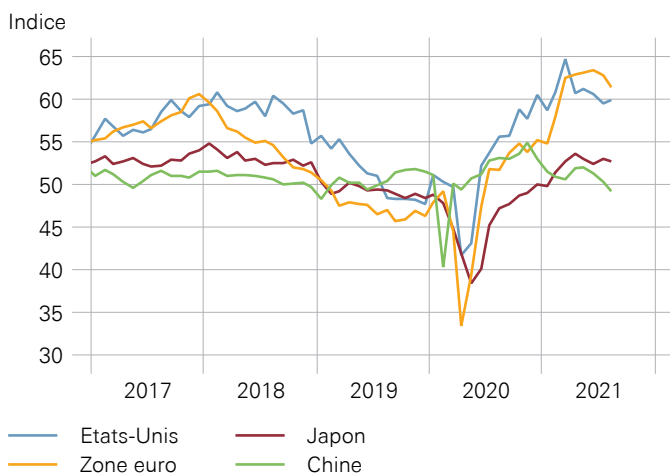
Indice, T4 2019 = 100



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

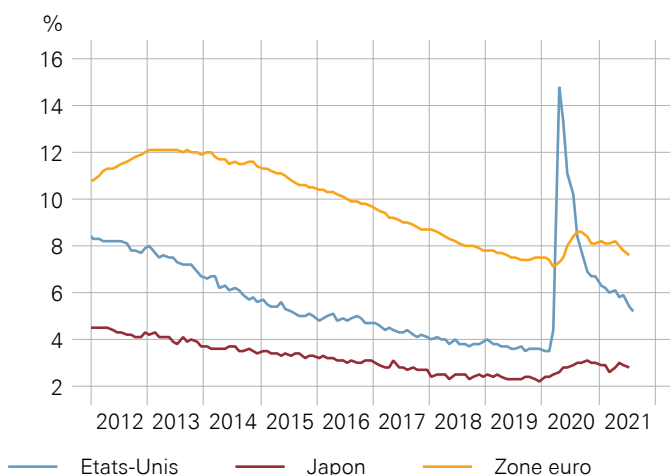
Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.8

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

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

Graphique 2.9

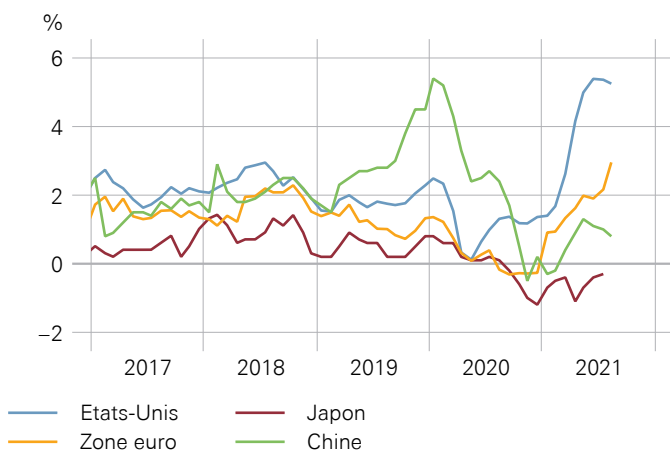
TAUX DE CHÔMAGE

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.10

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv Datastream.

ce que le marché du travail ait surmonté la crise et que le renchérissement s'établisse au moins à 2% tout en affichant une tendance à la hausse. La Fed souhaite ainsi obtenir une inflation moyenne de 2%. Elle conservera tel quel son programme d'achat d'obligations en attendant que des progrès notables soient réalisés sur le plan de ses objectifs en termes d'emploi et d'inflation. En juillet et en septembre, elle a signalé que ce moment pourrait être bientôt atteint.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 9,2% au deuxième trimestre, mais affiche un niveau encore inférieur à celui enregistré avant la crise (voir graphique 2.7). Les mesures d'endiguement du coronavirus, qui ont été assouplies dans de nombreux Etats membres de la zone euro, ont soutenu la reprise dans le secteur tertiaire. En revanche, la pénurie mondiale de produits en amont a continué de ralentir la production industrielle. Le PIB a progressé dans tous les grands Etats membres; en Italie, sa croissance a été particulièrement forte après une faible évolution aux trimestres précédents. Face à cette évolution conjoncturelle positive, le nombre de personnes actives occupées dans la zone euro a quelque peu augmenté au deuxième trimestre, mais est resté plus faible qu'avant la pandémie. Le taux de chômage a encore reculé et s'est inscrit à 7,6% en juillet, légèrement au-dessus du niveau d'avant la crise (voir graphique 2.9).

Au début du troisième trimestre, le nombre des nouvelles contaminations est reparti momentanément à la hausse dans tous les grands pays membres de la zone euro, mais cela n'a pas affecté le système de santé de manière aussi marquée qu'auparavant, compte tenu des progrès accomplis en matière de vaccination. Ainsi, au troisième trimestre, aucune mesure d'endiguement stricte susceptible de ralentir nettement la croissance ne s'est avérée nécessaire jusqu'ici. Pour le reste de l'année, une reprise économique vigoureuse continue de se dessiner. La BNS table sur une croissance du PIB de 4,7% pour 2021 et de 3,9% pour 2022 (voir tableau 2.1).

Favorisée par le renchérissement de l'énergie, la hausse des prix à la consommation dans la zone euro a continué de s'accroître ces derniers mois et s'inscrivait à 3% en août (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente a fortement fluctué depuis le début de l'année et s'établissait récemment à 1,6% (voir graphique 2.11).

En juillet, la BCE a présenté les résultats de l'évaluation de sa stratégie, qui s'articule autour de trois éléments principaux. Premièrement, la BCE vise à présent une hausse des prix à la consommation de 2% à moyen terme. Jusqu'ici, l'objectif d'inflation était proche de 2%, mais inférieur à ce seuil. La BCE entend en outre autoriser un léger dépassement de l'objectif d'inflation dans certaines circonstances. Deuxièmement, elle prévoit d'intégrer les coûts du logement à usage propre dans son appréciation de l'évolution des prix. Troisièmement, elle a publié un plan d'action visant à tenir compte d'objectifs climatiques.

La BCE a laissé les taux directeurs inchangés (voir graphique 2.12). Elle a l'intention de ne pas les relever au moins jusqu'à ce que l'inflation prévue atteigne 2% de façon durable et claire avant la fin de l'horizon de prévision. Elle compte poursuivre son programme d'achats d'actifs (Asset purchase programme, APP) jusqu'à peu avant un relèvement des taux d'intérêt. Par ailleurs, le programme d'achats d'urgence (Pandemic emergency purchase programme, PEPP) introduit pendant la pandémie devrait se prolonger jusqu'à fin mars 2022 au minimum, comme prévu. En septembre, la BCE a toutefois annoncé qu'elle souhaitait réduire quelque peu le rythme des achats d'obligations au quatrième trimestre 2021.

JAPON

Le PIB du Japon a progressé de 1,9% au deuxième trimestre, ne rattrapant ainsi que partiellement le recul enregistré au trimestre précédent (voir graphique 2.7). L'activité est restée moins dynamique dans le secteur tertiaire en raison du renforcement des mesures d'endiguement du coronavirus. En revanche, l'activité industrielle a profité dans l'ensemble d'exportations dynamiques, bien que le secteur automobile ait souffert de la pénurie de produits en amont. Au deuxième trimestre, le PIB était encore inférieur à son niveau d'avant la crise. Le nombre de personnes actives occupées s'est redressé dernièrement, mais est resté également inférieur au niveau enregistré avant la pandémie. Le taux de chômage s'inscrivait à 2,8% en juillet (voir graphique 2.9).

Après l'assouplissement des mesures d'endiguement du coronavirus courant juin, le nombre de contaminations est reparti à la hausse et a atteint un nouveau record au troisième trimestre. Dans de nombreuses préfectures, l'état d'urgence a donc été déclaré de nouveau au cours du trimestre. Les restrictions mises en place dans ce contexte devraient retarder encore la reprise économique. La Banque nationale s'attend désormais à une croissance du PIB un peu plus faible, de 2,6%, en 2021, et à une croissance plus vigoureuse pour 2022, de 3,6% (voir tableau 2.1).

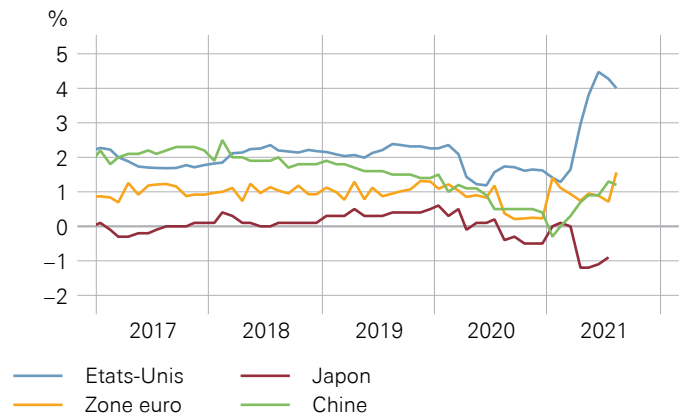
Le changement de l'année de référence de l'indice des prix à la consommation à la suite d'une modification des pondérations et des méthodes de calcul a entraîné une nette révision à la baisse de l'inflation depuis janvier 2021. De ce fait, l'inflation annuelle était toujours négative en juillet et s'établissait à -0,3% (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente s'inscrivait à -0,9% (voir graphique 2.11).

La banque centrale du Japon a maintenu son taux directeur et son objectif en termes de rendement des emprunts d'Etat à dix ans (voir graphique 2.12).

Graphique 2.11

INFLATION SOUS-JACENTE ¹

Variation par rapport à l'année précédente

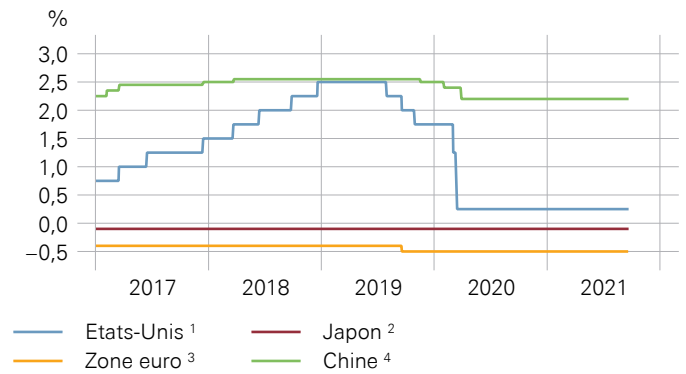


1 Hors alimentation et énergie.

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.12

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



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

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

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

Source: Refinitiv Datastream.

CHINE

En Chine, la conjoncture a repris de la vigueur au deuxième trimestre. Le PIB a progressé conformément à son potentiel. L'activité s'est redressée dans le secteur tertiaire après que les mesures prises par le gouvernement pour lutter contre la propagation du coronavirus eurent pesé sur la croissance au début de l'année. Les exportations affichent toujours une évolution dynamique.

Plusieurs facteurs devraient momentanément ralentir l'activité économique au troisième trimestre. Ainsi, l'apparition de nouveaux foyers infectieux dans de larges parties du pays au début du trimestre ont nécessité la mise en œuvre de nouvelles mesures d'endiguement. Sont venues s'y ajouter de graves inondations dans des régions importantes sur le plan économique, qui ont accentué les difficultés d'approvisionnement préexistantes dans l'industrie. La BNS table sur une nouvelle accélération

de la reprise économique au quatrième trimestre et prévoit par conséquent une croissance du PIB de 8,4% pour 2021 (voir tableau 2.1). Ces perspectives demeurent toutefois de nouveau quelque peu incertaines en raison des perturbations sur le marché immobilier.

Conjointement à la baisse des prix de l'alimentation, la hausse des prix à la consommation s'est ralentie pour s'établir en août à 0,8% (voir graphique 2.10). En revanche, le taux d'inflation sous-jacente a continué de progresser et s'est inscrit à 1,2% (voir graphique 2.11).

La banque centrale de Chine a laissé ses taux directeurs inchangés (voir graphique 2.12). En juillet, elle a néanmoins abaissé le taux de réserves minimales imposé aux banques et octroie depuis septembre des aides supplémentaires en matière de financement pour les petites et moyennes entreprises.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, la reprise économique s'est poursuivie. Le PIB a fortement augmenté au deuxième trimestre et n'est plus que légèrement inférieur à son niveau d'avant la crise. Sur le marché du travail aussi, la situation a continué à s'améliorer. La dynamique conjoncturelle a toutefois quelque peu ralenti ces derniers temps.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise économique, pour autant que les mesures visant à contenir la pandémie ne doivent pas être de nouveau renforcées.

Dans ce contexte, la BNS table sur une croissance du PIB d'environ 3% pour 2021. En juin, elle estimait encore que la croissance serait plus forte. La révision à la baisse de la prévision s'explique essentiellement par le fait que la dynamique a été moins marquée que prévu dans des branches dépendantes de la consommation telles que le commerce ou l'hôtellerie et la restauration.

Le PIB devrait retrouver durant le second semestre son niveau d'avant la crise. Cependant, les capacités de production de l'économie continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations, dont il ressort que l'activité a fortement gagné en vigueur au deuxième trimestre. De nombreux indicateurs montrent toutefois un ralentissement de la conjoncture ces derniers temps.

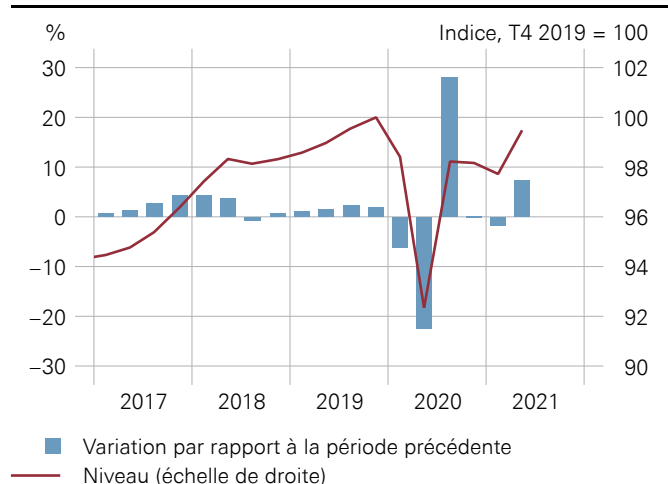
Forte croissance du PIB au 2^e trimestre

Conformément aux anticipations, l'assouplissement des mesures d'endiguement a entraîné une nette progression du PIB au deuxième trimestre. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a augmenté de 7,4%, après avoir légèrement reculé au cours des deux trimestres précédents. Au deuxième trimestre 2021, il était donc inférieur de seulement 0,5% à son niveau d'avant la crise, fin 2019 (voir graphique 3.1).

La création de valeur a progressé dans de nombreuses branches. Cela a été en particulier le cas dans les branches des services qui avaient été fortement affectées par la pandémie en début d'année (commerce de détail,

Graphique 3.1

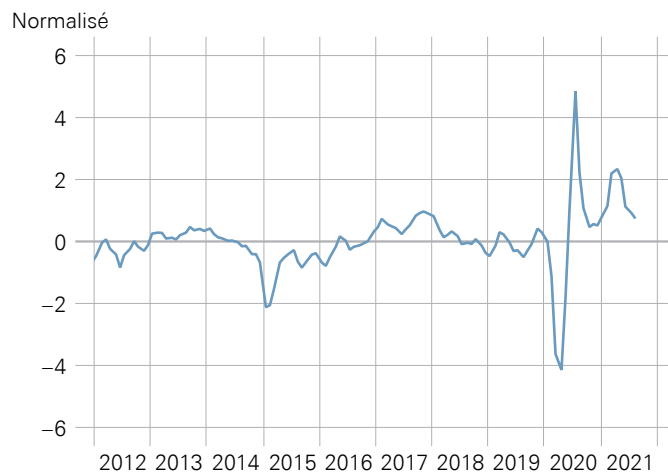
PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

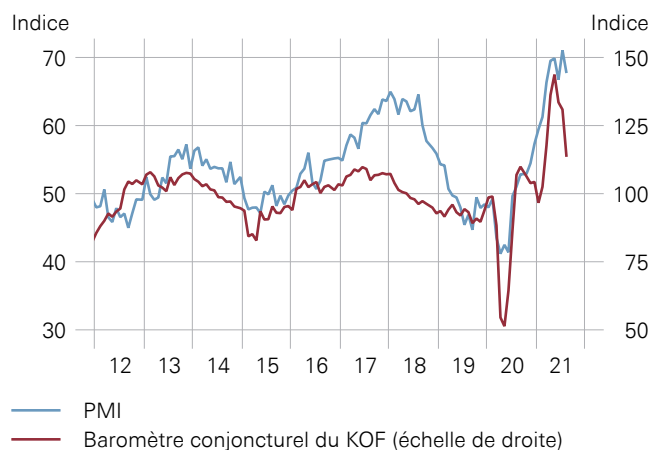
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

hôtellerie et restauration ainsi que divertissement). Elle s'est également accrue dans l'industrie manufacturière, mais a en revanche diminué dans la construction et dans les services financiers.

La demande finale s'est redressée sur un large front. La consommation publique et la consommation privée ont fortement augmenté (voir tableau 3.1).

Recul du PIB moins marqué en 2020

D'après les chiffres annuels des Comptes nationaux qui ont été publiés par l'Office fédéral de la statistique (OFS), le PIB a fléchi de 2,4% en 2020. Cette légère révision à la hausse par rapport à l'évaluation provisoire du SECO de mai 2021 (-2,6%) se reflète également dans les estimations trimestrielles de ce dernier. La contraction au premier semestre 2020 a donc été un peu moins prononcée que ce qui avait été estimé jusqu'ici (-7,7% au lieu de -8,4%).

Ralentissement de la reprise économique

Plusieurs indicateurs font apparaître de nouveau un léger ralentissement de la reprise ces derniers mois, après une accélération vigoureuse qui avait résulté de l'assouplissement des mesures au printemps.

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre du KOF, qui visent à représenter l'évolution de l'ensemble de l'économie, ont baissé ces derniers mois, mais continuent d'indiquer une croissance supérieure à la moyenne (voir graphiques 3.2 et 3.3). Pour l'industrie également, les signaux demeurent dans l'ensemble favorables, le PMI reflétant encore une croissance vigoureuse (voir graphique 3.3). Les exportations de biens ont néanmoins un peu perdu de leur vigueur récemment. De même, les craintes de voir surgir des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement se sont encore accrues. Jusqu'à présent toutefois, rien n'indique que ces complications ont affecté notablement la production.

Malgré l'augmentation des difficultés concernant les achats de produits intermédiaires, les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font encore apparaître une progression favorable au troisième trimestre (voir la partie Signaux conjoncturels, pages 28 ss).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2017	2018	2019	2020	2019		2020				2021	
					T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Consommation privée	1,2	0,7	1,4	-3,7	0,2	1,8	-10,7	-25,7	42,6	-6,3	-12,0	17,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,6	1,0	0,7	3,5	2,4	2,9	4,6	4,0	0,4	11,0	10,0	23,8
Investissements	3,6	1,3	0,6	-1,8	1,0	18,8	-13,7	-25,4	38,0	2,7	-1,8	4,4
Construction	1,5	0,0	-0,9	-0,4	1,0	2,5	0,7	-17,5	22,1	-0,4	1,3	0,6
Biens d'équipement	4,9	2,1	1,4	-2,5	1,0	28,8	-20,8	-29,6	48,1	4,4	-3,4	6,6
Demande intérieure finale	1,8	0,9	1,1	-2,2	0,7	6,6	-9,8	-22,1	34,7	-1,6	-6,3	14,2
Variation des stocks ¹	-0,3	1,0	0,5	-0,9	4,0	-5,2	7,3	-7,8	-0,5	-1,6	1,6	-7,0
Exportations totales ²	3,4	4,9	1,5	-5,6	0,6	-1,7	-10,5	-33,5	31,6	13,9	1,0	4,7
Biens ²	5,3	4,4	3,4	-1,1	3,9	-3,4	-4,0	-25,4	42,2	-1,0	10,7	1,3
Biens sans commerce de transit ²	5,8	4,4	4,9	-2,9	6,9	-2,6	5,2	-45,4	47,9	15,1	20,8	10,9
Services	0,1	5,9	-2,3	-14,5	-6,0	2,0	-22,6	-48,6	9,0	58,6	-18,3	13,4
Importations totales ²	3,8	3,6	2,3	-8,0	5,7	-4,4	-1,9	-50,7	47,8	10,9	-3,4	2,0
Biens ²	4,6	6,2	2,8	-6,2	5,3	-7,3	0,7	-45,3	55,4	0,0	5,0	0,7
Services	2,4	-0,7	1,4	-11,0	6,5	0,7	-6,0	-58,9	34,5	33,9	-16,6	4,3
Commerce extérieur ³	0,3	1,1	-0,2	0,4	-2,2	1,0	-5,0	4,4	-2,8	2,7	1,9	1,8
PIB	1,6	2,9	1,2	-2,4	2,3	1,9	-6,2	-22,5	28,0	-0,2	-1,8	7,4

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 reprise de l'activité économique s'est également reflétée sur le marché du travail.

Hausse de l'emploi au 2^e trimestre

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois en équivalents plein temps a augmenté au deuxième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières (CVS). Des postes ont notamment été créés dans les branches de services et dans la construction. En revanche, les suppressions d'emplois se sont poursuivies dans l'industrie manufacturière, mais à un rythme plus lent qu'au cours des trimestres précédents (voir graphique 3.4). La STATEM évalue l'emploi selon la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. La statistique de la population active occupée (SPA0) mesure quant à elle l'activité sous l'angle des ménages et repose essentiellement sur l'enquête suisse sur la population active (ESPA), qui est menée chaque trimestre auprès de ces derniers. Il ressort de la SPA0 que le nombre de personnes actives occupées est resté stable au deuxième trimestre, en données CVS.

Nouvelle baisse du chômage ...

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a de nouveau reculé ces derniers mois. Fin août, en données CVS, 134 000 personnes étaient inscrites au chômage (-14 000 par rapport à fin mai). Le taux de chômage établi par le SECO s'inscrivait fin août à 2,9% en données CVS, ce qui représente encore +0,5 point environ par rapport à février 2020. L'OFS calcule de son côté un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT). Ce taux englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP, de sorte qu'il est plus élevé que celui du SECO. Il a légèrement baissé au deuxième trimestre pour atteindre 5,4% en données CVS, et reste ainsi supérieur à son niveau d'avant la crise, soit 4,1% (voir graphique 3.5).

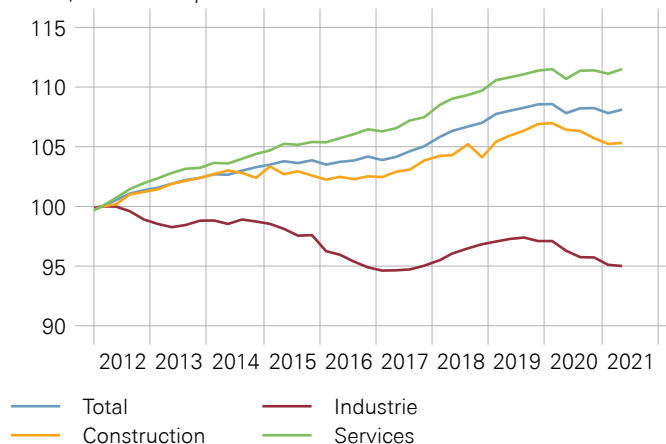
... et du chômage partiel

Le chômage partiel a lui aussi poursuivi son repli. D'après les décomptes provisoires du SECO, le nombre de personnes concernées a baissé de 262 000 entre mars et juin pour s'établir à 162 000 personnes (voir graphique 3.6). En juin, quelque 4% des actifs étaient encore au chômage partiel.

Graphique 3.4

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

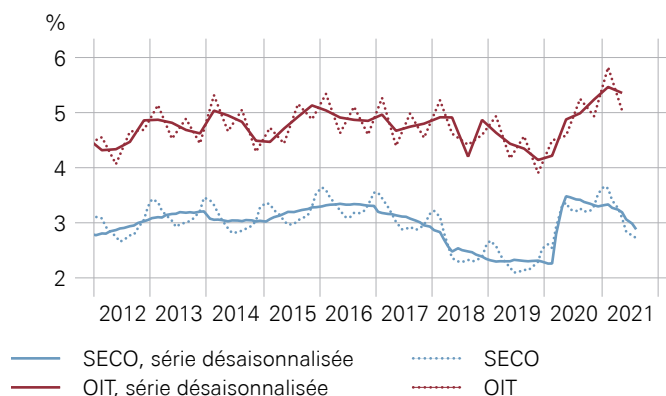
Indice, début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

TAUX DE CHÔMAGE



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

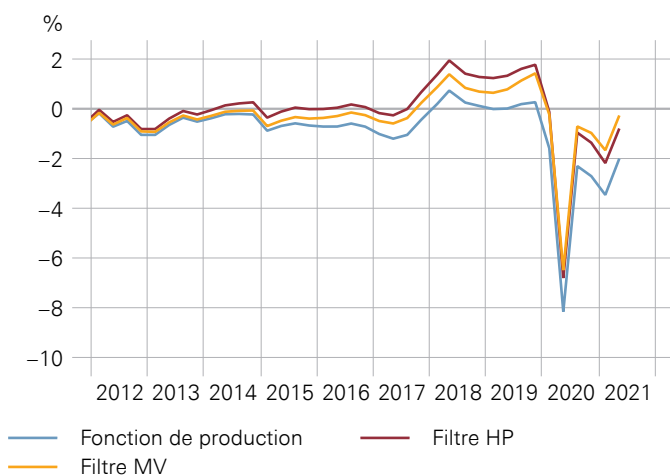
Graphique 3.6

CHÔMAGE PARTIEL

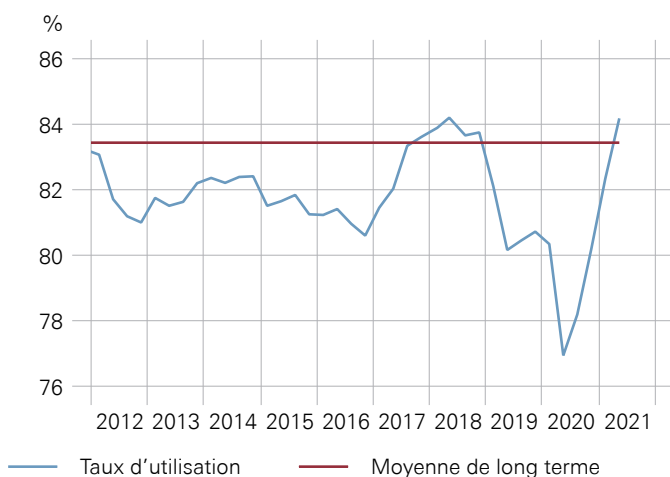
Personnes concernées



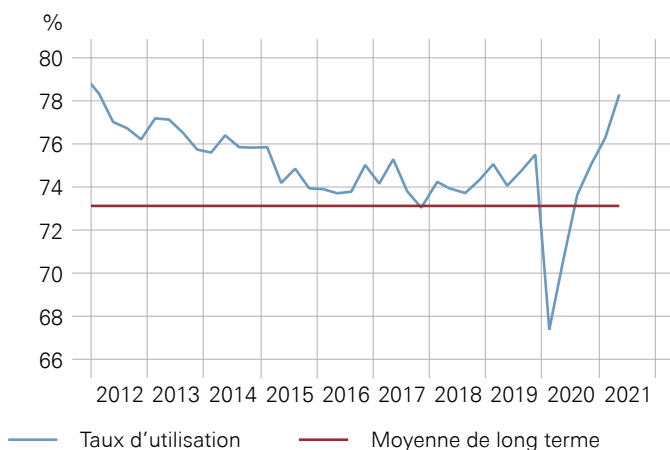
Source: SECO.

ÉCART DE PRODUCTION

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**Ecart de production négatif au 2^e trimestre**

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

Avec le redressement de l'activité au deuxième trimestre, l'utilisation des capacités de production a de nouveau augmenté. L'écart de production s'est réduit, mais il demeure négatif. Si l'on estime le potentiel de production à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -2% au deuxième trimestre. D'autres méthodes font apparaître un écart de production plus réduit (voir graphique 3.7).

Sous-utilisation des capacités dans le secteur tertiaire

Les enquêtes réalisées par le KOF auprès des entreprises révèlent une évolution divergente de l'utilisation des capacités de production dans certaines branches au deuxième trimestre. D'après l'enquête du KOF, l'utilisation des capacités techniques s'est nettement améliorée dans l'industrie manufacturière et dans la construction. Au deuxième trimestre, elle a en effet dépassé dans ces deux branches son niveau d'avant la crise (voir graphiques 3.8 et 3.9). En revanche, les capacités sont restées sous-utilisées dans de nombreuses branches des services. Dans l'hôtellerie, en particulier, le taux moyen d'occupation des chambres est demeuré très bas.

La majorité des entreprises signalent une nouvelle amélioration de l'utilisation de leurs effectifs au deuxième trimestre. Dans certaines branches, les entreprises estiment toutefois être encore en sureffectif.

PERSPECTIVES

Les perspectives économiques pour la Suisse restent favorables. L'activité industrielle a certes un peu fléchi sur le plan mondial, mais la demande extérieure devrait demeurer solide (voir graphique 3.10). D'après les enquêtes du KOF, les entreprises tablent dans la plupart des branches sur une nouvelle amélioration de la marche des affaires dans les six mois (voir graphique 3.11), et les perspectives en matière d'emploi se sont encore éclaircies (voir graphique 3.12).

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS s'attend à une poursuite de la reprise économique au second semestre, pour autant qu'il ne soit pris aucune mesure supplémentaire d'endiguement venant restreindre l'activité.

La situation reste cependant tendue sur le plan de la pandémie. La proportion de la population vaccinée contre le coronavirus en Suisse est faible par rapport à l'étranger. Dans ce contexte, une nouvelle hausse des infections et des hospitalisations a été constatée au cours de l'été.

Pour 2021, la Banque nationale table sur une croissance du PIB d'environ 3%. Cette révision à la baisse par rapport à la prévision de juin s'explique essentiellement par le fait que la dynamique a été moins marquée que prévu dans les branches dépendantes de la consommation telles que le commerce ou l'hôtellerie et la restauration.

Le PIB devrait retrouver durant le second semestre son niveau d'avant la crise. Cependant, les capacités de production de l'économie continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

Graphique 3.10

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

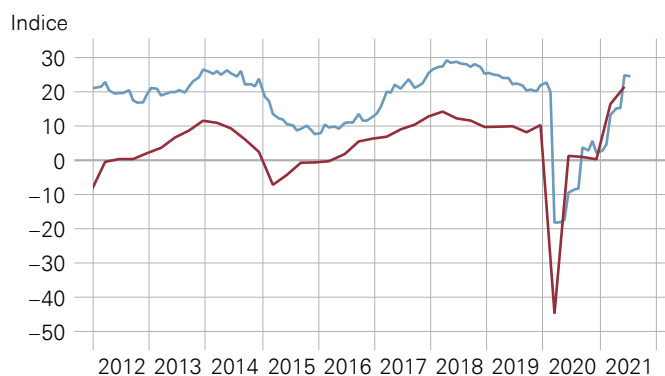


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Refinitiv Datastream.

Graphique 3.11

MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



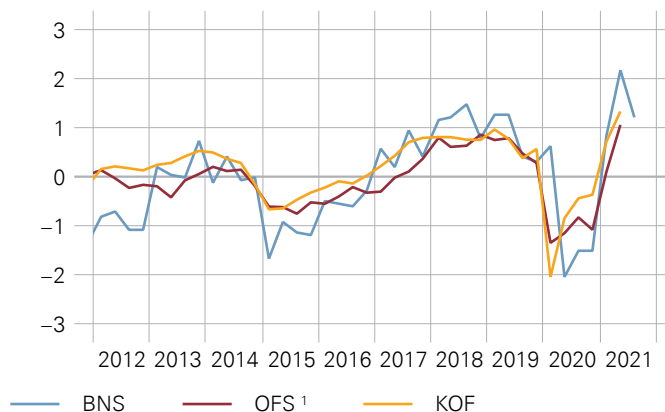
— Evaluation
— Evolution attendue les 6 prochains mois

Source: KOF.

Graphique 3.12

PERSPECTIVES D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, normalisées



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

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

4 Prix et anticipations d'inflation

Le renchérissement mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a régulièrement progressé au premier semestre. En août, il s'inscrivait à 0,9%, et l'inflation sous-jacente, à 0,6%.

Les anticipations d'inflation à court terme et sur un horizon de moyen à long terme établies grâce à des enquêtes sont hétérogènes. Dans l'ensemble, toutes les anticipations 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

Accélération du renchérissement annuel

Le taux de renchérissement mesuré par l'IPC a progressé régulièrement depuis le début de l'année. Il s'inscrivait à 0,3% en avril, retrouvant la zone positive pour la première fois depuis le début de la pandémie, et s'est établi à 0,9% en août (voir graphique 4.1 et tableau 4.1).

Progression du taux de renchérissement des biens et services importés

Le taux de renchérissement des biens et services importés a lui aussi augmenté continûment depuis début 2021. Alors qu'il était encore négatif en mars, il a atteint 2,1% en août.

Cette évolution s'explique principalement par celle des prix des produits pétroliers, qui est passée, en progression annuelle, de -2,3% en février à 23% en août. Ce phénomène reflète le fait qu'après un recul marqué au début de la pandémie de Covid-19, les cours du pétrole ont plus ou moins retrouvé leur niveau de fin 2019.

Le renchérissement des autres biens et services importés, quant à lui, est demeuré en zone négative. Il a cependant progressé pour s'établir à -0,2% en août, après être tombé à -1,4% en février (voir tableau 4.1). Cette évolution résulte essentiellement de l'accélération du renchérissement des services liés au tourisme.

Renchérissement des biens et services suisses légèrement plus marqué

Le renchérissement des biens et services suisses a retrouvé la zone positive en avril et s'inscrivait à 0,5% en août (voir graphique 4.2). Celui des services hors loyers des logements a contribué à cette hausse de manière déterminante, puisqu'il est passé de -0,5% en début d'année à 0,2% en août. Cette évolution au premier semestre s'explique principalement par l'accélération du renchérissement des services liés au tourisme. Le renchérissement des biens suisses s'élevait à 0,2% en août, alors qu'il était encore légèrement négatif au cours des mois précédents.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2020		2021		2021			
	T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août	
IPC, indice total	-0,7	-0,9	-0,7	-0,4	0,5	0,6	0,7	0,9
Biens et services suisses	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5
Biens	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	0,2
Services	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,6
Services privés (hors loyers des logements)	-0,4	-0,5	-0,2	-0,6	0,3	0,4	0,4	0,3
Loyers des logements	0,9	0,9	0,5	0,4	0,7	0,8	0,8	1,3
Services publics	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1
Biens et services importés	-2,9	-3,3	-2,8	-1,3	1,5	1,7	1,9	2,1
Hors produits pétroliers	-1,4	-1,4	-1,1	-1,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,2
Produits pétroliers	-13,7	-16,8	-15,3	-1,3	19,2	21,1	23,6	23,0

Sources: BNS et OFS.

Accélération de la hausse des loyers

La hausse des loyers des logements s'est accélérée, passant de 0,4% en début d'année à 1,3% en août (voir graphique 4.3). Le taux de référence hypothécaire est inchangé depuis début 2020.

Légère progression de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente 1 (OFS1) établie par l'Office fédéral de la statistique est passée de 0,2% en mai à 0,4% en août. L'inflation sous-jacente mesurée à l'aide de la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) est passée, quant à elle, de 0,3% en mai à 0,6% en août (voir graphique 4.4).

Ces deux agrégats excluent chaque mois les biens et services dont les prix sont particulièrement volatils: l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants, les produits alimentaires non transformés et les biens et services saisonniers, tandis que la TM15 exclut 15% des biens et services de l'IPC à chaque extrémité de la dispersion.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

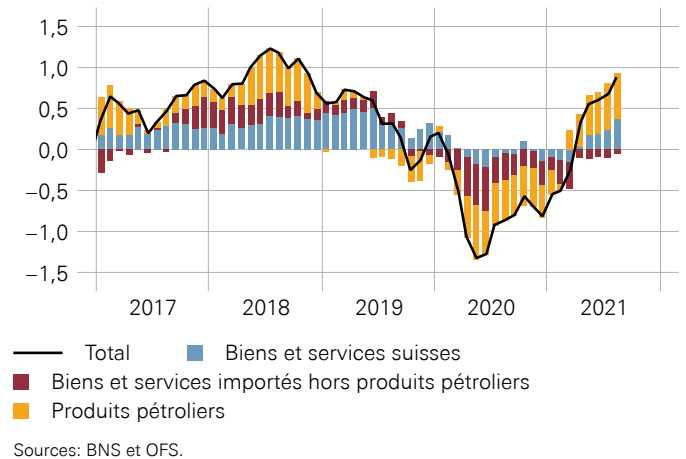
Progression du taux de renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale

Du côté de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation), le renchérissement s'est notablement accentué au premier semestre 2021. Il est ainsi passé de -1,1% en février à 4,4% en août (voir graphique 4.5). Cette évolution traduit principalement l'accélération très prononcée des prix à l'importation (+7,6% en un an), les prix à la production ayant affiché une augmentation moins marquée (2,9%). La progression du taux de renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale s'est faite sur un large front, reposant principalement sur les produits pétroliers et les matières premières et fournitures (par exemple métaux, bois et plastique). Les difficultés d'approvisionnement en matières premières et en fournitures peuvent avoir joué un rôle important dans ce phénomène.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

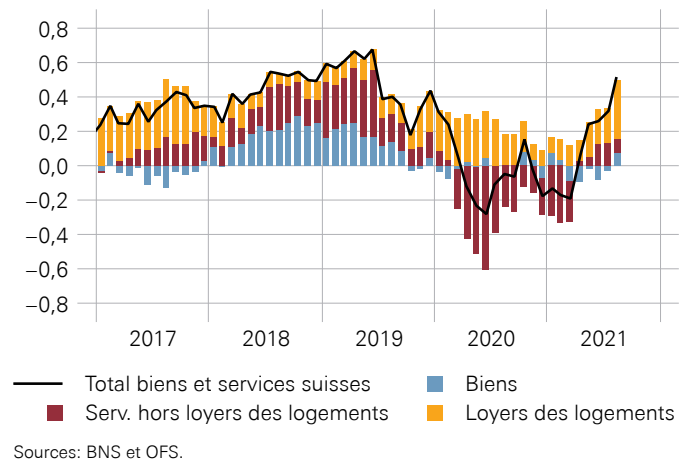
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.2

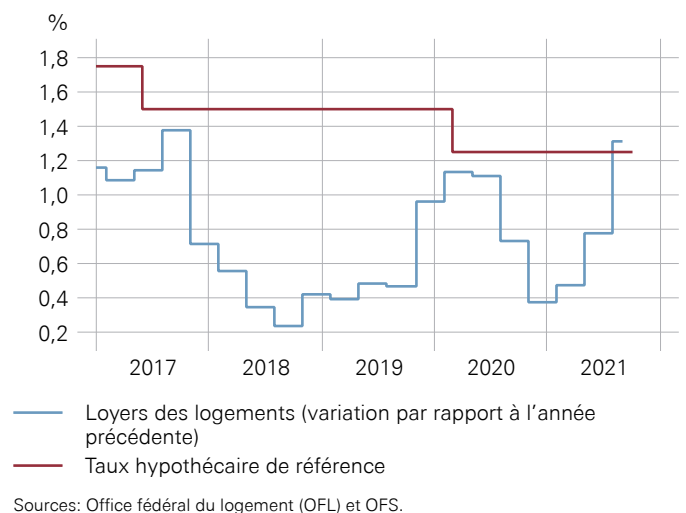
IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

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



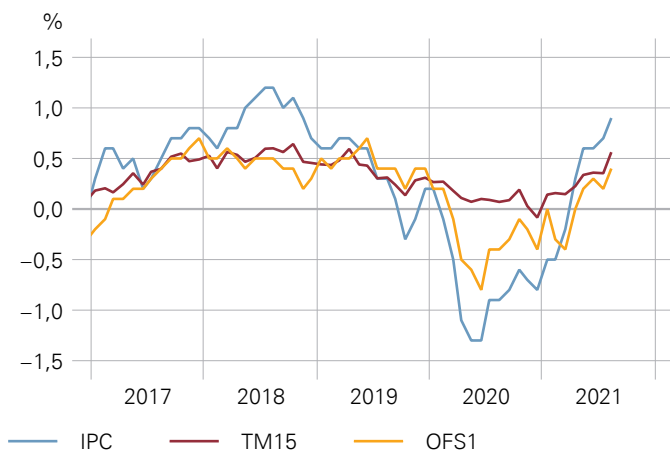
Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS



INFLATION SOUS-JACENTE

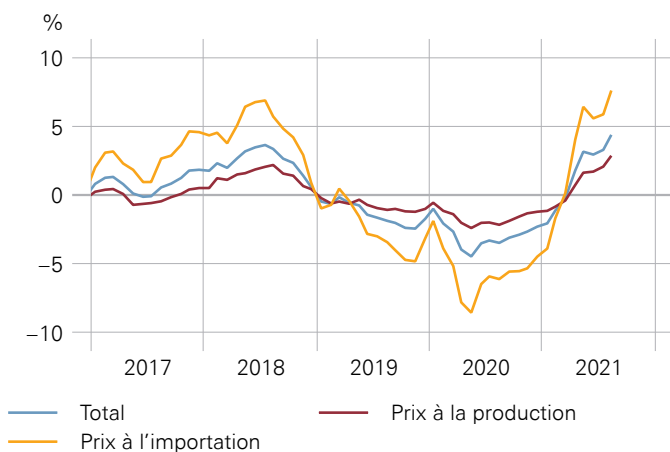
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

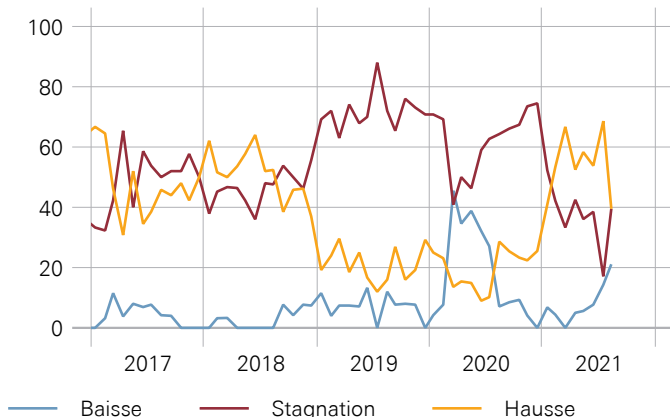
Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

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

Part des sondés en %



Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Anticipations d'inflation à court terme encore dans la plage de stabilité des prix malgré une évolution hétérogène**

Certains indicateurs des anticipations d'inflation à court terme ont quelque peu fléchi par rapport au trimestre précédent, tandis que d'autres ont de nouveau légèrement progressé. L'écart entre indicateurs s'est donc légèrement creusé.

D'après l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, les analystes interrogés en août 2021 avaient des avis divergents sur l'évolution des taux d'inflation au cours des six prochains mois. Ces derniers mois, la plupart tablaient sur une accélération de l'inflation, alors qu'ils sont désormais respectivement 40% à miser sur une accélération de l'inflation et sur une inflation inchangée. Quant à la part de ceux qui s'attendent à un ralentissement de l'inflation, elle a sensiblement progressé, pour s'établir à 20% (voir graphique 4.6).

L'enquête conduite en juillet par le SECO auprès des ménages révèle que la proportion de ceux qui misent sur une hausse des prix dans les douze mois (67%) s'est encore accrue depuis avril. Seuls 29% des ménages estiment que les prix resteront inchangés et, comme en avril, 4%, qu'ils baisseront.

Les chefs d'entreprise interrogés par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale tablaient, eux aussi, de nouveau sur une accélération de l'inflation à court terme (voir graphique 11 des *Signaux conjoncturels*). Au troisième trimestre 2021, ils prévoient un renchérissement annuel de près de 1,5% dans les six à douze mois (1,1% au trimestre précédent).

Anticipations d'inflation à moyen et à long termes également dans la plage de stabilité des prix

Les anticipations d'inflation à moyen et à long termes ont elles aussi évolué de manière hétérogène. Ainsi, les chefs d'entreprise interrogés au troisième trimestre 2021 par les déléguées et délégués de la BNS s'attendaient à une inflation d'environ 1,5% dans les trois à cinq ans (contre 1,2% au trimestre précédent). Les spécialistes des banques, des centres de recherche et des instituts de prévisions tablent en revanche sur une stabilisation ou un léger recul des anticipations d'inflation à moyen et à long termes.

Dans l'ensemble, toutes les anticipations d'inflation établies demeurent dans la plage de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

5

Evolution monétaire

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 17 juin 2021, la BNS a maintenu le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle a laissé à $-0,75\%$ son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS. Compte tenu de la situation pour l'ensemble des monnaies et étant donné le niveau élevé du franc, elle est restée disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes. En outre, la Banque nationale a continué à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire.

Entre l'examen de juin et celui de septembre 2021, les cours des actions et les rendements des emprunts à long terme de la Confédération ont subi de fortes fluctuations. Mi-septembre, leur niveau était comparable à celui enregistré lors de l'examen de juin. Le franc est resté stable par rapport au dollar des Etats-Unis et s'est légèrement apprécié face à l'euro.

Les agrégats monétaires larges ont connu une progression moins rapide qu'aux trimestres précédents, se rapprochant des solides taux annuels de croissance des prêts bancaires. Comme au deuxième trimestre, aucun signe n'indiquait de rationnement du crédit.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS LE DERNIER EXAMEN

Maintien du cap expansionniste de la politique monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 17 juin 2021, la BNS a confirmé le cap expansionniste de sa politique monétaire afin d'assurer la stabilité des prix et de continuer à soutenir le redressement de l'économie suisse face aux conséquences de la pandémie de Covid-19. Dans ces circonstances, la BNS a décidé de maintenir à $-0,75\%$ son taux directeur et le taux appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré. En outre, elle a indiqué qu'elle restait disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes afin de contribuer à stabiliser la situation, en tenant toujours compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Pas d'injection de liquidités en francs, réduction des appels d'offres en dollars des Etats-Unis

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

Au vu de l'amélioration durable des conditions de financement en dollars des Etats-Unis, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont, en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, cessé de proposer, à compter du 1^{er} juillet 2021, des liquidités en dollars pour des durées de 84 jours. Les pensions de titres portant sur des durées de 7 jours continueront quant à elles d'être proposées chaque semaine.

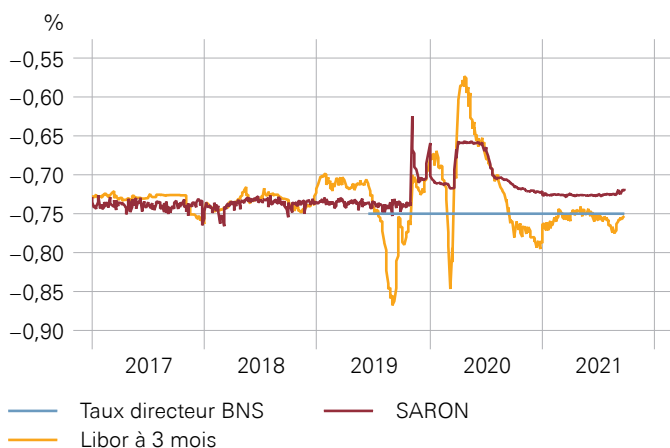
Légère augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de juin 2021, les avoirs à vue détenus à la BNS ont légèrement augmenté. Dans la semaine du 13 au 17 septembre 2021 (la dernière semaine avant l'examen de septembre 2021), ils portaient sur 714,7 milliards de francs et étaient ainsi légèrement supérieurs au niveau observé la semaine qui a précédé l'examen de mi-juin 2021 (711 milliards). Entre les examens de juin et de septembre 2021, ils s'établissaient en moyenne à 713,5 milliards de francs, soit 636,3 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 77,2 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 21,9 milliards de francs pour la période allant du 20 mai au 19 août 2021. Dans l'ensemble, les banques dépassaient de 619 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 616,9 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

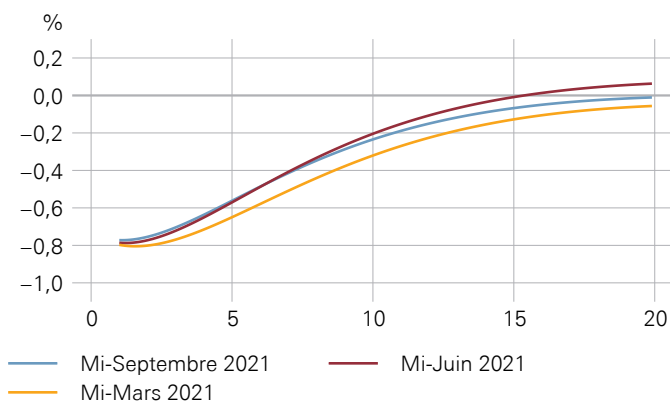


Source: BNS.

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 LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Taux d'intérêt largement inchangés sur le marché monétaire

Depuis l'examen de mi-juin, les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont constamment demeurés proches du taux directeur de la BNS, établi à $-0,75\%$. Le Saron est resté pratiquement inchangé, s'inscrivant à $-0,72\%$. Le Libor à trois mois, qui servait, jusqu'en juin 2019, de taux d'intérêt de référence à la BNS pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, s'est établi mi-septembre à $-0,75\%$ (voir graphique 5.1). Les taux du Libor pour le franc cesseront d'être fixés fin 2021.

Taux d'intérêt volatils sur le marché des capitaux

Après avoir fortement augmenté au premier semestre, les taux d'intérêt à long terme sur le marché des capitaux sont tout d'abord repartis à la baisse après l'examen de juin. Ils ont toutefois augmenté de nouveau ces dernières semaines. L'évolution des taux au troisième trimestre 2021 est comparable à celle observée à l'étranger. Le recul initial a été concomitant à la recrudescence des cas de Covid-19. Cela reflète au moins en partie la crainte que la pandémie puisse entraver la reprise économique plus longtemps que selon les prévisions du premier semestre. La nouvelle hausse des taux d'intérêt est probablement liée aux adaptations attendues des programmes d'achats d'obligations à l'étranger.

Le rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'établissait à $-0,23\%$ mi-septembre, soit un peu plus bas que lors du dernier examen (voir graphique 5.2).

Courbe des rendements plus plate

Avec le recul des taux d'intérêt à long terme par rapport à la mi-juin, la courbe des rendements pour les emprunts de la Confédération s'est quelque peu aplatie. Les rendements pour toutes les échéances sont ainsi restés négatifs (voir graphique 5.3).

Bas niveau des taux d'intérêt réels

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

Depuis le dernier examen, les taux d'intérêt nominaux n'ont que très peu évolué et ont continué de s'inscrire dans la zone négative. Les anticipations d'inflation ont fluctué dans la zone positive. Les taux d'intérêt réels se situent ainsi toujours à un niveau historiquement bas.

COURS DE CHANGE

Franc en légère hausse face à l'euro, stable face au dollar des Etats-Unis

Depuis l'examen de juin, le franc s'est d'abord quelque peu apprécié face à l'euro (voir graphique 5.4). Cela pourrait s'expliquer notamment par une hausse temporaire de la demande de valeurs refuges, soutenue par une nouvelle augmentation des cas de coronavirus. A compter de la mi-août, le franc a de nouveau légèrement fléchi vis-à-vis de la monnaie unique. Mi-septembre, un euro s'échangeait à 1,08 franc, soit légèrement moins qu'à la mi-juin.

A la suite de la décision de politique monétaire de la Réserve fédérale de mi-juin, le franc s'est affaibli face au dollar. Depuis lors, le cours du dollar des Etats-Unis en francs n'a que légèrement fluctué. A la mi-septembre, un dollar des Etats-Unis coûtait 0,92 franc.

Relative stabilité de la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur

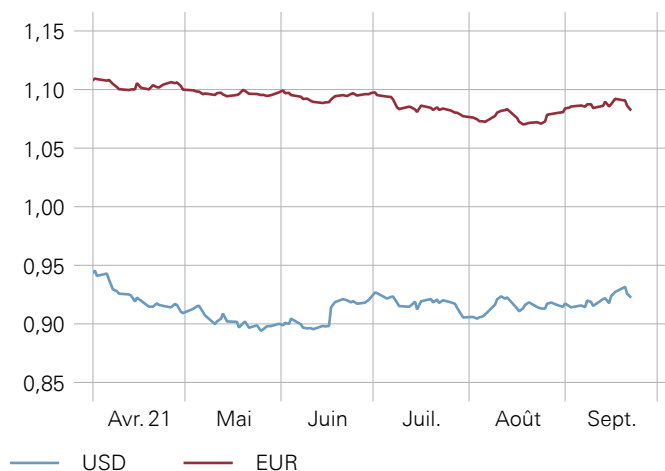
La valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérée par le commerce extérieur a légèrement augmenté entre l'examen de juin et fin août. Cette hausse reflète notamment l'appréciation du franc face à l'euro (pondération de 43% dans l'indice) et à la livre sterling (pondération de 8% dans l'indice). Depuis fin août, le franc s'est légèrement déprécié (voir graphique 5.5). Mi-septembre, sur une base pondérée par le commerce extérieur, le franc avait plus ou moins retrouvé son niveau de mi-juin. Dans l'ensemble, le franc est resté relativement stable par rapport aux principales monnaies.

Valeur extérieure toujours élevée en termes réels

Au premier trimestre, la valeur extérieure du franc en termes réels a tout d'abord reculé (voir graphique 5.6). Depuis mars, elle est repartie à la hausse. L'inflation ayant été plus élevée à l'étranger qu'en Suisse au cours des derniers mois, la valeur extérieure du franc a, depuis mars, augmenté moins fortement en termes réels qu'en termes nominaux. Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé.

Graphique 5.4

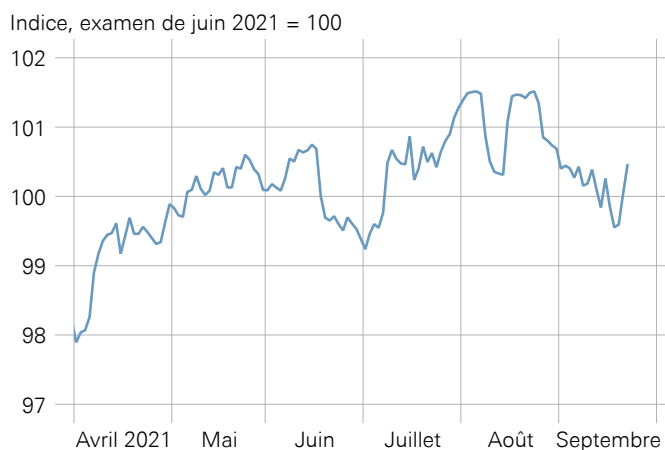
COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



Source: BNS.

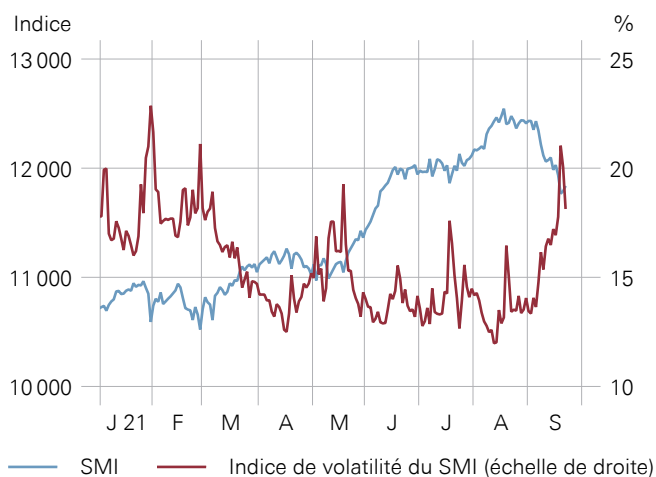
Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS



Source: BNS.

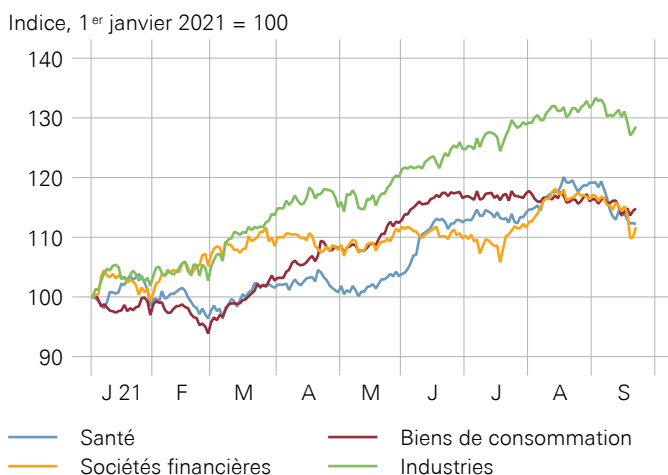
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Refinitiv Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

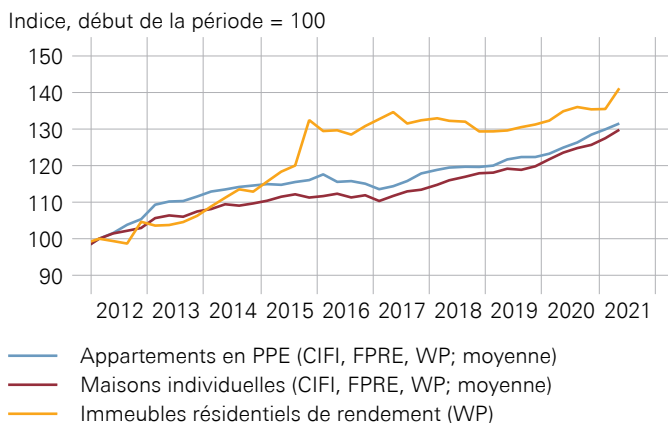


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DE TRANSACTION POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Ralentissement de la tendance haussière des cours des actions

De pair avec la reprise économique, la tendance haussière des cours des actions dans les principales économies s'est tout d'abord poursuivie au cours du troisième trimestre. Les incertitudes quant à l'évolution de la pandémie et aux mesures qui en découlent ont entraîné un recul provisoire des cours. En septembre, les anticipations d'une adaptation par les banques centrales des grandes zones monétaires de leurs programmes d'achat d'obligations, ainsi que des préoccupations concernant la stabilité du marché immobilier chinois, ont en outre pesé à la baisse sur les prix des actions dans le monde.

Mi-septembre, le Swiss Market Index (SMI) s'inscrivait environ 1% en-dessous de son niveau de mi-juin (voir graphique 5.7), mais toujours près de 11% au-dessus de celui enregistré au début de l'année.

Augmentation de l'incertitude sur le marché

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Après l'examen de juin, l'indice de volatilité a d'abord atteint des niveaux semblables à ceux observés pendant une grande partie du trimestre précédent. En septembre, il a tout d'abord fortement augmenté du fait de l'incertitude liée aux répercussions internationales des difficultés financières rencontrées par les promoteurs immobiliers chinois. Mi-septembre, l'indice de volatilité s'inscrivait plus ou moins au même niveau qu'en début d'année.

De nouveaux gains de cours pour les entreprises de l'industrie

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux indices sectoriels du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Si les cours des actions des entreprises de l'industrie ont continué de progresser depuis l'examen trimestriel de juin, les indices des autres branches ont stagné. Entre le début de l'année et la mi-septembre, tous les indices sectoriels ont toutefois enregistré une hausse de plus de 11%.

Poursuite de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Au deuxième trimestre 2021, les prix de transaction pour l'immobilier résidentiel ont continué de croître (voir graphique 5.9). Les prix des immeubles locatifs résidentiels affichent également une forte hausse après avoir stagné depuis mi-2020. Dans l'ensemble, la pandémie de Covid-19 semble avoir renforcé la hausse des prix de l'immobilier résidentiel. Ainsi, la demande de logements a augmenté depuis le début de la pandémie, notamment au vu de l'importance croissante du télétravail.

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Monnaie centrale stable

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs à vue des banques résidentes à la BNS, a peu fluctué au cours des trois derniers mois. Elle est demeurée proche du niveau affiché depuis août 2020. Elle s'inscrivait en août 2021 à 726,4 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10), soit 4 milliards de francs de plus qu'en mai.

Ralentissement de la croissance des agrégats monétaires larges

Les taux annuels de croissance des agrégats monétaires larges ont de nouveau diminué au cours des derniers mois (voir tableau 5.1). L'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation ainsi que dépôts à vue et comptes de transactions des clients bancaires résidents) a enregistré en août une croissance annuelle de 5,6%, soit un peu moins forte qu'en mai (6,5%). Les taux annuels de croissance des agrégats monétaires larges M2 et M3 ont également continué à reculer ces derniers mois. L'agrégat monétaire M2 (M1 et dépôts d'épargne) a augmenté en août de 2,9% en progression annuelle, et l'agrégat monétaire M3 (M2 et dépôts à terme), de 3,1%, contre respectivement 4,5% et 4,2% en mai. Le recul des taux annuels de croissance observé depuis le début de l'année est surtout dû au fait qu'aucun nouveau crédit Covid-19 n'a été octroyé en 2021. L'année précédente, l'octroi de ces nouveaux crédits avait considérablement augmenté la création monétaire.

Léger fléchissement de la croissance du crédit

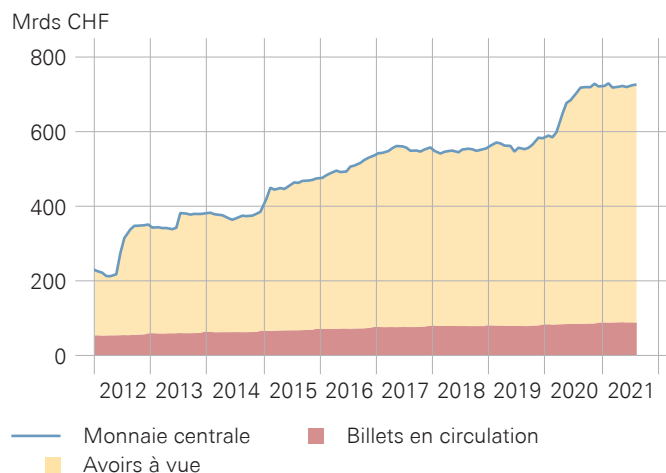
Au deuxième trimestre 2021, les prêts bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) ont affiché une progression annuelle de 3,3%; au premier trimestre, cette progression était de 4% (voir tableau 5.1). Alors que le taux de croissance des prêts hypothécaires a légèrement augmenté, la croissance annuelle des autres prêts a nettement ralenti en raison de l'effet de base induit par les crédits Covid-19 octroyés l'année dernière.

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

Les autres prêts ont évolué de façon nettement plus volatile que les prêts hypothécaires (voir graphique 5.11). Tandis que les autres prêts non gagés ont peu évolué depuis le début de la pandémie, le volume des autres prêts gagés a fortement progressé. L'augmentation de ces prêts au premier semestre 2020 s'explique essentiellement par les crédits Covid-19 garantis par la Confédération, tandis que la hausse observée au cours des premiers mois de

Graphique 5.10

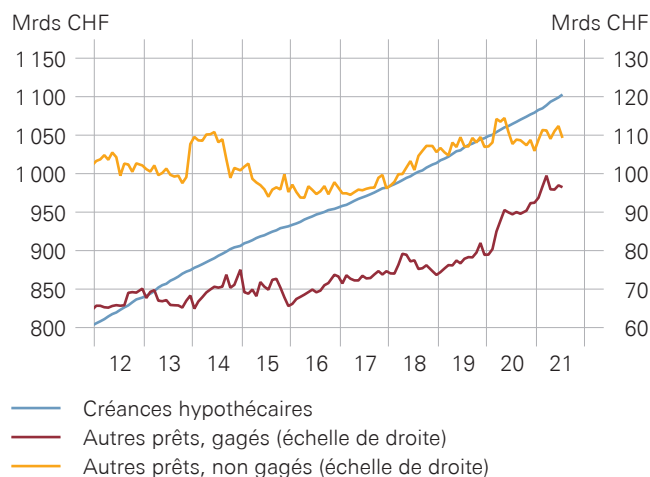
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

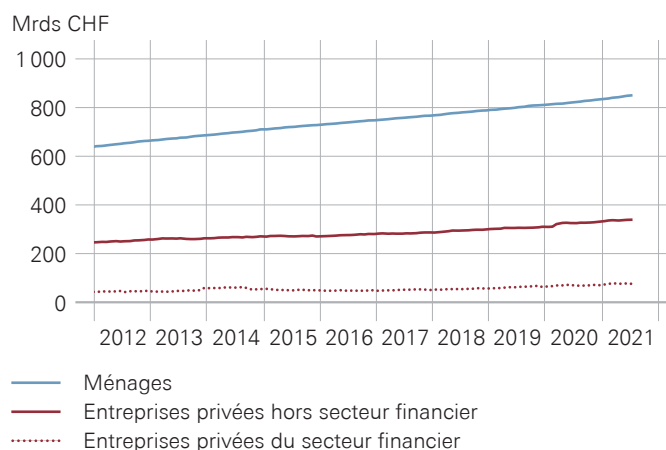
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES PRÊTS



Source: BNS.

Graphique 5.12

CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

l'année 2021 reflète surtout l'augmentation des prêts en monnaies étrangères.

Croissance du crédit et utilisation des limites de crédit par secteur

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

Fin juin 2021, les prêts aux ménages dépassaient de 27,8 milliards de francs, ou de 3,4%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les prêts aux sociétés non financières ont augmenté en un an de 13,1 milliards de francs, soit de 4%. Dans la même période, les prêts aux entreprises du secteur financier se sont accrus de 6,8 milliards de francs ou de 9,6%.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2020	2020		2021		2021		
		T3	T4	T1	T2	Juin	Juillet	Août
M1	4,3	5,2	8,1	9,3	6,6	6,0	6,5	5,6
M2	2,3	2,8	5,2	6,6	4,5	3,8	3,5	2,9
M3	3,2	4,0	5,9	6,5	4,3	3,7	3,3	3,1
Prêts bancaires, total ^{1, 3}	3,6	3,5	3,5	4,0	3,3	3,6	3,7	
Créances hypothécaires ^{1, 3}	3,1	2,9	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	
Ménages ^{2, 3}	2,7	2,6	2,7	2,7	3,0	3,0	3,1	
Entreprises du secteur privé ^{2, 3}	4,4	4,1	4,6	5,3	5,4	5,4	5,6	
Autres prêts ^{1, 3}	6,8	6,5	5,7	8,3	2,3	4,3	4,4	
gagés ^{1, 3}	13,5	14,8	14,5	18,7	7,6	7,8	7,9	
non gagés ^{1, 3}	2,0	0,6	-0,8	0,6	-1,9	1,4	1,5	

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 prêts 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^e trimestre 2021

Rapport des déléguées et 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 décideuses et décideurs économiques de toute la Suisse. La BNS analyse ces informations, puis les interprète sous une forme agrégée. Au total, 210 entretiens ont eu lieu avec des représentantes et représentants d'entreprises entre le 20 juillet et le 7 septembre.

Régions

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

Déléguées et délégués

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

L'essentiel en bref

- L'économie suisse continue de se redresser au troisième trimestre. Les chiffres d'affaires augmentent tant dans les services que dans l'industrie et la construction.
- Malgré cette évolution positive, l'utilisation des infrastructures reste faible, surtout dans les entreprises du secteur des services. L'activité est entravée par la persistance des fortes restrictions imposées aux déplacements internationaux. Soutenue par une vigoureuse demande mondiale, l'utilisation des capacités dans l'industrie est quant à elle légèrement supérieure à la moyenne. Dans la construction, le taux d'utilisation des capacités est considéré comme normal.
- Les difficultés d'approvisionnement, qui constituaient déjà un défi majeur au trimestre précédent, se sont accentuées. Elles ont encore pris de l'ampleur et entraînent des restrictions et des retards de production accrus.
- Les marges sont restées stables dans l'ensemble. L'augmentation des chiffres d'affaires a des effets positifs, mais la hausse des prix d'achat, conjuguée à des processus de production moins efficaces du fait des retards de livraison, pèse sur la rentabilité.
- Les entreprises font état d'effectifs quelque peu insuffisants et envisagent de les accroître au cours des prochains trimestres. La hausse de la demande de main-d'œuvre se reflète dans des difficultés de recrutement croissantes.
- Les entreprises tablent sur une amélioration continue de la marche de leurs affaires au cours des deux prochains trimestres. L'évolution de la pandémie reste un facteur d'incertitude majeur.

SITUATION ACTUELLE

Poursuite du redressement de l'économie suisse

L'économie suisse continue de se redresser au troisième trimestre. Par rapport au trimestre précédent et au troisième trimestre 2020, tous deux davantage marqués par la pandémie, les chiffres d'affaires en termes réels affichent une nette progression dans les trois domaines d'activité examinés par les délégués et déléguées, à savoir services, industrie et construction (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, se reporter aux informations figurant à la fin de la publication).

Dans les services, les nouveaux assouplissements des mesures de lutte contre la pandémie se traduisent par une poursuite de la reprise, notamment pour les entreprises directement concernées. Ces conditions soutiennent globalement la croissance. En outre, l'évolution positive enregistrée dans de nombreuses branches ayant été moins affectées par la pandémie se maintient.

L'industrie profite d'exportations toujours aussi dynamiques. La demande émanant des pays européens gagne en vigueur. Des signaux positifs proviennent surtout d'Allemagne et de Scandinavie. Une vive demande se dessine notamment dans le secteur public, par exemple dans l'armement ainsi que dans les transports et l'énergie. Les entreprises enregistrent également une progression des ventes à destination des Etats-Unis. Par contre, les signaux venant d'Asie sont disparates. En particulier l'évolution de la demande chinoise n'est plus jugée aussi importante qu'aux trimestres précédents. La croissance semble être ralentie par quelques foyers infectieux et des contre-mesures rigoureuses.

Dans l'industrie, l'activité est freinée par les difficultés d'approvisionnement, qui se traduisent parfois par des retards de production. Dans le même temps, la demande toujours aussi robuste en provenance de la construction soutient la marche des affaires.

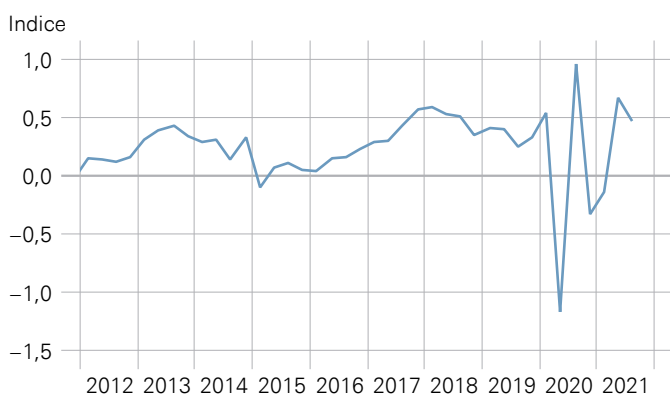
Malgré la poursuite de la reprise, la majorité des interlocuteurs juge toujours négatifs les effets généraux de la pandémie de coronavirus sur leur entreprise. Cette appréciation est faite par près de 60% des entreprises (voir graphique 2). Environ 20% des entreprises font état d'un effet ayant soutenu l'activité commerciale, et pour 20% également, soit il n'y a pas eu d'effets, soit les effets positifs et négatifs s'annulent mutuellement.

Capacités de production sous-utilisées

Malgré la hausse des chiffres d'affaires, l'utilisation des capacités techniques de production est inférieure à la moyenne dans l'ensemble (voir graphique 3). Cette sous-utilisation est essentiellement imputable à la situation qui règne dans les services. Le fait principalement que le trafic international de voyageurs tarde à se redresser continue de freiner l'activité. De nombreuses entreprises, estimant que la part du télétravail restera importante, s'attendent par ailleurs à une augmentation des surfaces excédentaires de bureaux. Dans l'industrie en revanche, les capacités de production connaissent dans l'ensemble une utilisation légèrement supérieure à la moyenne et dépassent donc nettement le niveau atteint avant l'apparition du coronavirus. Dans la construction, l'utilisation des capacités est jugée normale.

Graphique 1

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE

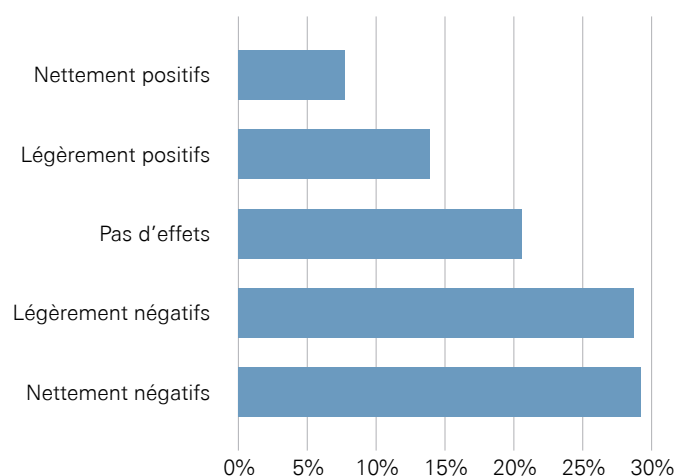


Evolution des chiffres d'affaires, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 2

EFFETS GÉNÉRAUX DE LA CRISE DU CORONAVIRUS



Source: BNS.

Accentuation des difficultés d'approvisionnement

Les problèmes en rapport avec l'achat de produits en amont, déjà largement observés au trimestre précédent lorsque plus de la moitié des entreprises se heurtait à des difficultés d'approvisionnement, continuent de s'aggraver. La part des entreprises affectées a encore augmenté et s'est établie à environ deux tiers (voir graphique 4). La réduction des capacités de production en Asie, accentuée par les restrictions imposées au niveau des capacités de fret, est une raison souvent invoquée. L'allongement des délais de livraison qui en résulte, notamment pour ce qui est des matières premières et, dans une mesure particulièrement marquée, des composants électroniques, rompt parfois des chaînes de valeur entières et retarde la production des biens les plus divers. Cette situation se traduit en partie par de fortes hausses de prix. Par ailleurs, les retards affaiblissent souvent l'efficacité des processus de production, de sorte que çà et là, la production doit être réduite, voire arrêtée.

Activité toujours perturbée par les restrictions imposées aux déplacements internationaux

A l'intérieur des frontières suisses, les difficultés de livraison ont quasiment disparu. Dans l'hôtellerie-restauration, les prescriptions sont désormais jugées comme n'étant plus que légèrement restrictives, les conséquences de l'extension de l'obligation de présenter un certificat Covid n'étant pas encore devenues un thème central lors de la réalisation des entretiens. Les restrictions imposées aux déplacements internationaux demeurent toutefois considérables. Elles freinent la demande dans l'hôtellerie et empêchent également les entreprises exportatrices de livrer normalement leurs produits et les pièces de rechange, une présence auprès des clients étant souvent nécessaire pour l'installation du matériel et les instructions d'utilisation. En outre, la prospection de la clientèle est toujours entravée.

Effectifs légèrement insuffisants

Pour la première fois depuis le début de la crise du coronavirus, les entreprises jugent les ressources en personnel légèrement insuffisantes. Cela vaut également pour les services, dont les effectifs étaient plutôt trop élevés aux trimestres précédents. Il faut y voir l'effet d'une nette hausse de la demande de main-d'œuvre dans le secteur de la santé, dans celui de l'audit et dans l'hôtellerie. Dans le secteur de la restauration également, la demande de main-d'œuvre progresse substantiellement; pourtant, les effectifs continuent d'être considérés comme un peu trop importants. En ce qui concerne le secteur des technologies de l'information et de la communication, les entreprises estiment toujours que les effectifs sont trop bas.

Recrutement plus difficile

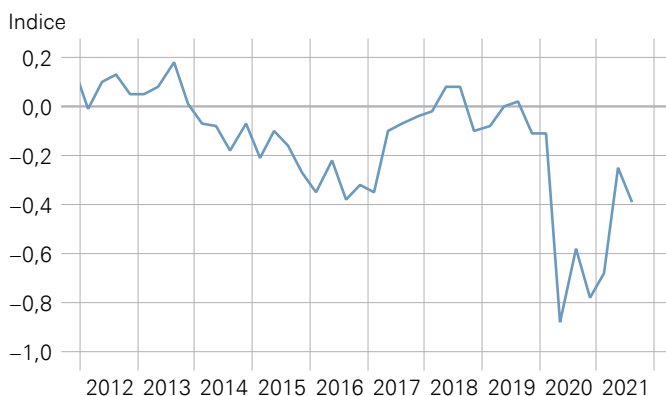
Avec la hausse de la demande de main-d'œuvre, les entreprises sont de nouveau confrontées à des difficultés de recrutement croissantes. Dans leur perception, la situation est semblable à celle qui prévalait avant le début de la pandémie. Le manque de spécialistes en technologies de l'information s'est encore accentué du fait de la transformation numérique galopante. En outre, les restaurants et les hôtels sont confrontés à des difficultés significatives: ils ne parviennent à trouver du personnel qu'au prix d'efforts considérables et d'augmentations de salaire notables. Cette situation s'explique par la réorientation du personnel qualifié dans d'autres secteurs pendant la pandémie, par des difficultés accrues pour recruter à l'étranger et en partie par le chômage partiel, qui réduit la propension à changer d'employeur.

Marges bénéficiaires quasiment inchangées

Les marges bénéficiaires sont restées au niveau enregistré au trimestre précédent. Dans l'industrie, l'augmentation

Graphique 3

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



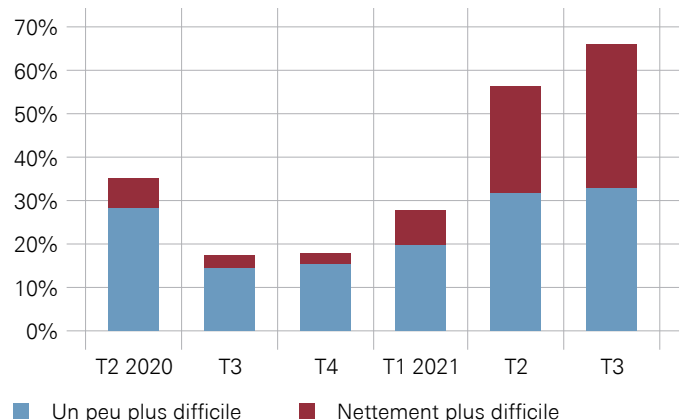
Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale.

Source: BNS.

Graphique 4

APPROVISIONNEMENT

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



Source: BNS.

des volumes de production a un effet positif sur les marges. Par contre, la hausse des prix d'achat ainsi que les processus de production moins efficaces du fait des retards de livraison se traduisent par un accroissement des coûts de production et par une diminution des marges. Dans les services, les branches directement concernées par les restrictions imposées en raison de la pandémie affichent en particulier des marges toujours très faibles, malgré la reprise de la demande qui s'est amorcée à la suite des assouplissements. Dans la construction, les marges se sont améliorées par rapport au trimestre précédent. Il s'avère de plus en plus facile de répercuter la hausse des prix des produits en amont sur les prix de vente.

Situation toujours stable en matière de liquidités

La situation des entreprises en matière de liquidités reste majoritairement stable. Ainsi, près de la moitié des entreprises considèrent que la situation n'a pas changé par rapport à la période qui a précédé l'apparition du coronavirus (voir graphique 5). Environ 30% des entreprises la jugent même moins tendue. Outre l'amélioration de la marche des affaires, les aides accordées par l'Etat et les mesures prises par les entreprises, l'année passée en particulier – à savoir la mise en œuvre d'une politique de distribution de dividendes prudente et la réduction des dépenses d'investissement – continuent d'avoir un effet positif sur les liquidités.

Pour 17% des entreprises, la situation est plus tendue qu'avant l'apparition du coronavirus; cette proportion est en légère hausse par rapport au trimestre précédent. Dans certains cas, les problèmes de liquidités sont causés par des retards de paiement des clients. Quelques entreprises signalent que les aides de l'Etat ne parviennent plus à couvrir les pertes persistantes.

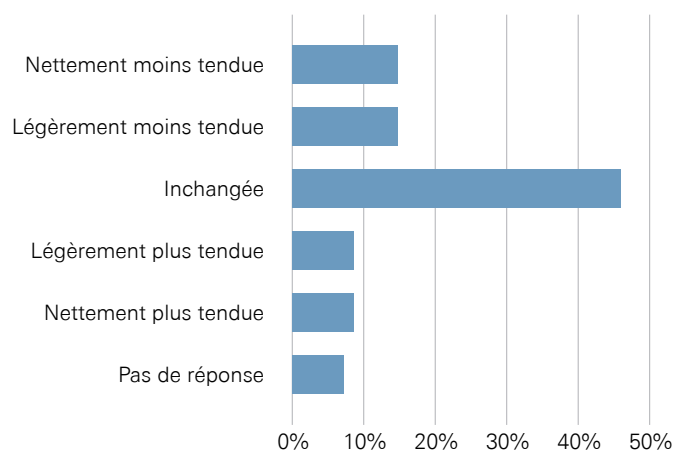
Conditions de prêt quasi inchangées pour la plupart des entreprises

La plupart des interlocuteurs estiment que les conditions de prêt des banques sont similaires à celles des périodes précédentes. Au total, pour 90% des entreprises interrogées, l'octroi de crédits n'est pas un problème – soit parce qu'elles jugent les conditions inchangées, voire plus souples, soit parce qu'elles n'ont pas besoin de recourir à un crédit bancaire (voir graphique 6). Par contre, près de 10% des entreprises ont le sentiment que les conditions sont plus restrictives. Les représentants de branches fortement affectées par la pandémie et dont les perspectives restent incertaines perçoivent toujours une plus grande prudence de la part des banques pour les questions de financement. Quelques entreprises industrielles constatent en outre chez celles-ci une propension au risque plus faible lors du financement de projets.

Graphique 5

SITUATION EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉS

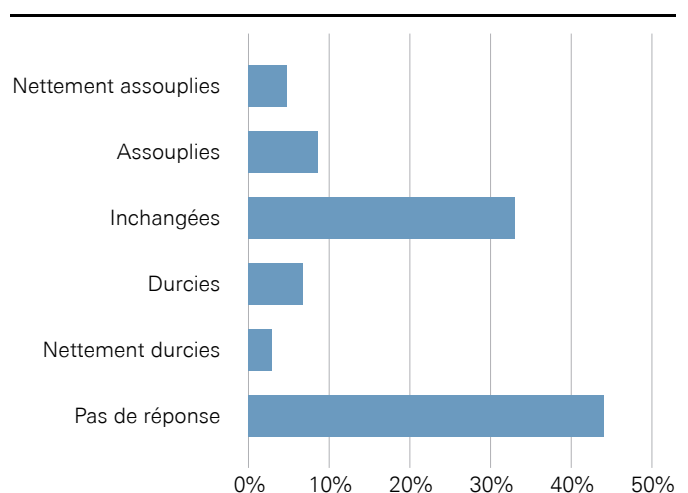
Par rapport à la situation qui prévalait avant la crise du coronavirus



Source: BNS.

Graphique 6

CONDITIONS DE PRÊT



Source: BNS.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, la marche des affaires se montre peu dynamique au troisième trimestre. Les chiffres d'affaires en termes réels sont globalement semblables à ceux du trimestre précédent. Dans le commerce de gros, certaines entreprises profitent du redressement de l'industrie ou de la persistance d'une demande robuste venant de la construction. Parallèlement, des difficultés d'approvisionnement touchent en particulier les concessionnaires automobiles qui, immédiatement, enregistrent des chiffres d'affaires plus bas. En outre, dans le commerce de détail, les entreprises qui avaient profité des mutations de la demande pendant les fermetures de commerces voient leurs chiffres d'affaires baisser. Elles ne parviennent pas à reproduire le chiffre d'affaires réalisé au troisième trimestre 2020, particulièrement prospère, car elles ressentent les effets du tourisme d'achat qui repart à la hausse, de la réouverture des entreprises de restauration et de l'augmentation des séjours de villégiature à l'étranger durant la période estivale.

Le tourisme, l'hôtellerie et la restauration, mais aussi l'industrie du divertissement et des loisirs, restent particulièrement affectés par les conséquences de la pandémie, malgré l'amélioration de la situation au fur et à mesure de la mise en œuvre des mesures d'assouplissement. Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires dans les branches concernées sont en nette augmentation par rapport au trimestre précédent, en dépit de conditions météorologiques défavorables, avec un mois de juillet extrêmement pluvieux. Néanmoins, les capacités disponibles restent souvent sous-utilisées en raison des règles de distanciation. L'activité est également freinée par la persistance d'une faible demande pour les séminaires et les conférences. En outre, le tourisme d'affaires et le tourisme international tournent toujours au ralenti, ce qui affecte fortement l'hôtellerie urbaine en particulier et entraîne aussi une réduction des cadences des entreprises de transport actives dans ce secteur.

Dans le secteur financier, l'évolution positive observée les trimestres précédents se poursuit. Tous les segments connaissent une marche des affaires favorable. La croissance persistante des activités hypothécaires, l'évolution boursière dynamique et la reprise progressive des contacts personnels avec la clientèle dans les agences y contribuent. Les interlocuteurs sont optimistes quant à la poursuite de ces tendances au cours des prochains trimestres. Le recrutement d'experts en finances est jugé difficile.

Dans le secteur des technologies de l'information et de la communication, les chiffres d'affaires affichent toujours une évolution favorable. La numérisation, favorisée par la persistance d'un besoin croissant en infrastructures informatiques efficaces et sûres et d'un engouement incessant pour le commerce en ligne, est le principal moteur.

Dans les branches industrielles, la marche des affaires progresse de façon très positive. L'industrie profite d'une forte demande intérieure provenant du secteur de la construction et, surtout, de l'évolution positive continue de la demande étrangère. La croissance des chiffres d'affaires est particulièrement dynamique chez les producteurs de denrées alimentaires, dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux ainsi que chez les fabricants d'instruments de précision. La demande s'est notamment redressée dans certaines entreprises de l'industrie horlogère et chez les sous-traitants du secteur automobile. Les achats de marchandises dans le secteur automobile ont connu un ralentissement ponctuel en raison des difficultés de production induites par les problèmes d'approvisionnement, notamment auprès des constructeurs automobiles européens. Ces inconvénients ne devraient toutefois pas interrompre durablement la tendance haussière. Dans les entreprises de l'industrie pharmaceutique et chimique, la marche des affaires a également progressé.

Dans l'ensemble, l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie est de nouveau largement supérieure au niveau d'avant la pandémie, grâce à l'évolution positive enregistrée au cours des trimestres précédents. L'activité est toutefois entravée par les restrictions imposées aux déplacements internationaux, qui compliquent la livraison de machines et de pièces de rechange, la fourniture de services ainsi que la prospection de la clientèle.

Dans la construction, la marche des affaires est toujours positive. Les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières ont augmenté par rapport au deuxième trimestre, poursuivant l'évolution observée les trimestres précédents, et sont nettement supérieurs à ceux de la même période de 2020. Les carnets de commandes sont majoritairement bien remplis. Les entreprises de la construction ainsi que les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études profitent d'une vive demande dans la construction d'infrastructures publiques ainsi que d'investissements élevés dans le domaine du logement. L'activité est particulièrement soutenue par les projets d'extension et de rénovation. Les entreprises horticoles font également état d'une forte demande persistante en lien avec ces projets. Les marges des entreprises de construction restent toutefois légèrement inférieures aux valeurs considérées comme normales, en raison de la hausse continue des prix des matières premières, des difficultés d'approvisionnement, des défis en matière de logistique et de la persistance d'une concurrence jugée toujours aussi vive.

Optimisme continu des entreprises

Dans les trois domaines d'activité, les entreprises tablent, pour les deux prochains trimestres, sur une nette hausse des chiffres d'affaires en termes réels (voir graphique 7). Cet optimisme repose sur l'évolution favorable de la demande mondiale et sur la persistance d'une demande intérieure robuste, notamment en provenance de la construction.

La plupart des entreprises estiment que leur chiffre d'affaires retrouvera, au plus tard à la fin de cette année, le niveau qu'il affichait avant la crise du coronavirus. Plus de 50% des entreprises n'ont pas subi de baisse de leur chiffre d'affaires ou ont déjà renoué avec ce niveau au cours de l'année précédente (voir graphique 8). Elles sont près de 20% à compter retrouver le niveau d'avant la crise cette année. Par contre, environ 30% des entreprises pensent y parvenir au plus tôt l'année prochaine.

Les interlocuteurs s'attendent à une augmentation sensible de l'utilisation des capacités techniques de production ou des infrastructures au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 9). Dans ce contexte, la propension des entreprises à investir continue également de s'accroître. Par rapport aux douze derniers mois – marqués en partie par un fort recul des investissements – les entreprises envisagent pour les douze prochains mois des dépenses d'investissement plus élevées tant dans les biens d'équipement que dans les constructions.

Dans le même temps, les entreprises prévoient également de renforcer considérablement leurs effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 10). Ces intentions traduisent le fait que, d'une part, les perspectives commerciales s'améliorent et que, d'autre part, de nombreuses entreprises jugent leurs effectifs actuels trop justes après que ceux-ci ont été réduits au cours des trimestres précédents. Le renforcement prévu des effectifs est particulièrement notable dans les branches suivantes: techniques de l'information et de la communication, santé, placement de personnel, audit et conseil aux entreprises. La demande de main-d'œuvre est aussi relativement élevée dans la construction, notamment dans le second œuvre.

Prix d'achat et de vente en nette augmentation

Compte tenu des problèmes persistants causés par des fournisseurs en rupture de stock, et vu l'augmentation des coûts de transport due à des capacités insuffisantes, la hausse des prix d'achat et de vente attendus se poursuit. Si la plupart des interlocuteurs escomptent une normalisation de l'évolution des prix l'année prochaine, ils tablent néanmoins sur des prix en nette augmentation pour une large palette de matières premières et de produits au cours des deux prochains trimestres. Les entreprises de la construction constituent une exception: dans l'ensemble, elles n'escomptent pas de nouvelle augmentation des prix d'achat après les fortes hausses intervenues aux trimestres précédents. Néanmoins, dans ce domaine d'activité, les prix de vente – qui étaient souvent fermes jusqu'ici en raison d'accords contractuels – seront eux aussi de plus en plus souvent ajustés de façon à tenir compte de la hausse des prix d'achat.

Graphique 7

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

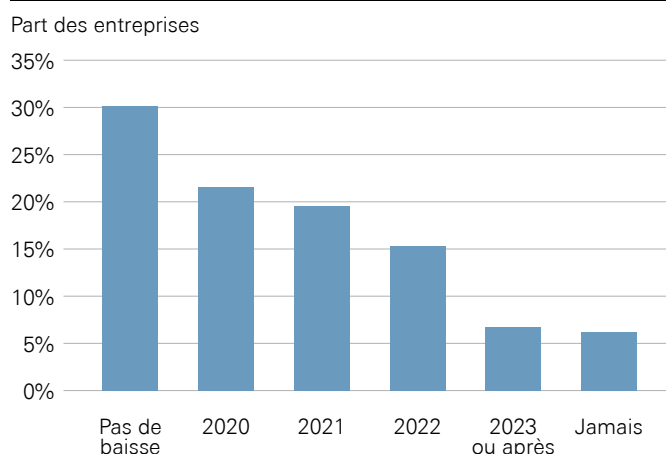


Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 8

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



Source: BNS.

CONTEXTE ET RISQUES

Durant le trimestre en cours, l'appréciation des risques faite par les entreprises est dominée par deux thèmes: les difficultés d'approvisionnement et l'évolution de la pandémie de coronavirus.

Contre toute attente, les difficultés d'approvisionnement se sont encore accentuées ce trimestre. Dans ces conditions, les entreprises sont moins optimistes quant à une normalisation à court terme. Les problèmes devraient perdurer une bonne partie de l'année prochaine et la situation ne devrait se détendre que progressivement, notamment en ce qui concerne les composants électroniques. Tandis que les hausses de prix dues à une situation de pénurie ne peuvent le plus souvent être répercutées sur les prix de vente qu'avec un certain décalage temporel, les marges sont directement impactées par les pertes d'efficacité résultant des retards de livraison.

En outre, le large optimisme affiché au trimestre précédent concernant un apaisement durable de la situation pandémique est quelque peu retombé face à la recrudescence du nombre de cas. Bien que la majorité des entreprises ne tablent pas sur le rétablissement de restrictions draconiennes pour l'économie et la société, l'incertitude s'est fortement accrue.

Outre les défis énumérés ci-dessus, prédominants dans de nombreux entretiens, le manque de personnel qualifié est à nouveau davantage perçu comme un frein à la reprise économique.

Les répercussions directes de la rupture des négociations sur l'accord-cadre entre la Suisse et l'UE ont été ressenties jusqu'ici par les entreprises du secteur de la technologie médicale, du secteur pharmaceutique et dans celui du commerce de l'énergie. A moyen terme, d'autres entreprises qui exportent vers l'UE craignent également une augmentation des coûts sous la forme de charges administratives.

Les conséquences structurelles de la pandémie sont un thème de plus en plus souvent évoqué par les entreprises. Le recours croissant à la numérisation en fait notamment partie. Si celle-ci est largement considérée comme une chance, les coûts liés aux investissements correspondants ainsi que les risques opérationnels parfois difficilement quantifiables constituent aussi un défi.

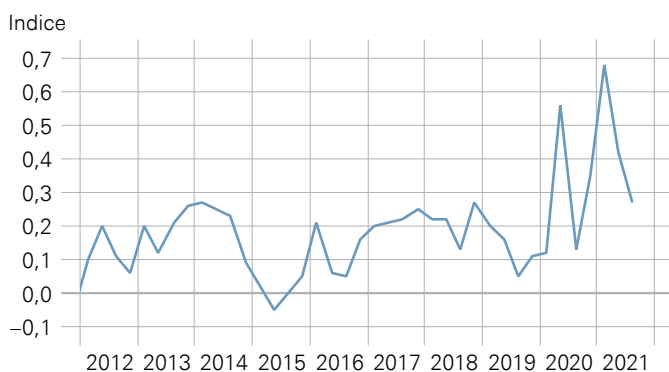
Dans un horizon à moyen et à long termes, le changement climatique, et plus précisément l'intérêt croissant pour le développement durable, sont également considérés comme une chance pour établir de nouveaux modèles commerciaux. Cette optique s'applique notamment à l'efficacité énergétique, qui représente un vaste domaine. Les fournisseurs de produits perçus comme étant moins durables voient en revanche cette tendance comme un risque.

Les entreprises apprécient la stabilité du franc; dans le même temps, elles estiment qu'une forte appréciation de celui-ci constituerait un risque.

Eu égard à la hausse des taux d'inflation et à la situation sur le marché immobilier, les perspectives concernant l'évolution des taux d'intérêt sont un sujet abordé plus fréquemment.

Graphique 9

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE



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

Source: BNS.

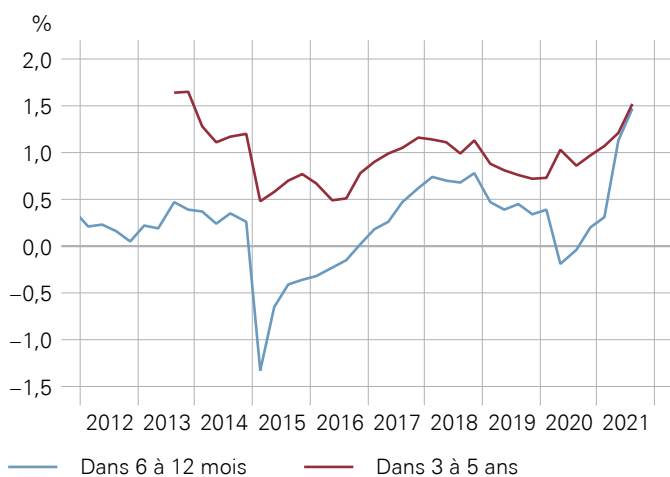
Graphique 10

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS



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

Source: BNS.

INFLATION ATTENDUE

Source: BNS.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les délégués et délégués interrogent également leurs interlocutrices et 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 augmenté: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 1,5% en moyenne, contre 1,1% au trimestre précédent (voir graphique 11). Cette évolution est souvent mise en relation avec les hausses des prix à la production largement observées qui, de l'avis des entreprises interrogées, se reflèteront progressivement dans les prix à la consommation.

Les interlocuteurs sont plus nombreux à estimer que la hausse de l'inflation à court terme ne retombera pas immédiatement et que l'inflation restera un peu plus élevée à long terme: par conséquent, les anticipations pour les trois à cinq prochaines années ont augmenté, passant de 1,2% à environ 1,5%.

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, plus de 200 entreprises sont ainsi interrogées. Elles sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du PIB et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, l'administration publique et l'agriculture sont exclues des entretiens. Les entreprises qui sont prises en compte dans l'échantillon emploient en règle générale au moins 50 personnes. Cet échantillon change chaque trimestre.

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

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

Interprétation des graphiques

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

Informations complémentaires

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

Glossaire

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

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

Libor	(Abréviation de London Interbank Offered Rate). → Taux d'intérêt moyen auquel des banques indiquent pouvoir emprunter sur le → marché monétaire dans une monnaie et pour une durée déterminées, sans déposer de → garantie. Le Libor pour le franc cessera d'être établi fin 2021.
Liquidité	1. (Au singulier): capacité d'effectuer en tout temps et sans limitation les paiements arrivés à échéance. 2. (Au pluriel): moyens financiers nécessaires à la liquidité au sens 1. Les banques échangent des liquidités sur le → marché monétaire, et la BNS peut influencer sur le volume de ces dernières, notamment en effectuant des → pensions de titres. 3. (Au singulier): état d'un marché sur lequel les opérations peuvent être effectuées sans entraîner de fluctuations de prix importantes.
Mandat de la Banque nationale	Mandat donné à la BNS de mener, en tant que banque centrale indépendante, la politique monétaire dans l'intérêt général du pays (art. 99 de la Constitution fédérale) et de garantir la → stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la → conjoncture (art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale).
Marché des capitaux	Marché sur lequel des fonds sont levés et placés pour une durée de plus d'un an. Il est complémentaire du → marché monétaire. On distingue le marché des → fonds propres (→ actions) et le marché des → fonds de tiers (→ obligations).
Marché monétaire	Marché où notamment les banques s'empruntent et se prêtent mutuellement des fonds à court terme (c'est-à-dire pour une durée n'excédant pas un an). Ces prêts peuvent ou non être assortis d'une → garantie (→ pension de titres).
Mesure macroprudentielle	Mesure réglementaire appliquée notamment aux banques, et visant à renforcer la → stabilité financière.
Monnaie au sens large	Numéraire en circulation et fonds détenus auprès des banques par les ménages et les entreprises non bancaires. A ne pas confondre avec la → monnaie centrale.
Monnaie centrale	Somme des billets en circulation et des → avoirs à vue détenus par les banques commerciales résidentes auprès de la BNS, aussi appelée MO ou «base monétaire».
Montant exonéré	Part des → avoirs à vue qu'une banque détient à la BNS sur laquelle l'→ intérêt négatif n'est pas prélevé. Le montant exonéré s'élève au moins à 10 millions de francs par titulaire de compte. Pour une banque domiciliée en Suisse, ce montant est généralement égal à la moyenne sur trois ans du montant des → réserves minimales requises multipliée par le facteur d'exonération (actuellement de 30), moins le numéraire détenu par la banque.
Nominal, en termes nominaux	Se dit d'une variable économique qui n'a pas été corrigée des variations des prix (→ taux d'intérêt nominal).
Obligation	→ Titre de créance, la plupart du temps producteur d'→ intérêts, émis par un emprunteur (l'émetteur) et remis au prêteur (le créancier) contre la mise à disposition d'un montant donné pour une durée définie, au terme de laquelle l'émetteur rembourse le créancier.
Obligation d'Etat	Titre de créance émis par une collectivité de droit public.
Opération d' <i>open market</i>	→ Instrument de politique monétaire mis en œuvre à l'initiative de la BNS et non pas d'une banque commerciale, à la différence d'une → facilité permanente.
Opération de réglage fin	Mesure prise par une banque centrale dans le but d'atténuer les fluctuations excessives des → taux d'intérêt à court terme sur le → marché monétaire. Une → pension de titres peut être utilisée à cette fin.
Option	Droit d'acheter (option d'achat, <i>call</i>) ou de vendre (option de vente, <i>put</i>) un actif tel qu'une action pour un prix fixé d'avance. Ce droit peut être titrisé sous forme d'un certificat d'option ou <i>warrant</i> pour être négocié en bourse.
Panier	Ensemble des biens et services consommés par un ménage moyen. Basé sur une enquête réalisée auprès des ménages, le panier sert à calculer l'→ indice suisse des prix à la consommation.
Pension de titres	→ Vente de titres par un emprunteur à un prêteur, avec l'engagement de racheter, à une date ultérieure, un volume équivalent de titres de même catégorie. D'un point de vue économique, il s'agit d'un → prêt gagé, rémunéré au → taux des pensions de titres. Ce dispositif permet à la BNS de gérer les → liquidités sur le → marché monétaire.
PMI de l'industrie	(Abréviation de Purchasing Managers Index, indice des directeurs d'achat). Indice basé sur des enquêtes et reflétant l'activité industrielle, constitué, dans le cas de la Suisse, des sous-indices suivants: production, évolution des carnets de commandes, délais de livraison, stocks, achats et emploi. Si le PMI est supérieur à 50 points, cela traduit une croissance de l'activité.
Politique budgétaire	Ensemble des mesures qu'un Etat met en œuvre par l'intermédiaire de ses recettes et dépenses pour influencer sur la → conjoncture.
Politique monétaire	Politique de la banque centrale visant à assurer, par la mise en œuvre de ses → instruments de politique monétaire, des → conditions monétaires appropriées et à remplir par là même son → mandat.
Potentiel de production	Niveau du → PIB → réel dans l'hypothèse d'une utilisation normale des → facteurs de production. On parle également de production potentielle. Peut notamment être estimé à l'aide du → filtre HP.

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

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

Chronique monétaire

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

<p>Lors de l'examen du 23 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. Elle reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La politique monétaire expansionniste de la BNS vise à assurer la stabilité des prix et soutient la reprise de l'économie suisse face aux conséquences de la pandémie de Covid-19.</p>	<p>Septembre 2021</p>
<p>Lors de l'examen du 17 juin de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.</p>	<p>Juin 2021</p>
<p>Le 23 avril, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse décident conjointement, en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis, de cesser de proposer des liquidités en dollars pour des durées de 84 jours. Cette décision tient compte de l'amélioration durable des conditions de financement en dollars des Etats-Unis. Ce changement opérationnel entre en vigueur le 1^{er} juillet 2021. Les banques centrales susmentionnées continueront, après cette date, de proposer chaque semaine des pensions de titres portant sur des durées de 7 jours.</p>	<p>Avril 2021</p>
<p>Lors de l'examen du 25 mars de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.</p>	<p>Mars 2021</p>
<p>Lors de l'examen du 17 décembre de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à $-0,75\%$, son taux directeur et le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue à la BNS et reste disposée, étant donné le niveau élevé du franc, à intervenir de manière accrue sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La BNS continue à approvisionner généreusement en liquidités le système bancaire dans le cadre de la FRC. La politique monétaire expansionniste de la BNS assure des conditions de financement favorables, contre les pressions à la hausse sur le franc et contribue à un approvisionnement adapté de l'économie en crédit et en liquidités.</p>	<p>Décembre 2020</p>
<p>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.</p>	<p>Septembre 2020</p>

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

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

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



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

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

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

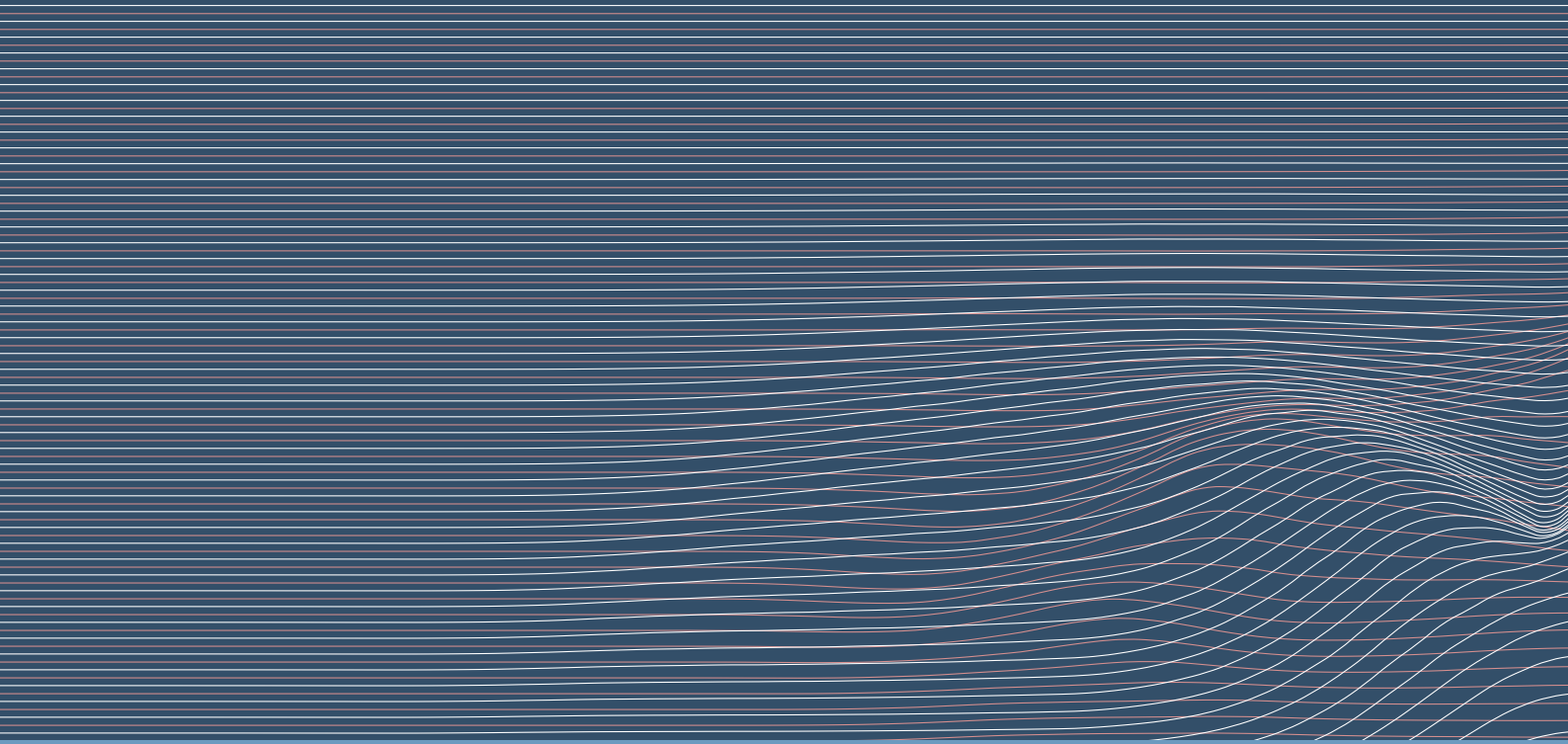
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2021



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

