



---

Bulletin trimestriel  
4/2021 Décembre

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





---

Bulletin trimestriel  
4/2021 Décembre

39<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 16 décembre 2021	6
Stratégie de politique monétaire de la BNS	7
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	8
3 Evolution économique en Suisse	14
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Evolution monétaire	22
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
Remerciements	37
Glossaire	41
<b>Chronique monétaire</b>	<b>46</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) pour l'examen de décembre 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 16 décembre 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 16 décembre 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.

## L'essentiel en bref

---

- Le 16 décembre 2021, la Banque nationale a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle laisse à  $-0,75\%$  son taux directeur et reste disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes. La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle s'inscrit quelque peu au-dessus de celle de septembre.
- La reprise économique mondiale a connu un léger ralentissement au troisième trimestre. Dans son scénario de base, la Banque nationale estime que malgré l'évolution actuellement défavorable de la pandémie de Covid-19, la reprise devrait se poursuivre, quoique à un rythme moins soutenu. L'inflation s'est accentuée aux Etats-Unis et dans la zone euro, mais devrait, à moyen terme, retomber à des niveaux plus bas.
- En Suisse, la reprise économique s'est poursuivie. Pour 2021, la Banque nationale s'attend à une croissance du PIB d'environ  $3,5\%$ , et d'environ  $3\%$  pour 2022. Le chômage devrait encore fléchir quelque peu, et l'utilisation des capacités de production, continuer à se normaliser.
- Le taux de renchérissement mesuré par l'IPC a progressé régulièrement depuis le début de l'année pour atteindre  $1,5\%$  en novembre. Cette évolution s'explique principalement par la hausse des prix des produits pétroliers. Les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes demeurent, pour tous les horizons temporels, dans la zone assimilée à la stabilité des prix.
- Le franc s'est maintenu à un niveau élevé et son cours, pondéré par le commerce extérieur, s'est apprécié. Les taux d'intérêt à long terme ont nettement fluctué, mais sont restés à peu près au même niveau qu'au trimestre précédent; les cours des actions se sont établis à un niveau record. La croissance des agrégats monétaires et des prêts bancaires est demeurée robuste, et celle des prix de l'immobilier est restée soutenue.

# 1

## Décision de politique monétaire du 16 décembre 2021

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) poursuit sa politique monétaire expansionniste afin d'assurer la stabilité des prix et de 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 septembre (voir graphique 1.1). Cela est dû principalement à la hausse des prix à l'importation, notamment pour les produits pétroliers et les biens concernés par des difficultés d'approvisionnement à l'échelle mondiale. A plus long terme, la prévision d'inflation est pratiquement identique à celle de septembre. Elle s'établit à  $0,6\%$  pour 2021, à  $1\%$  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 de Covid-19 continue à marquer la situation économique internationale. La reprise économique mondiale a connu un léger ralentissement au troisième trimestre en raison de vagues de contamination dans certaines régions et de difficultés d'approvisionnement de différentes branches de l'industrie. Dans le même temps, le renchérissement s'est établi à un niveau inhabituellement élevé aux Etats-Unis et dans la zone euro, ce qui s'explique notamment par les difficultés d'approvisionnement et par la hausse des prix de l'énergie.

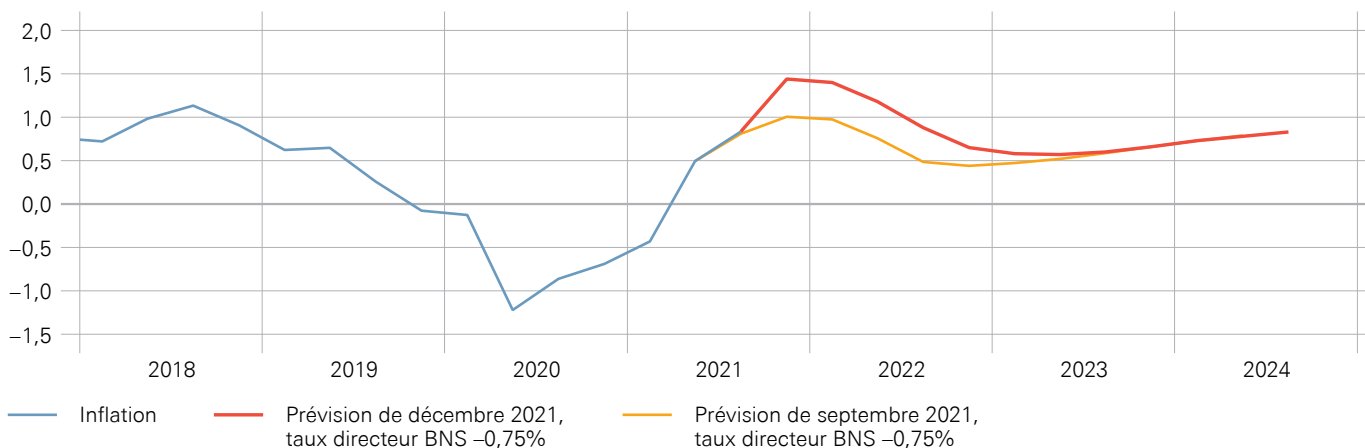
Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS estime que malgré l'évolution actuellement défavorable de la pandémie, de nouvelles mesures étendues d'endiguement ne seront pas nécessaires. Ainsi, la reprise économique devrait se poursuivre, quoique à un rythme moins soutenu. Parallèlement, les difficultés d'approvisionnement devraient persister pendant un certain temps et entraîner un renchérissement des biens concernés. A moyen terme, la situation devrait néanmoins se détendre, et l'inflation à l'étranger, retomber à des niveaux plus modérés.

En Suisse, la reprise économique s'est poursuivie. Le produit intérieur brut (PIB) a de nouveau fortement augmenté au troisième trimestre et a ainsi dépassé pour la première fois son niveau d'avant la crise. Sur le marché du travail également, la situation a continué à s'améliorer. Cette année, le PIB devrait croître d'environ  $3,5\%$ , soit un peu plus que ce que la BNS prévoyait en septembre. En effet, certaines branches des services, comme l'hébergement et la restauration, ont connu une évolution plus dynamique que ce qui avait été alors prévu. Ces derniers temps toutefois, la conjoncture a de nouveau perdu un peu de sa vigueur.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2021

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



Sources: BNS et OFS.



Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS table sur une poursuite de la reprise en 2022. Ce scénario repose sur l'hypothèse que les autorités ne devront pas prendre de mesures d'endiguement entravant davantage l'activité économique. Dans ce contexte, la BNS s'attend à une croissance du PIB d'environ 3% pour 2022. Le chômage devrait encore fléchir quelque peu, et l'utilisation des capacités de production, continuer à se normaliser.

La récente aggravation de la situation pandémique a de nouveau accentué l'incertitude entourant les prévisions aussi bien pour l'étranger que pour la Suisse. L'évolution de la conjoncture durant les prochains trimestres dépendra largement des mesures d'endiguement supplémentaires qui seront adoptées dans les pays respectifs.

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, DÉCEMBRE 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	0,8		0,9	0,4	-0,7

Source: OFS.

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2021

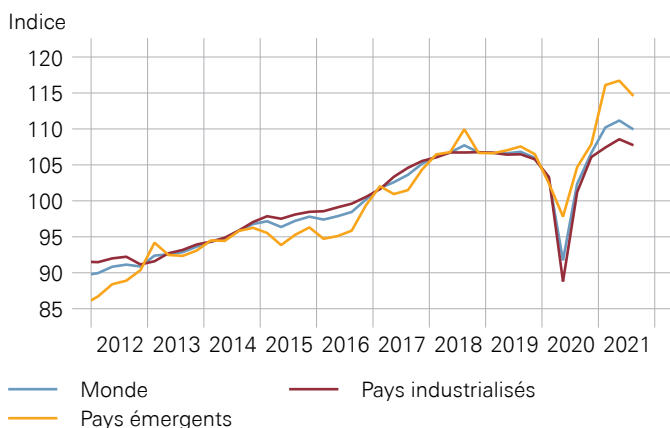
	2021				2022				2023				2024				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de septembre 2021, taux directeur BNS -0,75%			0,8	1,0	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8			0,5	0,7	0,6
Prévision de décembre 2021, taux directeur BNS -0,75%				1,4	1,4	1,2	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8		0,6	1,0	0,6

Source: BNS.

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.

## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La pandémie de Covid-19 continue à marquer la situation économique internationale. Dans de nombreux pays, le PIB et l'emploi étaient encore inférieurs, durant le troisième trimestre, aux niveaux d'avant la crise, et de nouvelles vagues de contamination affectent sans cesse l'activité économique. En outre, différentes branches de l'industrie font face à des difficultés d'approvisionnement qui s'expliquent par une forte reprise de la demande de biens et par des perturbations dans les chaînes de production internationales. Dans ce contexte, la reprise économique mondiale a un peu ralenti au troisième trimestre, et le commerce mondial, qui s'établissait certes à un haut niveau, a fléchi (voir graphique 2.1). Dans le même temps, le renchérissement s'est établi à un niveau inhabituellement élevé aux Etats-Unis et dans la zone euro (voir graphiques 2.10 et 2.11). Cette situation tient principalement aux difficultés d'approvisionnement et à la hausse des prix de l'énergie, mais aussi à des effets exceptionnels, tels que le redressement des prix que la pandémie avait fait fortement chuter l'an dernier.

Dans son scénario de base pour l'économie mondiale, la BNS estime que malgré l'évolution actuellement défavorable de la pandémie, de nouvelles mesures étendues d'endiguement ne seront pas nécessaires. Ainsi, la reprise économique devrait donc se poursuivre, quoique à un rythme moins soutenu. Parallèlement, les difficultés

Tableau 2.1

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

	2017	2018	2019	2020	Scénario	
					2021	2022
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,8	3,6	2,8	-3,1	6,0	4,1
Etats-Unis	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,5	4,4
Zone euro	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,1	3,8
Japon	1,7	0,6	-0,2	-4,5	1,8	4,0
Chine <sup>2</sup>	7,0	6,7	5,9	2,2	8,0	5,2
<b>Prix du baril de pétrole en dollars des Etats-Unis</b>	54,3	71,0	64,3	41,8	71,7	84,0

<sup>1</sup> Agrégat mondial selon la définition du FMI, pondération PPA.<sup>2</sup> 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.

d'approvisionnement devraient persister pendant un certain temps dans les différentes branches de l'industrie et entraîner un renchérissement des biens concernés. L'inflation à l'étranger devrait retomber à des niveaux plus modérés au cours de l'année prochaine, à mesure que les difficultés d'approvisionnement se résorberont, que les prix de l'énergie se stabiliseront et que les effets exceptionnels se dissiperont.

Ce scénario relatif à l'économie mondiale est très incertain et présente des risques dans les deux sens. D'une part, la situation pandémique pourrait se dégrader à nouveau et affecter encore la conjoncture de façon notable. 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. L'évolution de l'inflation à l'étranger est elle aussi entourée actuellement d'une incertitude accrue.

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 84 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, contre 72 dollars dans le scénario de base précédent, et d'un cours de 1,16 dollar pour 1 euro (1,18 dollar 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

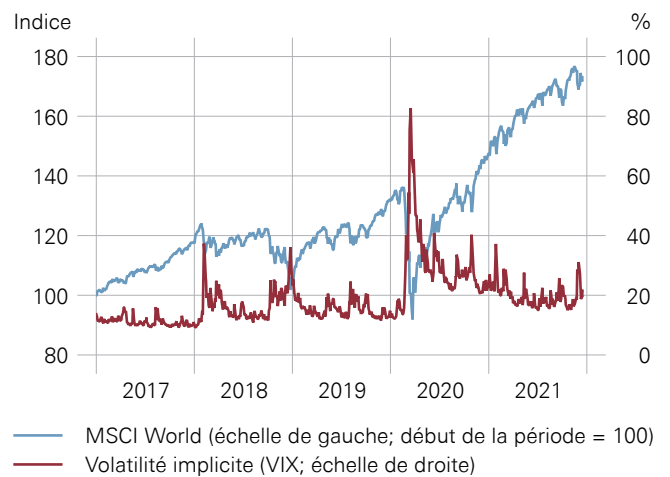
Les marchés financiers se sont caractérisés par des conditions changeantes depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre. Soutenu par les bons résultats des entreprises et par des données économiques favorables, l'indice MSCI World a temporairement atteint un niveau jamais enregistré auparavant. Une fois de plus cependant, il a fléchi, après la découverte d'un nouveau variant du coronavirus fin novembre; il a néanmoins affiché une légère progression par rapport à son niveau de septembre. En outre, la volatilité attendue des actions mesurée à partir du prix des options, telle qu'elle est notamment reflétée par l'indice VIX aux Etats-Unis, s'est encore accrue récemment en raison de ce nouveau variant (voir graphique 2.2).

Les craintes liées à l'inflation ont teinté d'incertitude les perspectives mondiales en matière de politique monétaire, engendrant une forte hausse des rendements des emprunts d'Etat à court terme dans les pays industrialisés, en particulier aux Etats-Unis. Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont cependant eu tendance à reculer légèrement (voir graphiques 2.3 et 2.4).

Les politiques monétaires divergentes des pays industrialisés et la situation pandémique délicate en Europe ont également influencé l'évolution du marché des changes. L'anticipation d'un prochain resserrement de la

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

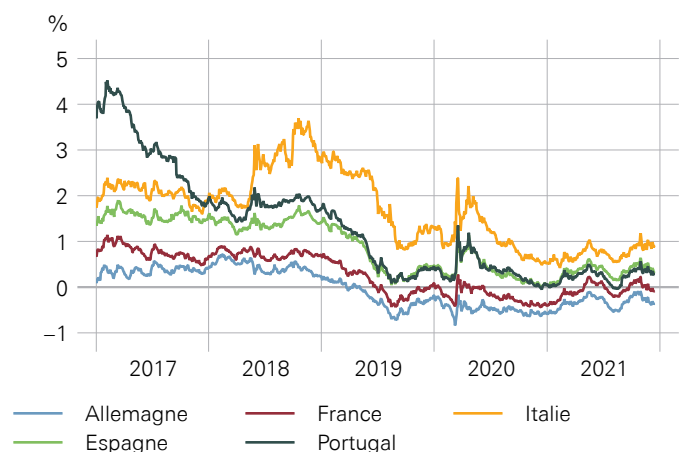


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



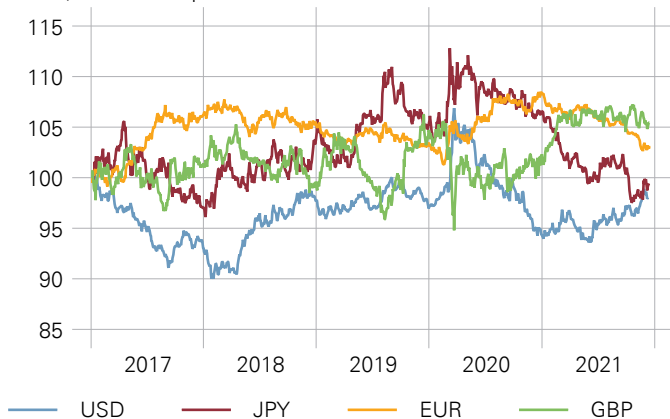
Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.5

### COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100

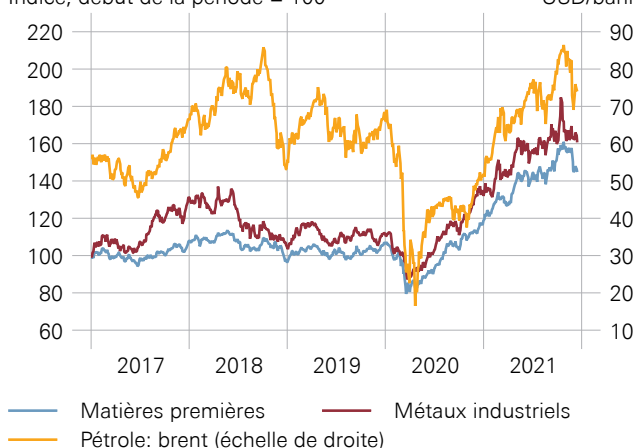


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.6

### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100

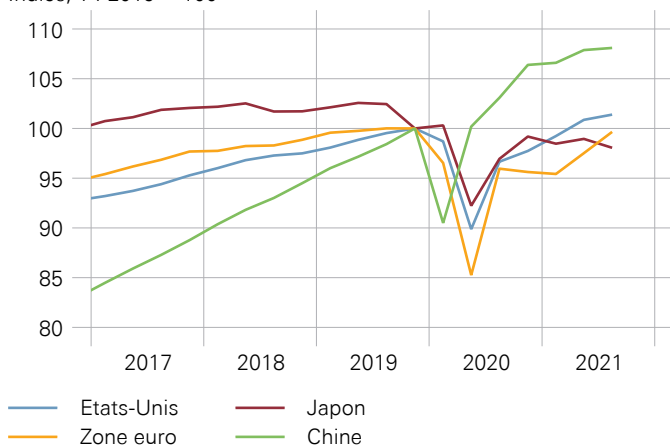


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL

Indice, T4 2019 = 100



Source: Refinitiv Datastream.

politique monétaire aux Etats-Unis s'est traduite par une appréciation du dollar en termes pondérés par le commerce extérieur, alors que l'euro a perdu de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur. Le yen et la livre sterling ont légèrement faibli (voir graphique 2.5).

Les prix des matières premières ont tout d'abord sensiblement progressé, puis ils ont fléchi récemment en raison de nouvelles inquiétudes conjoncturelles. Le prix du pétrole s'est inscrit mi-décembre à 74 dollars des Etats-Unis le baril, soit à peu près au niveau de mi-septembre (voir graphique 2.6).

### ÉTATS-UNIS

Après une évolution dynamique au premier semestre, le PIB américain a encore augmenté de 2,1% au troisième trimestre (voir graphique 2.7). La situation à nouveau tendue sur le plan de la pandémie et les problèmes d'approvisionnement dans l'industrie ont pesé sur la croissance. Les capacités de production de l'économie étaient toujours sous-utilisées au troisième trimestre. L'emploi est demeuré à un niveau sensiblement inférieur à celui observé avant la crise, et le taux de chômage s'est établi à 4,2% en novembre, contre 3,5% avant le début de la pandémie (voir graphique 2.9).

D'après les indicateurs mensuels, l'économie a récemment retrouvé de sa vigueur. Le secteur tertiaire a bénéficié d'une accalmie provisoire de la situation pandémique. De plus, les conditions de financement favorables, conjuguées aux impulsions positives de la politique budgétaire, soutiennent l'activité économique. En novembre, le Congrès américain a approuvé un nouveau train de mesures budgétaires qui met à disposition des fonds supplémentaires, à savoir 550 milliards de dollars ou 2,6% du PIB en 2020, pour des investissements dans les infrastructures (notamment les infrastructures de transport, l'approvisionnement en énergie et Internet à large bande). Par rapport à septembre, la BNS table, pour les Etats-Unis, sur une croissance du PIB un peu plus faible, mais toujours robuste, en 2021. Sa prévision s'élève ainsi à 5,5% pour 2021 et demeure inchangée, à 4,4%, pour 2022 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a encore progressé ces derniers mois et s'inscrivait à 6,8% en novembre (voir graphique 2.10). Cette évolution découle non seulement d'une augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, mais également d'un accroissement de l'inflation sous-jacente, qui s'établissait à 4,9% en novembre (voir graphique 2.11). Le niveau élevé de cette dernière reflète, d'une part, une normalisation des prix, lesquels avaient fortement chuté au début de la pandémie en 2020. D'autre part, le renchérissement découle de la raréfaction de certains biens et services à la suite d'une forte demande et de dysfonctionnements dans les chaînes logistiques. L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée s'est également accélérée pour

s'établir à 5% en octobre, dépassant clairement l'objectif fixé par la Réserve fédérale (Fed).

En novembre et en décembre, la Fed a constaté des progrès substantiels de l'économie concernant ses objectifs d'emploi et d'inflation. Dans ce contexte, elle a réduit ses achats de titres en termes nets et prévoit de les suspendre complètement en mars 2022.

La Fed a laissé la marge de fluctuation de son taux directeur inchangée entre 0,0% et 0,25% (voir graphique 2.12). Elle entend maintenir les taux d'intérêt au niveau actuel jusqu'à ce que le marché du travail ait surmonté la crise.

## ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 9,1% au troisième trimestre; il n'est plus que légèrement inférieur au niveau enregistré avant la crise (voir graphique 2.7). L'assouplissement des mesures d'endiguement du coronavirus au trimestre précédent a soutenu la reprise dans le secteur tertiaire. Par contre, la pénurie mondiale d'importants produits intermédiaires a continué de ralentir la production industrielle. Le PIB s'est accru dans tous les grands Etats membres. Le nombre de personnes actives occupées dans la zone euro a encore augmenté au troisième trimestre, et le taux de chômage s'est inscrit à 7,3% en octobre, retrouvant ainsi quasiment son niveau d'avant la pandémie (voir graphique 2.9).

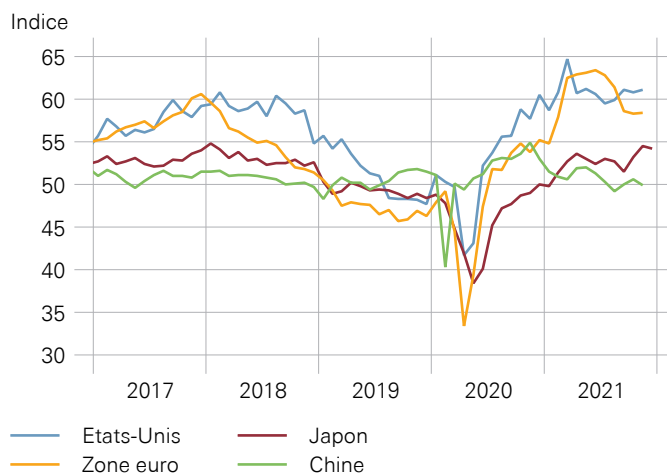
La reprise économique a vraisemblablement ralenti au quatrième trimestre. Cette situation est imputable au fait que, d'une part, la forte croissance enregistrée les deux trimestres précédents était liée à la réouverture de l'économie et que, d'autre part, le nombre de nouvelles contaminations est reparti à la hausse dans tous les grands Etats membres de la zone euro, ce qui a sans doute affecté le redressement du secteur tertiaire. Grâce aux progrès accomplis en matière de vaccination, cette évolution n'a nécessité de nouveaux confinements stricts que de manière ponctuelle. La BNS table sur une croissance du PIB de 5,1% en 2021 et de 3,8% en 2022 (voir tableau 2.1).

Favorisée par les prix 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 4,9% en novembre (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente a elle aussi progressé et s'établissait récemment à 2,6% (voir graphique 2.11), en raison notamment de la levée des mesures d'endiguement et des problèmes d'approvisionnement persistants dans l'industrie, lesquels ont entraîné une raréfaction de certains biens.

En décembre, lors de sa dernière réunion, la Banque centrale européenne (BCE) a encore estimé que le niveau actuellement élevé du renchérissement était provisoire. Elle a donc 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 ait atteint 2% de façon durable et claire avant la fin de la période couverte

Graphique 2.8

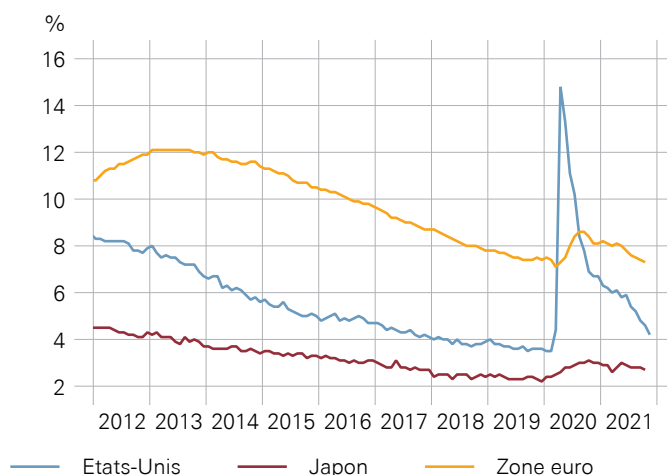
## INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)



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

Graphique 2.9

## TAUX DE CHÔMAGE

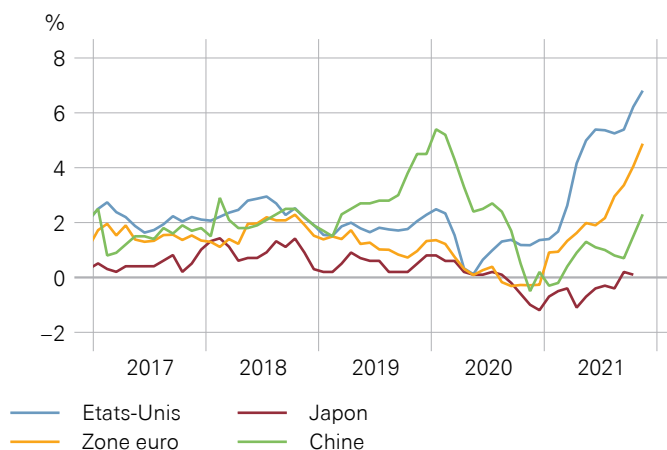


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.10

## PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

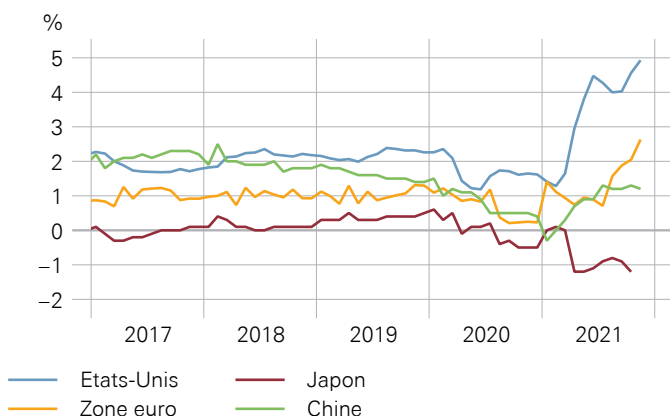


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.11

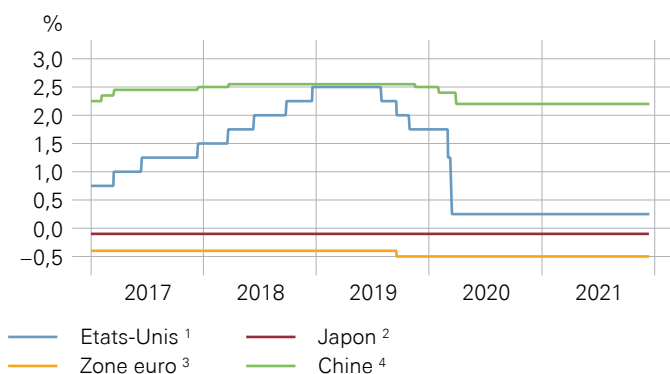
**INFLATION SOUS-JACENTE <sup>1</sup>**

Variation par rapport à l'année précédente

<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.

Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.12

**TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS**<sup>1</sup> Taux des fonds fédéraux (limite supérieure de la marge de fluctuation).<sup>2</sup> Taux cible au jour le jour.<sup>3</sup> Taux de la facilité de dépôt.<sup>4</sup> Taux des prises en pension de titres (7 jours).

Source: Refinitiv Datastream.

par les prévisions. Elle a décidé de continuer à ralentir le rythme des achats de titres dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et d'arrêter comme prévu les achats en termes nets en mars 2022. Elle entend poursuivre jusqu'à fin 2024 au moins, c'est-à-dire qu'elle souhaite prolonger d'une année au moins, sa pratique consistant à réinvestir les montants des titres arrivant à échéance. Elle envisage toujours de poursuivre son programme régulier d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), programme qu'elle ne compte suspendre que peu avant un relèvement des taux directeurs. Enfin, elle veut augmenter passagèrement, au deuxième et au troisième trimestre 2022, le volume des achats de titres.

**JAPON**

Le PIB du Japon a reculé de 3,6% au troisième trimestre, demeurant dès lors en dessous de son niveau d'avant la crise (voir graphique 2.7). Ce fléchissement tenait principalement à une nouvelle vague pandémique, au renforcement des mesures d'endiguement et à des problèmes d'approvisionnement dans le secteur automobile. Tant la consommation privée que les investissements et les exportations ont donc diminué. Le nombre de personnes actives occupées et la participation au marché du travail sont également restés inférieurs à leurs niveaux respectifs enregistrés avant la pandémie. Le taux de chômage s'inscrivait à 2,7% en octobre (voir graphique 2.9).

La situation pandémique s'est apaisée depuis septembre, et l'état d'urgence en vigueur au troisième trimestre dans de nombreuses préfectures a été levé fin septembre. Les problèmes d'approvisionnement dans le secteur automobile continuent toutefois d'affecter l'activité, comme en témoigne la faible évolution de la production industrielle et des exportations en octobre. Selon plusieurs enquêtes, une amélioration de la marche des affaires se dessinerait cependant au dernier trimestre. Le PIB devrait donc de nouveau progresser vigoureusement. La Banque nationale s'attend désormais à une croissance du PIB un peu plus faible en 2021, à 1,8%, et à une croissance plus forte pour 2022, à 4% (voir tableau 2.1).

Soutenue par des prix de l'énergie plus élevés, la hausse des prix à la consommation avoisinait 0% ces derniers mois (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente est par contre négative depuis avril et s'inscrivait à -1,2% en octobre (voir graphique 2.11). Cette situation est principalement due à des baisses de prix dans la téléphonie mobile.

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

## CHINE

---

La Chine a enregistré une faible croissance du PIB au troisième trimestre (0,8%), en raison de coupures d'électricité, de problèmes d'approvisionnement et de conditions météorologiques défavorables qui ont affecté l'activité industrielle et le secteur de la construction. En revanche, l'activité du secteur tertiaire a affiché une évolution globalement favorable malgré quelques foyers infectieux qui ont émergé çà et là.

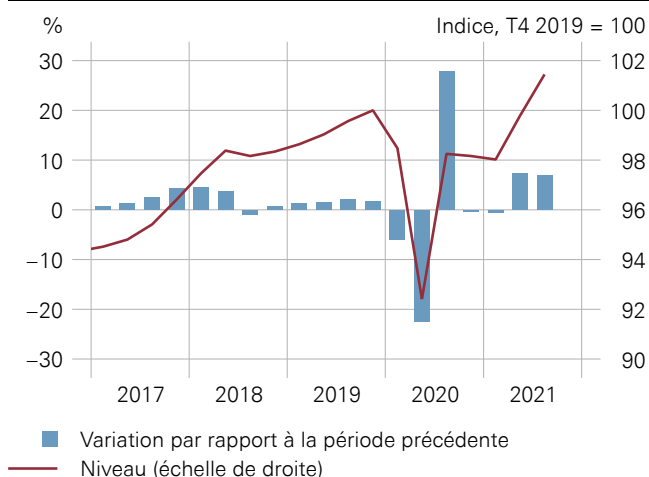
Plusieurs facteurs devraient peser sur l'activité économique dans un avenir proche, dont le désendettement du secteur immobilier, une pénurie provisoire d'énergie et de nouveaux foyers infectieux dans certaines provinces. Dans ce contexte, le gouvernement

souhaite prendre d'autres mesures budgétaires pour soutenir les petites et moyennes entreprises. La BNS revoit à la baisse ses prévisions de croissance pour la Chine et table désormais sur une progression de 8% en 2021 et de 5,2% en 2022 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a progressé en novembre pour s'établir à 2,3%. Cette évolution était imputable aux prix plus élevés des denrées alimentaires et des carburants (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente n'a pas varié et s'est établie à 1,2% (voir graphique 2.11).

La banque centrale de Chine a laissé ses taux directeurs inchangés (voir graphique 2.12). Elle a toutefois encore diminué, en décembre, le taux des réserves minimales des banques.

Graphique 3.1

**PIB RÉEL**

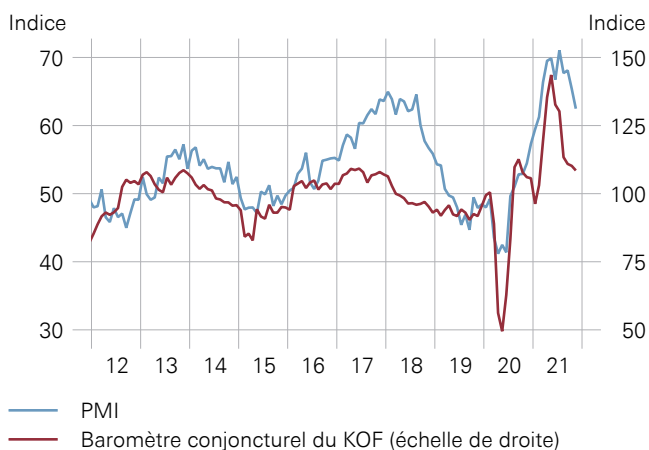
Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

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.

## 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, la reprise économique s'est poursuivie. Le produit intérieur brut a de nouveau fortement augmenté au troisième trimestre et a ainsi dépassé pour la première fois son niveau d'avant la crise. Sur le marché du travail également, la situation a continué à s'améliorer.

Cette année, le PIB devrait croître d'environ 3,5 %, soit un peu plus que ce que la BNS prévoyait en septembre. En effet, certaines branches des services, comme l'hébergement et la restauration, ont connu une évolution plus dynamique que ce qui avait été alors prévu. Ces derniers temps toutefois, la conjoncture a de nouveau perdu un peu de sa vigueur. Les entreprises suisses n'échappent pas aux difficultés d'approvisionnement, même si celles-ci n'ont eu pour l'instant qu'un impact très modéré sur la croissance.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS table sur une poursuite de la reprise en 2022. Ce scénario repose sur l'hypothèse que les autorités ne devront pas prendre de mesures d'endiguement entravant davantage l'activité économique.

Dans ce contexte, la BNS s'attend à une croissance du PIB d'environ 3% pour 2022. Le chômage devrait encore fléchir quelque peu, et l'utilisation des capacités de production, continuer à se normaliser.

L'incertitude entourant les prévisions restent fortes aussi bien pour l'étranger que pour la Suisse. L'évolution économique au cours des prochains trimestres dépendra dans une large mesure de l'aggravation ou non de la situation pandémique et, le cas échéant, des mesures d'endiguement supplémentaires qui seront prises.

**PRODUCTION ET DEMANDE**

La BNS se fonde sur un large éventail de données pour évaluer la situation économique. Il en ressort que le redressement de l'activité s'est vigoureusement poursuivi au troisième trimestre, même si différents indicateurs signalent un ralentissement ces derniers temps.

**Forte croissance du PIB au troisième trimestre**

Les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) indiquent que le PIB a augmenté de 6,8% au troisième trimestre après avoir connu une nette progression au trimestre précédent. C'est la première fois qu'il dépasse son niveau d'avant la crise, fin 2019 (voir graphique 3.1).



La création de valeur s'est accentuée dans de nombreuses branches, en particulier dans les branches des services qui avaient été fortement affectées par la pandémie (comme l'hébergement et la restauration). Elle a également augmenté dans l'industrie manufacturière. En revanche, elle a diminué dans le commerce de gros et de détail ainsi que dans les services financiers.

La consommation privée a de nouveau enregistré une hausse notable, tandis que les investissements ont fléchi et que la contribution du commerce extérieur a été négative (voir tableau 3.1).

### Ralentissement de la reprise

Plusieurs indicateurs signalent que la reprise observée au printemps et en été, qui a été alimentée par l'assouplissement des mesures d'endiguement et un certain besoin de rattrapage, s'est ralentie au cours des derniers mois.

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre du KOF, qui fournissent des indications sur les tendances de l'économie suisse, ont ainsi reculé ces derniers mois, même s'ils font état d'une croissance qui reste supérieure à la moyenne (voir graphiques 3.2 et 3.3). Les signaux restent aussi globalement positifs pour l'industrie malgré le tassement de la croissance. Le PMI témoigne toujours d'une solide croissance, en dépit d'un léger fléchissement cet automne (voir graphique 3.3), et des signaux comparables proviennent des exportations de biens.

Bien qu'ils n'aient pas significativement entravé l'activité économique jusqu'ici, les problèmes d'approvisionnement demeurent une source d'inquiétude pour les entreprises. Les entretiens que les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec les entreprises tendent à indiquer que l'évolution restera positive au quatrième trimestre, même si les difficultés d'approvisionnement en produits intermédiaires iront croissant (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 T4	2020 T1	T2	T3	T4	2021 T1	T2	T3
Consommation privée	1,2	0,7	1,4	-3,7	1,7	-10,8	-25,7	42,7	-6,2	-12,0	17,1	11,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,6	1,0	0,7	3,5	2,9	4,6	4,0	0,4	11,1	3,5	17,3	-5,8
Investissements	3,6	1,3	0,6	-1,8	18,7	-13,0	-25,4	36,4	2,8	-3,8	8,8	-3,1
Construction	1,5	0,0	-0,9	-0,4	2,5	1,5	-18,8	22,6	-0,6	0,2	1,0	0,5
Biens d'équipement	4,9	2,1	1,4	-2,5	28,7	-20,0	-28,9	45,1	4,7	-6,0	13,4	-5,0
Demande intérieure finale	1,8	0,9	1,1	-2,2	6,5	-9,6	-22,1	34,3	-1,5	-7,6	14,6	4,5
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0,3	1,0	0,5	-0,9	-5,6	7,2	-7,6	-0,1	-2,1	2,8	-12,6	6,1
Exportations totales <sup>2</sup>	3,4	4,9	1,5	-5,6	-1,1	-10,3	-33,7	30,6	14,7	4,4	19,3	3,7
Biens <sup>2</sup>	5,3	4,4	3,4	-1,1	-2,5	-3,6	-25,7	40,7	0,0	11,8	14,7	9,4
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	5,8	4,4	4,9	-2,9	-1,9	5,8	-44,9	44,1	16,2	21,5	8,5	14,5
Services	0,1	5,9	-2,3	-14,5	2,0	-22,6	-48,6	9,0	58,6	-10,8	30,7	-8,4
Importations totales <sup>2</sup>	3,8	3,6	2,3	-8,0	-4,3	-1,8	-50,6	47,2	11,2	-2,3	8,3	13,0
Biens <sup>2</sup>	4,6	6,2	2,8	-6,2	-7,1	0,7	-45,2	54,5	0,3	4,7	-0,8	13,6
Services	2,4	-0,7	1,4	-11,0	0,7	-6,0	-58,9	34,5	33,9	-13,5	26,0	12,1
Commerce extérieur <sup>3</sup>	0,3	1,1	-0,2	0,4	1,3	-4,9	4,3	-3,1	3,0	3,3	7,1	-3,4
<b>PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-22,4</b>	<b>27,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>

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

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

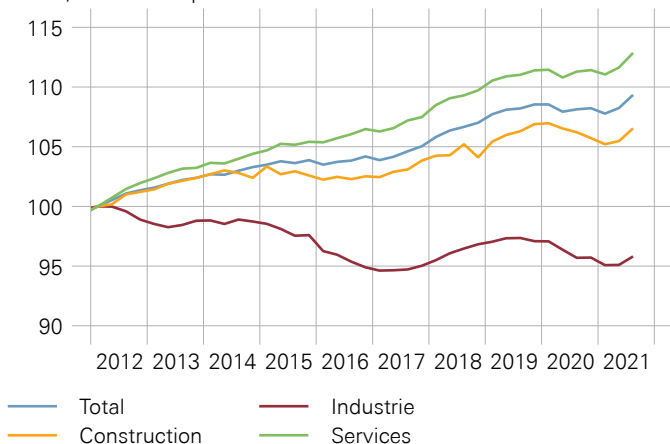
3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

Graphique 3.4

## EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

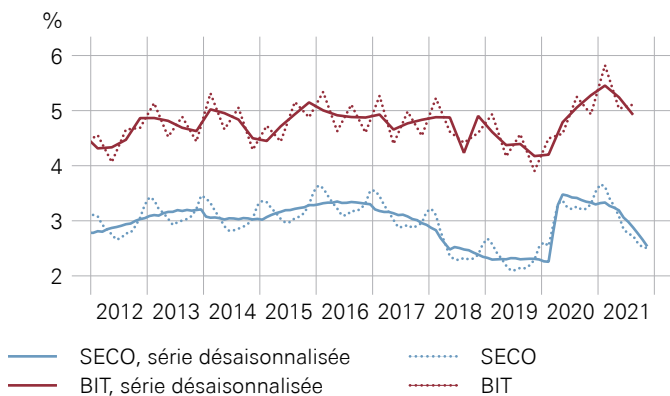
Indice, début de la période = 100



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.

BIT: taux de chômage selon la définition du Bureau international du travail.

Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.6

## CHÔMAGE PARTIEL

Personnes concernées

En milliers



Source: SECO.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail a lui aussi bénéficié de la poursuite de la reprise de l'activité économique.

### Nouvelle hausse de l'emploi au troisième trimestre

La statistique de l'emploi (STATEM) évalue l'emploi selon la perspective des entreprises sur la base d'une enquête auprès de ces dernières. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a de nouveau progressé au troisième trimestre en données corrigées des variations saisonnières (CVS). Des postes ont été créés dans les branches des services, notamment, mais aussi dans la construction et l'industrie manufacturière (voir graphique 3.4). La statistique de la population active occupée (SPA) mesure quant à elle l'activité selon la perspective des ménages, en se basant pour l'essentiel sur l'enquête suisse sur la population active (ESPA) réalisée chaque trimestre auprès de ces derniers. Elle montre que le nombre de personnes actives occupées s'est également accru au troisième trimestre en données CVS.

### Nouvelle baisse du chômage...

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a connu un nouveau repli. Fin novembre, 118 000 personnes étaient inscrites au chômage en données CVS, soit 16 000 de moins que fin août. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières calculé par le SECO s'est établi à 2,5% fin novembre. Il s'agit d'un niveau à peine supérieur à celui antérieur à la crise, en février 2020. L'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule en parallèle un taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT), dont le résultat est plus élevé que celui du SECO, car il inclut les personnes sans emploi qui ne sont pas, ou plus, inscrites auprès d'un ORP. Si ce dernier taux a baissé au troisième trimestre pour atteindre 4,9% en données CVS, il reste tout de même supérieur à son niveau d'avant la crise, qui était de 4,2% (voir graphique 3.5).

### ... et du chômage partiel

Le chômage partiel a lui aussi continué à reculer. D'après le décompte provisoire du SECO, le nombre de personnes concernées a baissé de 141 000 entre juin et septembre pour s'établir à 53 000 personnes (voir graphique 3.6). Au mois de septembre, environ 1% des actifs étaient au chômage partiel.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

### Ecart de production négatif au troisième trimestre

L'écart de production désigne la différence entre le PIB et la production potentielle de l'économie; il renseigne donc sur l'utilisation des capacités de production. Exprimé en pourcentage, il est positif lorsque l'économie est en surchauffe et négatif lorsque ses capacités sont sous-utilisées.

L'utilisation des capacités de production a augmenté au troisième trimestre, avec la poursuite du redressement de l'activité économique. L'estimation de la production potentielle sur la base d'une fonction de production aboutit pour cette période à un écart de  $-0,5\%$ . D'autres méthodes indiquent que l'écart de production a été comblé (voir graphique 3.7).

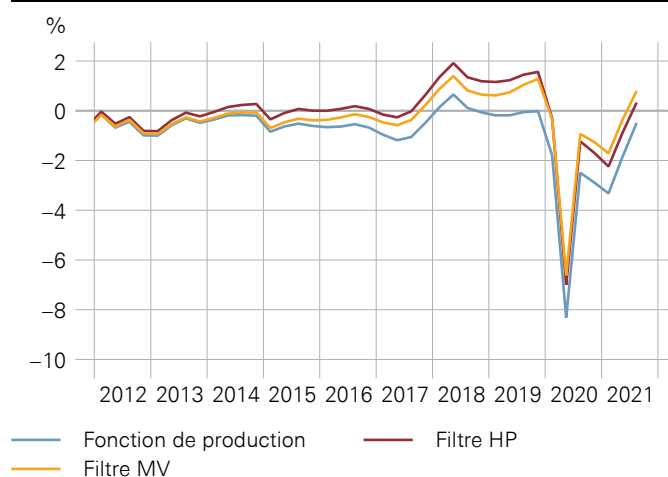
### Sous-utilisation persistante des capacités de production dans certaines branches

Les enquêtes réalisées par le KOF auprès des entreprises indiquent que l'utilisation des capacités de production a continué à s'améliorer au troisième trimestre dans de nombreuses branches. Les données du KOF montrent que l'utilisation des capacités techniques a été supérieure à son niveau d'avant la crise dans l'industrie manufacturière et dans la construction (voir graphiques 3.8 et 3.9). Elle a également été plus élevée dans l'ensemble du secteur des services, à l'exception de certaines branches, notamment celle de l'hôtellerie où les capacités de productions sont restées moins utilisées qu'avant la pandémie.

En matière de personnel, la majorité des entreprises pensent qu'au troisième semestre, leurs effectifs correspondaient de nouveau mieux à leurs besoins. Dans de nombreuses branches, les entreprises estiment désormais ne plus être en situation de sureffectif et dans la construction, le nombre de personnes employées est jugé tout juste suffisant.

Graphique 3.7

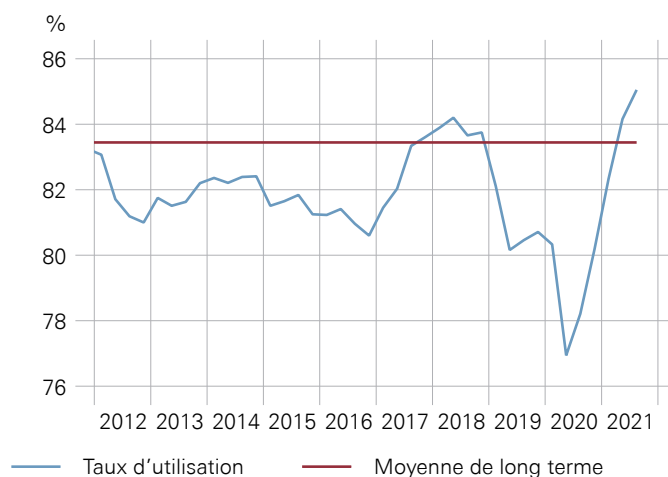
### ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

Graphique 3.8

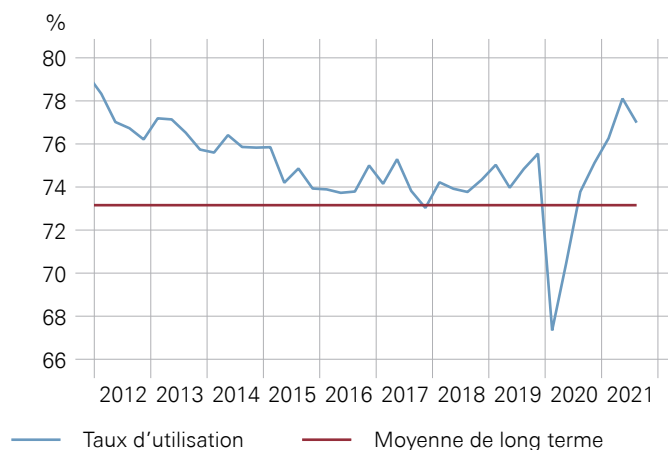
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

Graphique 3.9

### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

**PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER**

27 pays, en données pondérées par les exportations

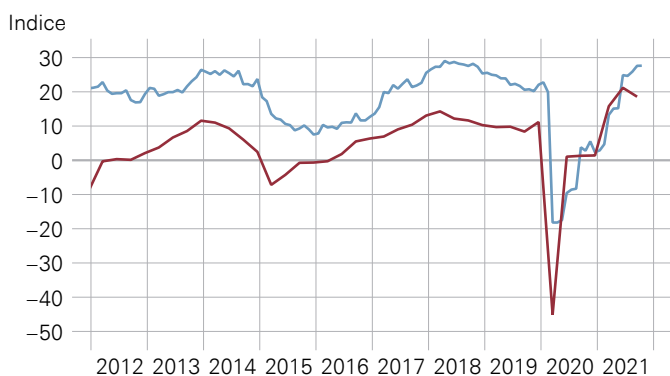


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Refinitiv Datastream.

Graphique 3.11

**MARCHE DES AFFAIRES**

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



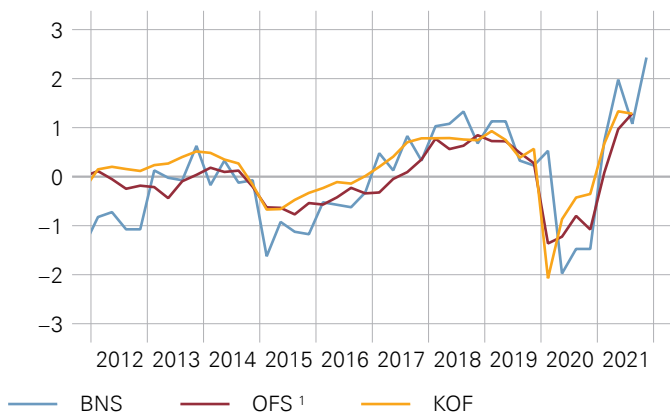
— Evaluation  
— Evolution attendue les 6 prochains mois

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.

**PERSPECTIVES**

Les perspectives économiques pour la Suisse restent favorables. Le PMI indique un léger fléchissement de l'activité industrielle à l'échelle mondiale, mais la demande extérieure devrait continuer à progresser selon le scénario de base pour l'économie mondiale (voir graphique 3.10). Les enquêtes du KOF soulignent que le moral des entreprises suisses est bon lui aussi. La plupart des branches anticipent ainsi une nouvelle amélioration de la marche des affaires pour le prochain semestre (voir graphique 3.11). Les données du KOF laissent également entrevoir des perspectives positives en matière d'emploi (voir graphique 3.12).

La Banque nationale table sur une croissance du PIB d'environ 3,5% pour 2021. Ce chiffre, en légère hausse par rapport à la prévision de septembre, s'explique par le fait que plusieurs branches des services, notamment celle de l'hébergement et de la restauration, ont enregistré une évolution plus dynamique que prévu.

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS table sur une poursuite de la reprise en 2022. Ce scénario repose sur l'hypothèse que les autorités ne seront pas contraintes de prendre des mesures d'endiguement susceptibles d'entraver davantage l'activité économique.

Dans ce contexte, la BNS s'attend à une croissance du PIB d'environ 3% pour 2022, un chiffre supérieur à la moyenne. Le chômage devrait encore un peu reculer, et l'utilisation des capacités de production, continuer à se normaliser.

L'incertitude entourant les prévisions reste forte, pour la Suisse comme pour l'étranger. L'évolution économique des prochains trimestres dépendra dans une large mesure de l'aggravation ou non de la situation pandémique et, le cas échéant, des mesures d'endiguement supplémentaires qui seront prises.

# 4

## Prix et anticipations d'inflation

Le renchérissement mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a encore progressé ces derniers mois. En novembre, il s'inscrivait à 1,5%, et l'inflation sous-jacente, à 0,7%.

Les anticipations d'inflation tant à court terme que sur un horizon de moyen à long terme, établies grâce à des enquêtes 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

#### Nouvelle hausse du renchérissement annuel

Le taux de renchérissement mesuré par l'IPC a encore progressé depuis le mois d'août. Il s'inscrivait à 1,5% en novembre et a ainsi gagné 2 points de pourcentage depuis le début de l'année (voir graphique 4.1 et tableau 4.1).

#### Nette accélération du renchérissement des biens et services importés

La hausse de l'inflation mesurée par l'IPC tient principalement au renchérissement des biens et services importés, qui a encore sensiblement augmenté depuis le mois d'août et s'établissait à 4,1% en novembre.

Cette évolution résulte surtout de l'augmentation des cours du pétrole, qui se sont redressés en 2021, après un recul marqué au début de la pandémie de Covid-19. En novembre, ils étaient en effet plus élevés qu'au début de la pandémie. Le taux de renchérissement des produits pétroliers est passé de 23% en août à 36,3% en novembre (voir tableau 4.1).

Le taux de renchérissement des autres biens et services importés a lui aussi progressé. En octobre, il est revenu dans la zone positive pour la première fois depuis le début de la pandémie, et s'est établi à 0,6% en novembre (voir tableau 4.1).

#### Renchérissement des biens et services suisses légèrement plus marqué

Le renchérissement des biens et services suisses a retrouvé la zone positive en avril. Depuis, il reste clairement inférieur à celui des biens et services importés, mais a régulièrement progressé jusqu'en novembre pour atteindre 0,7% (voir graphique 4.2). Le renchérissement des services hors loyers des logements a contribué à cette hausse de manière déterminante.

En novembre, le renchérissement des biens et services suisses s'expliquait quasiment à parts égales par les services suisses hors loyers des logements et par ces loyers. Bien que positive, la contribution des biens suisses est demeurée minime.

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

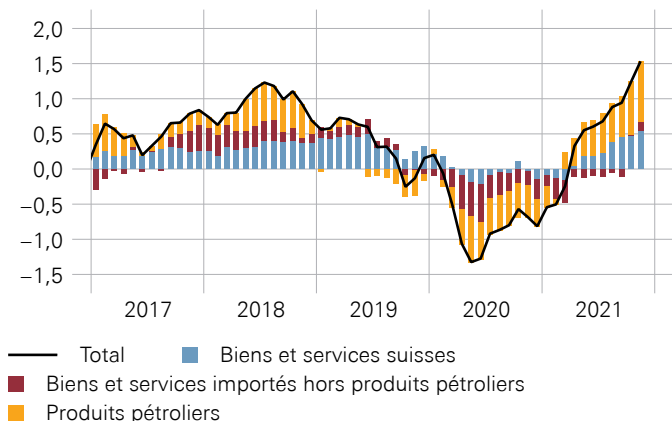
	2020	2020	2021			2021		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice total</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
Biens et services suisses	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7
Biens	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,2
Services	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,6	0,7	0,8	0,9
Services privés (hors loyers des logements)	-0,4	-0,2	-0,6	0,3	0,5	0,6	0,8	0,9
Loyers des logements	0,9	0,5	0,4	0,7	1,1	1,3	1,3	1,3
Services publics	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,0
Biens et services importés	-2,9	-2,8	-1,3	1,5	2,0	2,0	3,2	4,1
Hors produits pétroliers	-1,4	-1,1	-1,2	-0,5	-0,4	-0,5	0,1	0,6
Produits pétroliers	-13,7	-15,3	-1,3	19,2	23,7	24,6	31,8	36,3

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

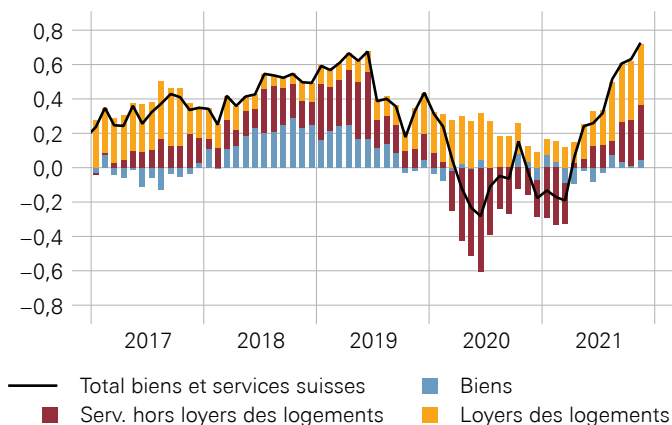


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

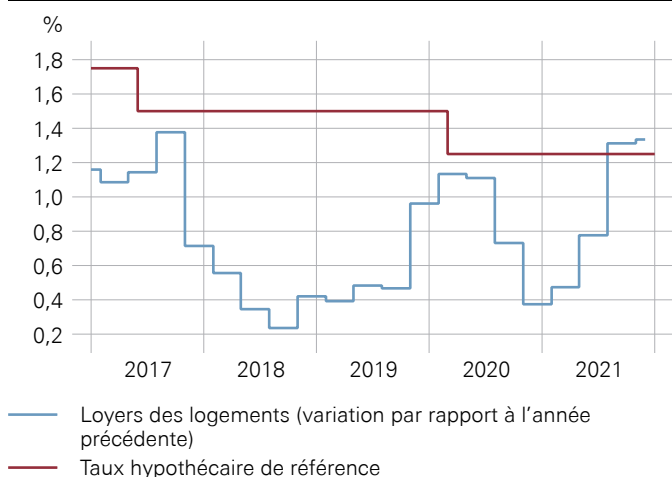
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

### LOYERS DES LOGEMENTS



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

### Hausse des loyers quasiment inchangée

La hausse des loyers des logements n'a guère évolué depuis le mois d'août, passant de 0,4% en début d'année à 1,3% en novembre (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 a augmenté pour s'inscrire à 0,7% en novembre, contre 0,4% en août. L'inflation sous-jacente mesurée à l'aide de la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) est quant à elle passée de 0,6% à 0,7% sur la même période (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

#### Nouvelle 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 encore accentué. Il s'établissait à 5,8% en novembre, contre -2% en février (voir graphique 4.5). Cette évolution traduit principalement l'accélération très prononcée des prix à l'importation (+10,9% en un an), les prix à la production ayant enregistré une augmentation moins marquée. La hausse repose principalement sur les produits pétroliers et les matières premières et fournitures (par exemple métaux, bois et plastique), tant pour les prix à la production que pour ceux à l'importation. Les prix des biens de consommation ont peu changé. Les difficultés d'approvisionnement en matières premières et en fournitures ont probablement encore joué un rôle important dans leur renchérissement.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

### Anticipations d'inflation à court terme encore dans la plage de stabilité des prix

Certains indicateurs des anticipations d'inflation à court terme n'ont guère changé par rapport au trimestre précédent, tandis que d'autres ont légèrement progressé.

D'après l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, les analystes interrogés en novembre 2021 avaient encore des avis divergents sur l'évolution des taux d'inflation au cours des six prochains mois. Comme en août, la part des personnes interrogées misant respectivement sur une accélération de l'inflation ou sur une inflation inchangée était d'environ 40% chacune, et la proportion de celles qui s'attendent à un ralentissement de l'inflation était quasiment inchangée, à près de 20% (voir graphique 4.6).

De même, l'enquête conduite en octobre par le SECO auprès des ménages révèle que leurs anticipations concernant l'évolution des prix dans les douze mois n'ont guère changé. La proportion de ceux qui misent sur une hausse des prix s'est légèrement accrue depuis juillet, passant de 67% à quelque 69%. Les parts des ménages estimant que les prix resteront inchangés ou qu'ils baisseront ont quant à elles un peu fléchi, puisqu'elles sont passées de 29% à 28% et de 4% à 3%, respectivement.

En revanche, les membres de la direction d'entreprises interrogés par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale tablaient sur une accélération de l'inflation à court terme (voir graphique 11 des *Signaux conjoncturels*). Au quatrième trimestre 2021, ils prévoyaient un renchérissement annuel de 1,9% dans les six à douze mois (1,5% au trimestre précédent). Les estimations des banques et des institutions économiques reflètent elles aussi une légère hausse des anticipations d'inflation à court terme.

### Anticipations d'inflation à moyen et à long termes quasiment inchangées

Les anticipations d'inflation à moyen et à long termes n'ont guère changé par rapport au trimestre précédent.

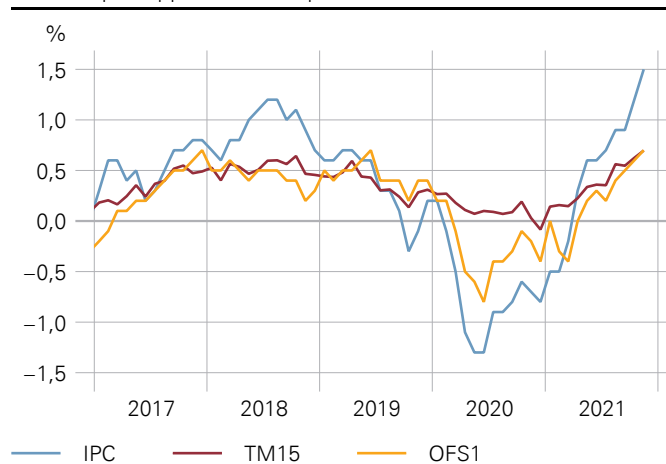
Par exemple, les membres de la direction d'entreprises interrogés au quatrième trimestre 2021 par les déléguées et délégués de la BNS continuaient à s'attendre à une inflation d'à peine 1,5% dans les trois à cinq ans. Les estimations des banques et des institutions économiques concernant les anticipations d'inflation à moyen et à long termes sont elles aussi restées quasiment identiques.

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

Graphique 4.4

### INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

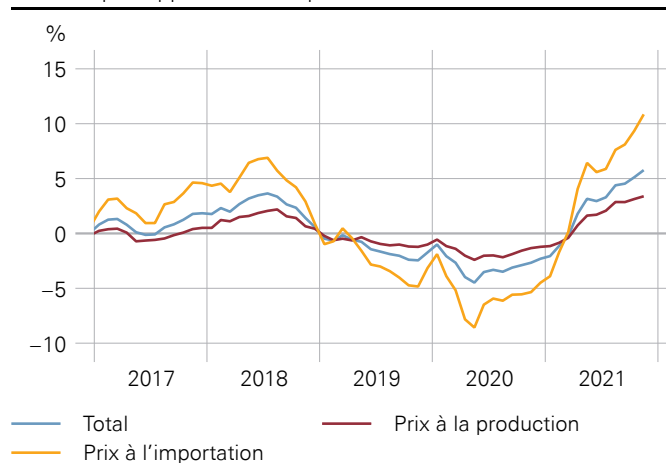


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

### PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

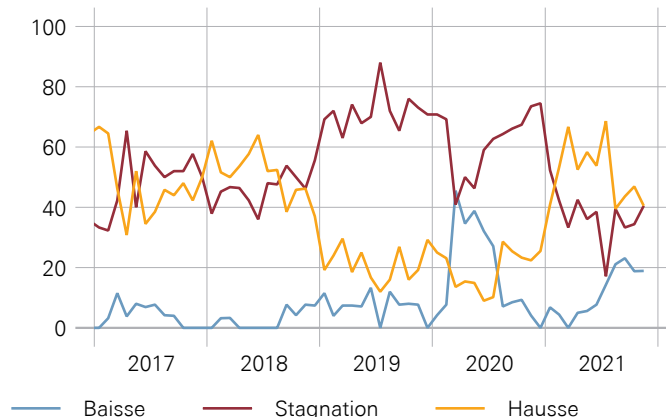


Source: OFS.

Graphique 4.6

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

Part des sondés en %



Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

Lors de l'examen trimestriel de la situation économique et monétaire du 23 septembre 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.

Depuis l'examen de septembre, les cours des actions ont atteint de nouveaux records. Les rendements à long terme des emprunts de la Confédération ont évolué de façon volatile. Le franc est resté largement stable par rapport au dollar des Etats-Unis et s'est nettement apprécié face à l'euro.

Les agrégats monétaires larges ont connu une progression moins rapide qu'aux trimestres précédents. Les taux de croissance des prêts bancaires ont été solides. Comme au troisième 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 23 septembre 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. La BNS a maintenu 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 d'atténuer les pressions à la hausse sur le franc, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

##### **Pas d'injection de liquidités en francs ni en dollars des Etats-Unis**

Depuis l'examen de septembre 2021, des opérations d'*open market* visant à alimenter le marché monétaire avec des liquidités en francs n'ont pas été nécessaires. Les appels d'offres hebdomadaires pour pensions de titres contre dollars des Etats-Unis pour des durées de 7 jours n'ont fait l'objet d'aucune demande, à l'exception d'un achat test. Les appels d'offres contre dollars des Etats-Unis sont proposés de concert avec la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon et en concertation avec la Réserve fédérale des Etats-Unis.

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

Depuis l'examen de septembre 2021, le volume global des avoirs à vue détenus à la BNS a légèrement augmenté. Dans la semaine du 6 au 10 décembre 2021 (la dernière semaine avant l'examen de décembre), ils portaient sur 722,7 milliards de francs en moyenne et étaient ainsi supérieurs au niveau observé la semaine qui a précédé l'examen du 23 septembre 2021 (714,7 milliards). Entre les examens de septembre et de décembre 2021, ils s'établissaient en moyenne à 717,9 milliards de francs, soit 643,3 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 74,6 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 22,3 milliards de francs pour la période allant du 20 août au 19 novembre 2021. Dans l'ensemble, les banques dépassaient de 623,8 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 619 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.



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

### Légère progression du SARON

Depuis l'examen de septembre, les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé ont légèrement augmenté. Le SARON, soit le taux d'intérêt moyen au jour le jour sur le marché monétaire gagé, s'établissait mi-décembre à près de -0,71%, après avoir affiché une valeur comprise entre -0,73% et -0,72% au cours des huit premiers mois de l'année. Cette légère progression s'explique par la hausse enregistrée ces derniers mois par les montants exonérés vis-à-vis des avoirs à vue. Les montants exonérés augmentent avec un certain retard, notamment lorsque les dépôts à vue de la clientèle des banques croissent, et que les exigences en matière de réserves minimales sont de ce fait renforcées.

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-décembre à -0,78% (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 l'examen de septembre, le rendement des obligations de la Confédération à dix ans a tout d'abord continué à progresser pour atteindre pratiquement 0% fin octobre. Il a ensuite de nouveau reculé pour s'établir mi-décembre à près de -0,28%, soit un niveau légèrement inférieur à celui de septembre (voir graphique 5.2). Cette volatilité des taux d'intérêt au quatrième trimestre 2021 a aussi été observée à l'étranger et était essentiellement liée à la hausse de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation et l'évolution de la pandémie.

### Aplatissement de la courbe des rendements à long terme

Mi-décembre, la courbe des rendements pour les emprunts de la Confédération d'une durée maximale de 8 ans dépassait son niveau de septembre. La courbe des rendements pour les échéances plus longues s'est quant à elle aplatie (voir graphique 5.3).

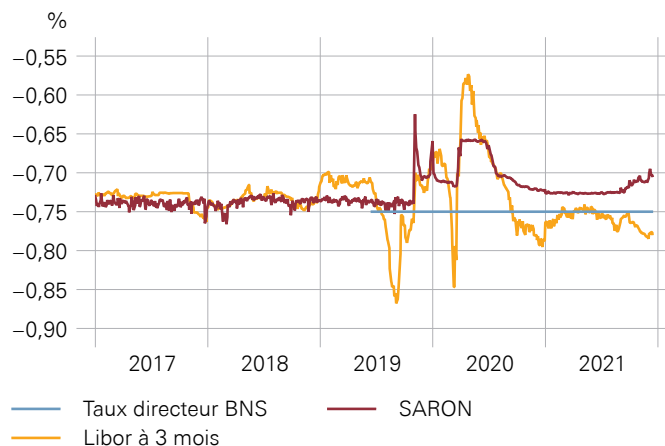
### Bas niveaux des taux d'intérêt réels

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 changé et sont demeurés dans la zone négative. Les anticipations d'inflation ont continué à fluctuer dans la zone positive et n'ont guère évolué depuis l'examen du 23 septembre (voir chapitre 4). En conséquence, les taux d'intérêt réels se situaient ainsi toujours mi-décembre à un niveau historiquement bas.

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

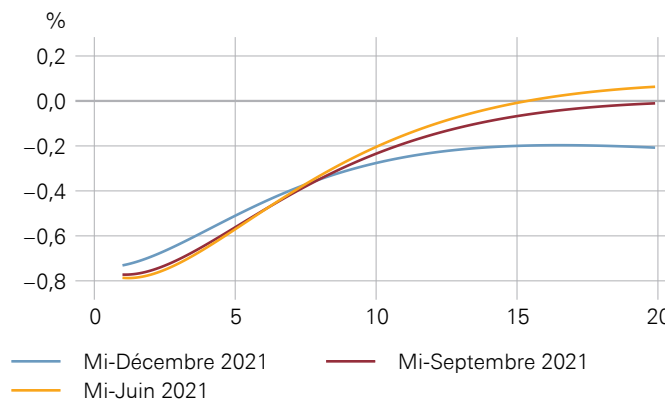


Source: BNS.

Graphique 5.3

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

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



Source: BNS.

Graphique 5.4

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

Source: BNS.

Graphique 5.5

**VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX**

Indice, examen de septembre 2021 = 100



Source: BNS.

Graphique 5.6

**VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS**

Indice, décembre 2000 = 100



Source: BNS.

**COURS DE CHANGE****Nette appréciation du franc vis-à-vis de l'euro**

Depuis l'examen de septembre, le franc s'est constamment apprécié face à l'euro (voir graphique 5.4). Il n'a par contre guère évolué face au dollar des Etats-Unis.

L'appréciation du franc face à l'euro reflète une faiblesse générale de l'euro due notamment à la nouvelle flambée de cas de coronavirus en Europe. De plus, la BCE a affirmé son intention de maintenir la politique monétaire souple dans la zone euro. Aux Etats-Unis en revanche, les marchés tablaient sur un durcissement de la politique monétaire face au regain d'inflation. En novembre, cette anticipation divergente de la politique monétaire dans les grands espaces monétaires s'est accompagnée d'une appréciation du dollar et d'un affaiblissement de l'euro, des tendances qui se sont aussi reflétées dans le cours du franc face à ces monnaies.

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

Depuis l'examen de septembre, la valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérée par le commerce extérieur a progressé d'environ 3% (voir graphique 5.5). Cette hausse reflète notamment l'appréciation du franc face à l'euro (3,8%, pondération de 43% dans l'indice), à la livre sterling (2,9%, pondération de 8% dans l'indice) et au yen (3,8%, pondération de 3% dans l'indice). Mi-décembre, sur une base pondérée par le commerce extérieur, la valeur nominale extérieure du franc dépassait ainsi les sommets atteints au quatrième trimestre 2020.

**Valeur extérieure toujours élevée en termes réels**

La valeur extérieure du franc en termes réels pondérée par le commerce extérieur a augmenté moins fortement car l'inflation a été plus élevée à l'étranger qu'en Suisse au cours des derniers mois (voir graphique 5.6). Alors que la valeur extérieure du franc en termes nominaux pondérée par le commerce extérieur a progressé de quelque 3,7% entre mars et novembre 2021, la hausse de la valeur extérieure du franc en termes réels pondérée par le commerce extérieur a été nettement inférieure (2,4%). Le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé.

## COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

### Nouveaux records historiques pour les cours des actions

Après avoir sensiblement reculé en septembre, les cours des actions des principales économies sont repartis à la hausse en octobre et pendant une bonne partie de novembre, soutenus par les solides bénéfices des entreprises. Ils ont atteint de nouveaux records historiques. Les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine et les incertitudes quant à l'évolution de la pandémie ont entraîné un recul des cours fin novembre.

Les actions suisses ont encore progressé depuis l'examen de septembre. Mi-décembre, le Swiss Market Index (SMI) dépassait de près de 5% son niveau de mi-septembre (voir graphique 5.7).

### Impact de la pandémie sur la volatilité des actions

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 septembre, l'indice de volatilité a d'abord continué à baisser. Fin novembre, il a marqué un bond en raison des incertitudes entourant les répercussions économiques d'un nouveau variant de coronavirus tout juste découvert. Mi-décembre, l'indice de volatilité s'était de nouveau rapproché de son niveau du début de l'année.

### Gains de cours pour les entreprises de biens de consommation

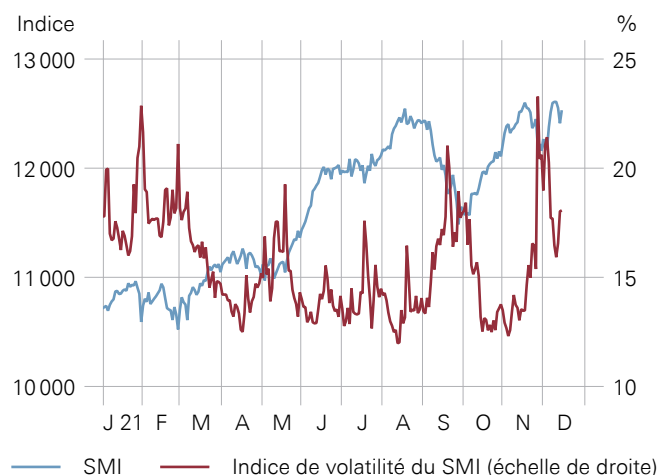
Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux indices sectoriels du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Depuis l'examen de septembre, les actions des entreprises de biens de consommation sont celles qui ont le plus progressé. Mi-décembre, les indices des autres branches se situaient quant à eux plus ou moins à leur niveau de mi-septembre.

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

Au troisième trimestre 2021, les prix de transaction pour l'immobilier résidentiel ont continué de croître (voir graphique 5.9). Récemment, les prix des immeubles locatifs résidentiels ont également affiché une forte hausse. Dans l'ensemble, la pandémie semble avoir renforcé la demande et, de ce fait, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel.

Graphique 5.7

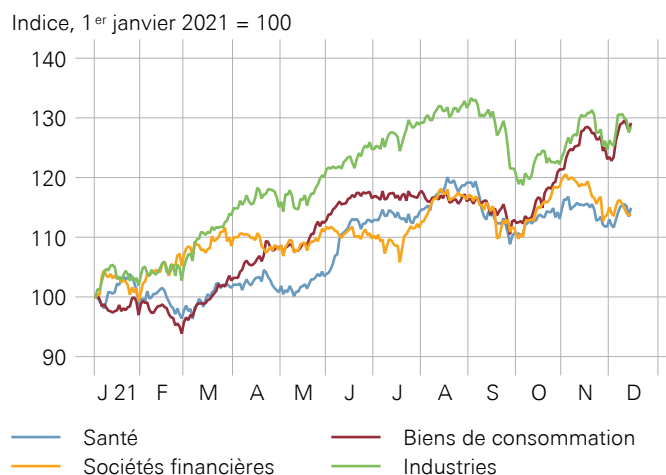
## COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Refinitiv Datastream.

Graphique 5.8

## SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

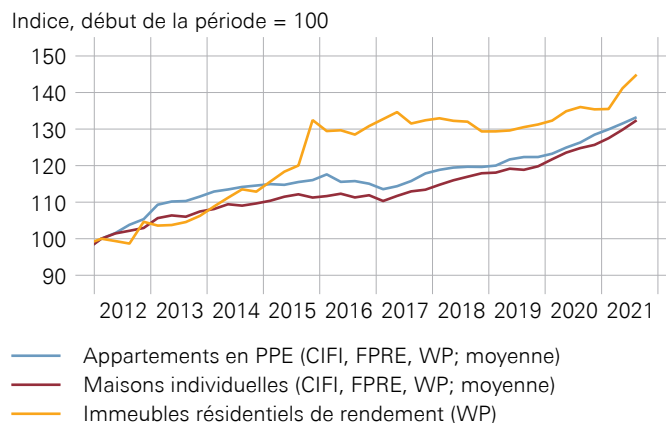


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 5.9

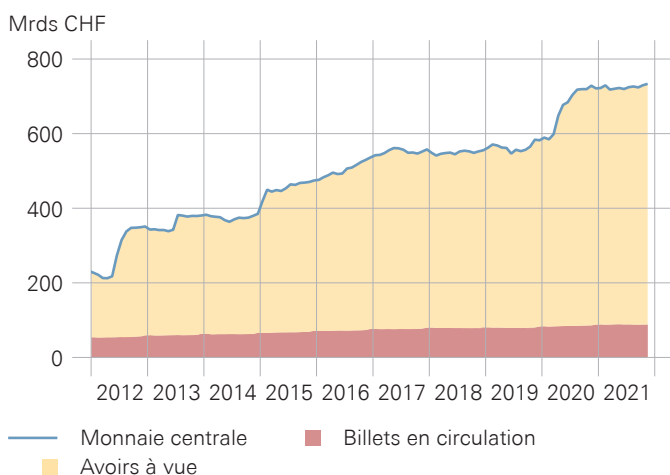
## PRIX DE TRANSACTION POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



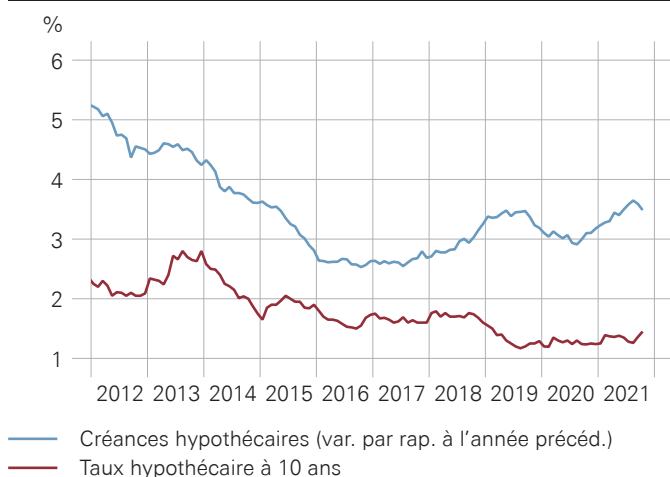
Sources: CIFI, Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE) et Wüest Partner (WP).

Graphique 5.10

**MONNAIE CENTRALE**

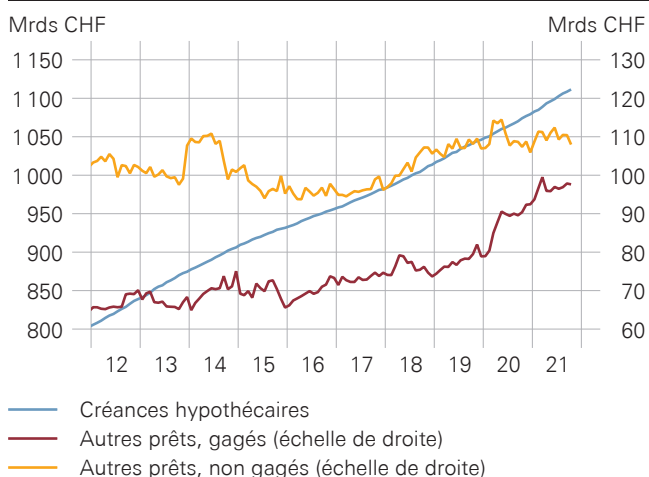
Source: BNS.

Graphique 5.11

**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT**

Source: BNS.

Graphique 5.12

**CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES PRÊTS**

Source: BNS.

**AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES****Monnaie centrale relativement stable**

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs à vue des banques résidentes à la BNS, a légèrement progressé au cours des trois derniers mois. Elle est néanmoins demeurée proche du niveau affiché depuis août 2020. Elle s'inscrivait en novembre 2021 à 733,5 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10), soit environ 7,1 milliards de francs de plus qu'en août.

**Poursuite du 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 novembre une croissance annuelle de 4,7%, soit un peu moins forte qu'en août (5,8%). Les taux annuels de croissance des agrégats monétaires larges M2 et M3 ont également continué à reculer. En novembre, les agrégats monétaires M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté d'environ 2% chacun en progression annuelle, contre respectivement 3% et 3,2% en août. Ce recul reflète la suppression, dans le calcul des taux de croissance, des crédits Covid-19 qui avaient été octroyés en 2020.

**Croissance plus forte des prêts bancaires**

Au troisième trimestre 2021, les prêts bancaires (octroyés par les comptoirs résidents, dans toutes les monnaies) ont affiché une progression annuelle de 3,8%; au deuxième trimestre, cette progression était de 3,3% (voir tableau 5.1). Les prêts hypothécaires comme les autres prêts ont contribué à cette progression du taux de croissance.

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 3,6% au troisième trimestre 2021 (voir graphique 5.11). La demande de prêts hypothécaires a continué à être soutenue par le niveau historiquement bas des taux. Le taux des prêts hypothécaires à dix ans s'inscrivait à près de 1,5% environ en octobre 2021, soit à un niveau très légèrement supérieur au plus bas observé en août 2019 (près de 1,2%).

Les autres prêts ont évolué de façon nettement plus volatile que les prêts hypothécaires (voir graphique 5.12). 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'expliquait essentiellement par les crédits Covid-19 garantis par la Confédération, tandis que la hausse observée au cours des premiers mois de l'année 2021 reflétait surtout l'augmentation des prêts en monnaies étrangères. Le volume des autres prêts gagés

n'a toutefois guère évolué aux deuxième et troisième trimestres 2021.

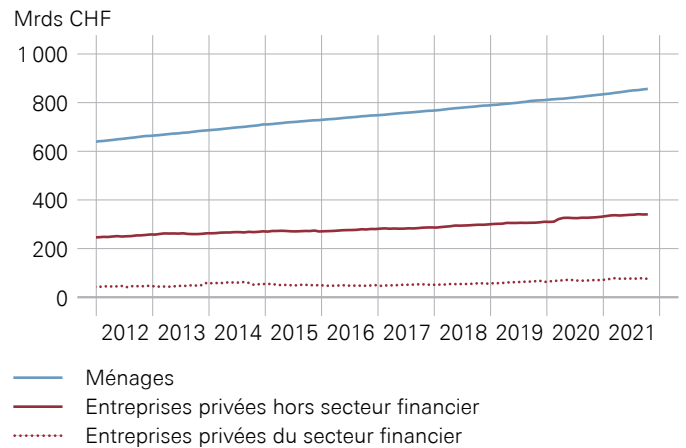
### Croissance du crédit et utilisation des limites de crédit par secteur

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 5.13).

Fin septembre 2021, les prêts aux ménages dépassaient de 27,2 milliards de francs, ou de 3,3%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté en un an de 13,4 milliards de francs, soit de 4,1%. Dans la même période, les prêts aux entreprises du secteur financier se sont accrus de 9,5 milliards de francs ou de 13,8%.

Graphique 5.13

### CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Tableau 5.1

### AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2020	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2021
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>M1</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>	<b>9,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>
<b>M2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
<b>M3</b>	<b>3,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
<b>Prêts bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	3,1	3,1	3,3	3,4	3,6	3,6	3,5	
Ménages <sup>2,3</sup>	2,7	2,7	2,7	3,0	3,1	3,1	3,1	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	4,4	4,6	5,3	5,4	5,7	5,6	5,3	
Autres prêts <sup>1,3</sup>	6,8	5,7	8,3	2,3	4,6	5,0	4,0	
gagés <sup>1,3</sup>	13,5	14,5	18,7	7,6	8,2	9,2	8,0	
non gagés <sup>1,3</sup>	2,0	-0,8	0,6	-1,9	1,5	1,6	0,5	

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

## 4<sup>e</sup> 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 membres de la direction d'entreprises de toute la Suisse. La BNS analyse ces informations, puis les interprète sous une forme agrégée. Au total, 241 entretiens ont eu lieu avec des représentantes et représentants d'entreprises entre le 11 octobre et le 30 novembre.

### 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

---

- Au quatrième trimestre, la croissance de l'économie suisse se poursuit à un rythme qui n'est que légèrement réduit. Les chiffres d'affaires sont en forte progression tant dans les services que dans l'industrie et la construction.
- L'insuffisance des effectifs s'accroît et les entreprises envisagent d'accroître ceux-ci au cours des prochains trimestres. Les difficultés de recrutement continuent de s'intensifier.
- Les problèmes d'approvisionnement restent un défi majeur. Dans certains cas, des restrictions et des retards de production sont inévitables.
- Les marges restent stables. 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, tire les coûts vers le haut.
- Compte tenu du tassement de la masse salariale en 2021, de la hausse du renchérissement et de la situation plus tendue sur le marché du travail, les entreprises s'attendent pour l'année prochaine à des augmentations de salaire un peu plus fortes, quoique modérées dans l'ensemble.
- Les entreprises tablent sur la persistance d'une évolution positive de la demande au cours des prochains trimestres. Les difficultés de recrutement et la pénurie de produits en amont pourraient toutefois freiner de plus en plus la production.
- Du fait de l'augmentation du nombre de contaminations et de l'apparition d'un nouveau variant de coronavirus fin novembre, l'incertitude quant à l'évolution de la pandémie de Covid-19 revient au premier plan.

## SITUATION ACTUELLE

### Croissance continue de l'économie suisse

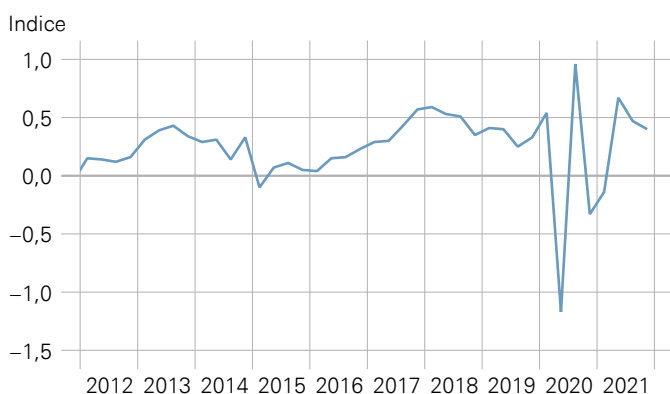
Au quatrième trimestre, la croissance de l'économie suisse se poursuit à un rythme qui n'est que légèrement réduit. Par rapport au trimestre précédent, les chiffres d'affaires en termes réels sont en forte progression (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, se reporter aux informations figurant à la fin de la publication).

Dans les services, de nombreuses entreprises connaissent une évolution positive. Pour celles directement concernées par les mesures d'endiguement de la pandémie, la reprise s'est toutefois enrayée au cours du trimestre.

La construction, et surtout l'industrie, continuent de soutenir fortement la croissance économique. Les pertes de production dues aux difficultés d'approvisionnement persistantes ne peuvent certes pas être évitées partout, mais les entreprises trouvent le moyen de maintenir la production, même si cela implique souvent des efforts et des frais supplémentaires. Dans l'ensemble, les entreprises industrielles profitent toujours de l'évolution positive des exportations. La demande émanant des États-Unis reste vive. Les pièces mécaniques et les équipements électriques en particulier sont très prisés. En revanche, les signaux venant d'Europe et d'Asie sont disparates. Les commandes de produits dans le secteur des technologies de l'information et de la communication connaissent une évolution dynamique tandis que la demande dans le secteur automobile pâtit des difficultés d'approvisionnement. En outre, l'activité commerciale est ralentie par l'apparition de foyers infectieux localisés et par des contre-mesures fermes, notamment en Chine.

Graphique 1

### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



Évolution 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.

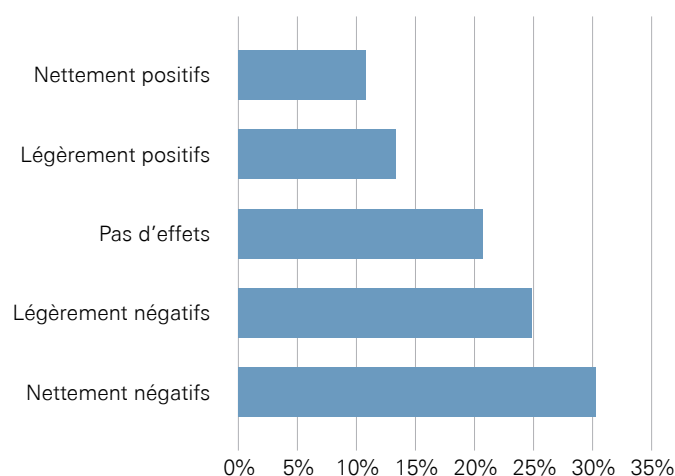
Malgré la poursuite de la reprise, la majorité des interlocutrices et interlocuteurs, soit 55% des personnes interrogées, estiment jusqu'à présent que la pandémie a des effets généraux négatifs sur leur entreprise (voir graphique 2). Près d'un quart des personnes de contact font état d'effets positifs, et pour un cinquième des entreprises, soit les effets positifs et négatifs s'annulent mutuellement, soit aucun effet n'est perceptible.

### Capacités de production sous-utilisées

L'accroissement des chiffres d'affaires s'accompagne d'une amélioration de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure (voir graphique 3). Dans l'industrie et la construction, l'utilisation des capacités est normale. Dans l'ensemble, toutefois, elle demeure inférieure à la moyenne en raison de la sous-utilisation qui prévaut dans les services. De nombreuses entreprises, estimant que la part du télétravail restera durablement importante, s'attendent à ce que les surfaces de bureau soient excédentaires. En outre, la baisse du trafic international de voyageurs continue de freiner l'activité dans le tourisme et dans les entreprises de la restauration.

Graphique 2

### EFFETS GÉNÉRAUX DE LA CRISE DU CORONAVIRUS



Source: BNS.



### Difficultés d'approvisionnement persistantes

Au quatrième trimestre, la situation ne s'est pas sensiblement détendue pour les achats de produits en amont. Comme au trimestre précédent, environ deux tiers des entreprises ont connu des difficultés d'approvisionnement (voir graphique 4). Les achats de matières premières, telles que les métaux, les matières plastiques et les produits chimiques, sont particulièrement concernés par l'allongement des délais de livraison. En ce qui concerne les produits informatiques et électroniques ainsi que le matériel d'emballage, les délais de livraison, qui sont normalement de quelques jours, atteignent plusieurs semaines, voire mois. Les difficultés d'approvisionnement sont aussi particulièrement marquées dans le commerce automobile et pour certains biens de consommation comme les vélos et les articles de sport. Toutes les zones géographiques sont touchées, mais dans l'industrie et le commerce de détail, ce phénomène concerne surtout les produits provenant de l'espace asiatique.

Les difficultés de livraison se traduisent par des prix en constante hausse. De plus, les retards réduisent l'efficacité des processus de production. Face à la réduction des stocks, il arrive de plus en plus souvent que la production doive être réduite, voire stoppée dans des cas isolés.

### Activité toujours perturbée par les restrictions imposées aux déplacements internationaux

Les restrictions imposées aux déplacements internationaux sont toujours jugées massives. Elles freinent la demande dans l'hôtellerie et empêchent également les entreprises exportatrices de livrer leurs produits et les pièces de rechange comme d'habitude, en étant présentes sur place. En outre, la prospection de la clientèle reste entravée. Les perturbations au niveau de la logistique internationale, qui renchérissent les coûts des transports intercontinentaux et compliquent leur planification, constituent également un frein.

A l'intérieur des frontières suisses, en revanche, les difficultés de livraison sont rares.

### Effectifs de plus en plus justes et recrutement toujours plus difficile

Le manque de personnel s'est considérablement accentué et les difficultés de recrutement se sont intensifiées. Les entreprises font état d'un assèchement croissant du marché pour les professions moyennement à hautement qualifiées. L'accélération de la transformation numérique accentue notamment la pénurie de spécialistes en technologies de l'information. En outre, les difficultés de recrutement croissantes dans le secteur de la logistique et persistantes dans l'hôtellerie et la restauration sont significatives: le personnel ne peut être trouvé 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 et par des difficultés accrues pour recruter à l'étranger.

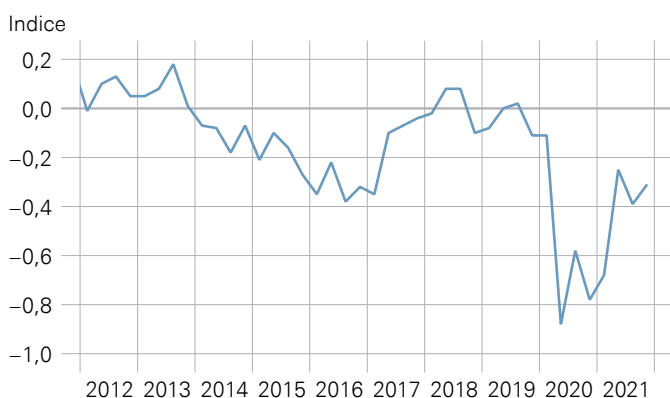
### Marges bénéficiaires pratiquement inchangées

Les branches directement concernées par les restrictions imposées en raison de la pandémie affichent des marges toujours faibles. Dans le même temps, les marges bénéficiaires de la majorité des entreprises se sont toutefois stabilisées à un niveau pour le moins durable. D'une part, elles sont soutenues par l'accroissement des chiffres d'affaires, et plusieurs entreprises indiquent que la baisse des coûts résultant de la réduction des voyages ou de l'annulation de manifestations a un effet bénéfique. D'autre part, les processus de production moins efficaces du fait des retards de livraison entraînent un accroissement des coûts de production et une contraction des marges.

La hausse des prix d'achat et de vente a diverses conséquences. Certaines entreprises rapportent qu'il est

Graphique 3

### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



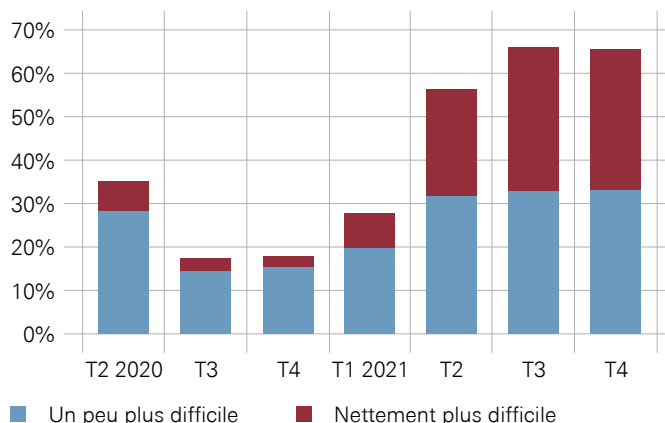
Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale.

Source: BNS.

Graphique 4

### APPROVISIONNEMENT

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



Source: BNS.

plus facile d'imposer des augmentations des prix de vente compte tenu de la dynamique générale des prix et que cet avantage peut être utilisé pour accroître les marges. En revanche, la hausse des prix d'achat pèse sur les marges des entreprises, lesquelles ne peuvent répercuter, qu'en partie et avec un décalage dans le temps, ces augmentations sur les prix de vente. Cette situation, qui peut s'expliquer par une vive concurrence et par la conclusion d'accords contractuels, concerne surtout les entreprises de la construction.

## LIQUIDITÉS ET CONDITIONS DE FINANCEMENT

### Situation stable en matière de liquidités

La situation des entreprises en matière de liquidités reste stable. Ainsi, près de la moitié d'entre elles considèrent que la situation n'a pas changé par rapport à la période qui a précédé l'apparition du coronavirus. Un tiers des entreprises la jugent même moins tendue (voir graphique 5). Cette proportion est en légère augmentation par rapport au trimestre précédent. L'amélioration de la marche des affaires, notamment, a un effet positif sur les liquidités. Pour un cinquième des entreprises, la situation est plus tendue qu'avant l'apparition du coronavirus. Certaines sont confrontées à des retards de paiement des clients. En outre, quelques entreprises signalent que les aides de l'Etat ne couvrent plus les pertes continues.

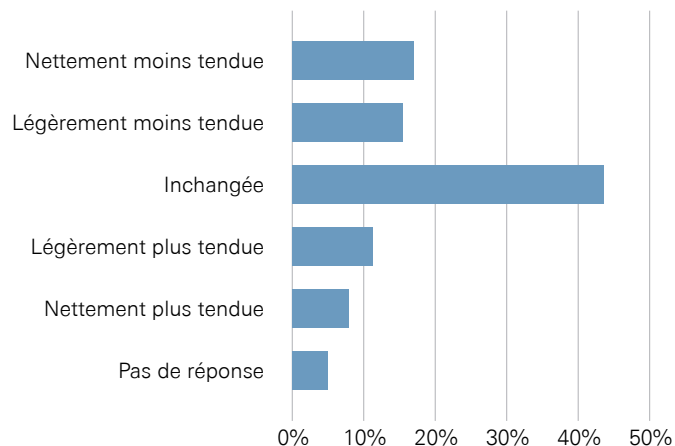
### Conditions de prêt quasiment inchangées

La plupart des interlocuteurs estiment que les conditions de prêt des banques sont similaires à celles des périodes précédentes. Seules quelques entreprises sont confrontées à un durcissement de ces conditions. Au total, pour 93% 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). En revanche, près de 7% des entreprises ont le sentiment que les conditions sont plus restrictives, ce qui correspond à la valeur la plus basse depuis le début de la pandémie. Toutefois, les représentantes et représentants de branches fortement affectées par la pandémie et dont les perspectives restent incertaines continuent de percevoir une plus grande réserve de la part des banques.

Graphique 5

### SITUATION EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉS

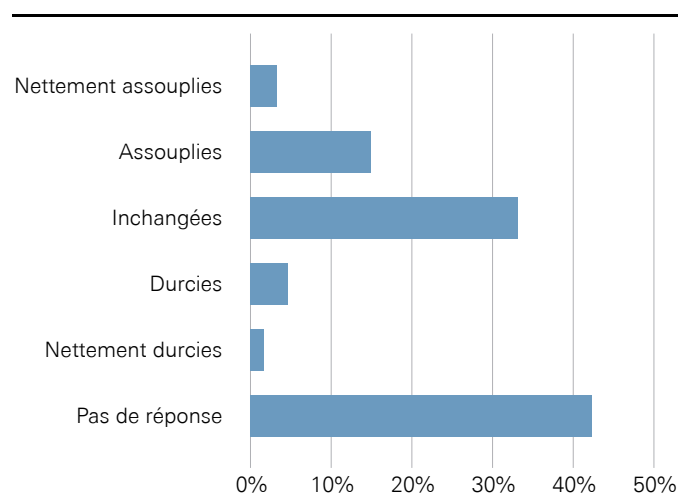
Par rapport à la situation qui prévalait avant la crise du coronavirus



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 quatrième trimestre. Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires réels sont semblables à ceux du trimestre précédent. Dans le commerce de gros, certaines entreprises profitent du redressement continu de l'industrie ou de la persistance d'une demande robuste venant de la construction. Parallèlement, les difficultés d'approvisionnement freinent l'activité. Ainsi, les concessionnaires automobiles connaissent des problèmes de livraison marqués qui se reflètent immédiatement dans des chiffres d'affaires nettement plus bas. Dans le commerce de détail, les chiffres d'affaires stagnent. La reprise du tourisme d'achat et les difficultés de livraison ponctuelles liées aux achats de Noël comptent parmi les facteurs qui ralentissent la conjoncture.

Le tourisme, l'hôtellerie et la restauration, mais aussi l'industrie du divertissement et des loisirs, sont toujours fortement affectés par les conséquences de la pandémie. La demande des hôtes venant de l'étranger reste vive et la possibilité de réaliser des manifestations sur présentation d'un certificat Covid a en partie amélioré la situation jusqu'à la mi-novembre. L'hôtellerie a ainsi profité d'un certain besoin de rattrapage en ce qui concerne les séminaires et les conférences. Néanmoins, cela ne permet de compenser qu'en partie le fait que les voyages internationaux n'aient, de loin, pas repris totalement. Dans la restauration, certaines entreprises déplorent en outre une baisse des chiffres d'affaires ainsi qu'un certain volume de charges liées au contrôle de la présentation des certificats Covid. En outre, l'augmentation du nombre de contaminations observée à partir de la mi-novembre entraîne une forte hausse des annulations.

Dans le secteur financier, la marche des affaires continue d'évoluer favorablement. Les banques observent une croissance ininterrompue du volume des hypothèques. Les prestations de services et les opérations de commissions restent stables malgré un léger ralentissement de l'évolution boursière observé au début du trimestre sous revue. Les interlocutrices et interlocuteurs sont en outre optimistes pour les prochains trimestres. Le recrutement de spécialistes est jugé difficile.

Le secteur des technologies de l'information et de la communication connaît toujours une évolution positive. La numérisation, favorisée par la persistance d'un besoin croissant en infrastructures informatiques efficaces et sûres, souvent en relation avec des solutions de cloud, et d'un engouement constant pour le commerce en ligne, est le principal moteur dans ce secteur.

Dans les branches industrielles, la progression favorable de la marche des affaires se poursuit. L'industrie profite largement de l'évolution positive continue de la demande étrangère, notamment en provenance des États-Unis. La croissance des chiffres d'affaires est particulièrement dynamique dans l'horlogerie et dans les entreprises de sous-traitance de ce secteur. La croissance est également forte dans de larges pans de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux, en particulier grâce aux commandes venant de l'armement et de la technologie médicale, et aux évolutions liées à la mobilité électrique. La marche des affaires dans les secteurs de l'alimentaire et du conditionnement affiche également une évolution favorable. L'activité est toutefois entravée par les difficultés d'approvisionnement et 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, les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières ont sensiblement augmenté par rapport au trimestre précédent. Les entreprises de la construction ainsi que les bureaux d'architectes, d'ingénieurs et d'études profitent d'une forte demande et, partant, d'investissements élevés dans le domaine du logement. En revanche, des entreprises du génie civil et du second œuvre enregistrent un léger fléchissement de la dynamique, à un niveau néanmoins élevé. Les marges des entreprises de construction restent 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 intact des entreprises**

Dans l'industrie et les services, les entreprises tablent, pour les deux prochains trimestres, sur un nouvel accroissement des chiffres d'affaires malgré la persistance des difficultés de recrutement et d'achat de produits en amont (voir graphique 7). Cet optimisme repose sur la dynamique toujours favorable de l'économie mondiale et sur une demande intérieure qui reste robuste. Dans la construction, les entreprises s'attendent à une stabilisation des chiffres d'affaires à un niveau élevé.

Compte tenu de la croissance continue, les chiffres d'affaires de la plupart des entreprises sont au moins équivalents à ceux enregistrés avant la crise du coronavirus. Pour 42% des entreprises, le chiffre d'affaires a renoué avec ce niveau (voir graphique 8), pour 28% d'entre elles, il a baissé. En revanche, environ 30% des entreprises comptent retrouver le niveau d'avant la crise au plus tôt en 2022.

Les interlocutrices et interlocuteurs s'attendent à une augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production et 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 à 2021, les entreprises de l'industrie et des services prévoient pour l'année à venir des dépenses d'investissement plus élevées tant dans les biens d'équipement que dans les bâtiments. Dans la construction, les entreprises tablent sur un volume d'investissements inchangé.

**Augmentation de la demande de main-d'œuvre et hausse modérée des salaires**

Les entreprises prévoient de renforcer nettement leurs effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 10). Elles y sont encouragées, d'une part, par les perspectives commerciales favorables et, d'autre part,

par les effectifs actuels trop justes de nombreuses entreprises. Le renforcement prévu des effectifs est particulièrement notable dans les branches suivantes: technologies de l'information et de la communication, chimie et pharmacie, assurances et services financiers ainsi que bureaux d'architectes et d'ingénieurs. Une augmentation des effectifs est également prévue dans l'hôtellerie et la restauration.

Compte tenu du tassement de la masse salariale enregistré en 2021, de la hausse du renchérissement et de la forte demande de main-d'œuvre, les entreprises s'attendent à une progression des salaires un peu plus marquée pour l'année prochaine. Les augmentations de salaire prévues restent toutefois modérées dans l'ensemble. D'après les réponses obtenues lors des entretiens menés au quatrième trimestre, les entreprises projettent d'augmenter les salaires d'à peine 1,5% en moyenne en 2022. En raison des difficultés de recrutement, les augmentations de salaire dans la restauration sont supérieures à celles des années précédentes. Comme ce fut le cas ces dernières années, les plus fortes hausses de salaires concernent les spécialistes particulièrement recherchés dans les technologies de l'information, le secteur financier et l'industrie.

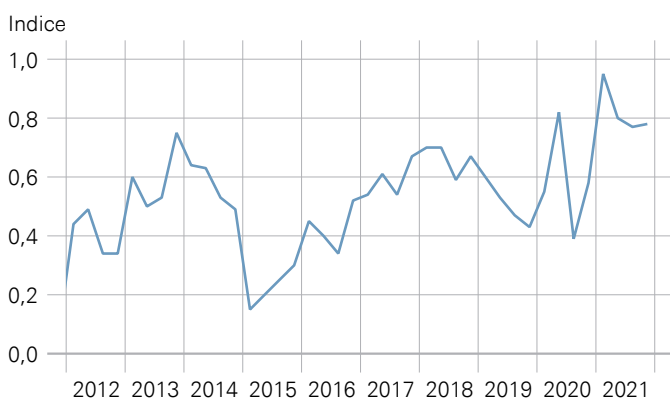
**Prix d'achat et de vente en nette augmentation**

Sous l'effet des ruptures de stock persistantes et de l'augmentation des coûts de transport, la hausse des prix d'achat et de vente attendus se poursuit. Les interlocutrices et interlocuteurs s'attendent à de nouvelles augmentations des prix d'achat de l'énergie et d'une large palette de matières premières et de produits en amont au cours des deux prochains trimestres. Dans de nombreux cas, les entreprises peuvent répercuter la hausse des prix d'achat sur les prix de vente. Dans la perspective du changement d'année, les ajustements des prix de catalogue se multiplient.

Les entreprises de la construction escomptent une hausse des prix d'achat un peu moins forte. Néanmoins, dans ce

Graphique 7

**CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE**

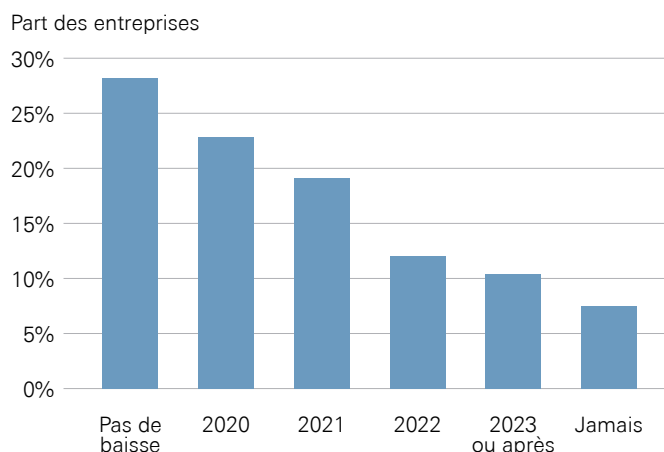


Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 8

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



Source: BNS.

domaine d'activité, les prix de vente – qui n'ont pas toujours pu être augmentés 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.

## CONTEXTE ET RISQUES

### Prédominance des difficultés de recrutement, des problèmes d'approvisionnement et de la pandémie

Durant le quatrième trimestre, les difficultés de recrutement, les problèmes d'approvisionnement et la pandémie ont joué un rôle prépondérant dans l'appréciation des risques faite par les entreprises.

Certaines entreprises considèrent désormais les problèmes d'approvisionnement comme la principale difficulté. Les personnes de contact redoutent que cette situation, qui oblige déjà parfois à refuser des commandes, ne s'aggrave.

Les entreprises sont peu optimistes quant à une normalisation rapide des difficultés d'approvisionnement. Les problèmes devraient perdurer une bonne partie de l'année prochaine. La réduction progressive des stocks laisse de plus en plus craindre des pertes de production.

En raison de l'augmentation du nombre de contaminations et de l'apparition d'un nouveau variant du coronavirus fin novembre, la pandémie est de nouveau au centre des préoccupations. L'optimisme qui prédominait encore en été s'est peu à peu estompé au cours du quatrième trimestre. La reprise progressive observée dans les branches directement touchées par les mesures risque de s'interrompre. Toutefois, les interlocutrices et interlocuteurs mentionnent souvent le fait que l'économie suisse s'est relativement bien relevée de la pandémie jusqu'ici, ce qui laisse poindre une lueur d'espoir pour les prochains trimestres.

### Perception des cours de change, de l'approvisionnement en énergie et du protectionnisme comme des risques supplémentaires

Outre les difficultés de recrutement, les problèmes d'approvisionnement et la pandémie, certains interlocuteurs évoquent la situation sur le marché des changes. Les entreprises apprécient la stabilité globale du franc; dans le même temps, certaines sont inquiètes en raison de la récente appréciation du franc par rapport à l'euro et considèrent une nouvelle appréciation notable de celui-ci comme un risque.

Par ailleurs, la sécurité de l'approvisionnement énergétique de la Suisse est de plus en plus souvent perçue comme un risque potentiel pour l'économie.

Les tensions géopolitiques avec la Chine et les Etats-Unis sont également un sujet plus fréquemment évoqué. Certaines entreprises mentionnent en outre le durcissement croissant du climat des affaires dans l'empire du Milieu et voient globalement dans le protectionnisme naissant un risque pour l'économie mondiale.

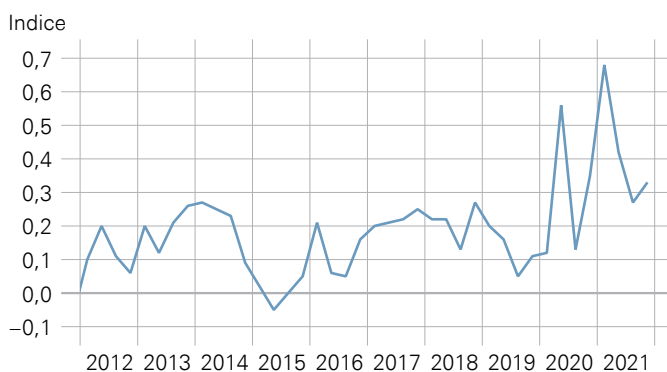
### Numérisation et développement durable considérés à la fois comme un défi et comme une chance

Une grande partie des entreprises considèrent comme une chance la progression de la numérisation, qui permet d'organiser les processus de production de manière plus efficace. Du fait de l'interconnexion croissante – y compris via les canaux de vente en ligne –, la cybersécurité est toutefois devenue un véritable défi.

A moyen et à long terme, le changement climatique, et plus précisément l'intérêt croissant pour le développement durable, sont également vus comme une opportunité pour établir de nouveaux modèles commerciaux, notamment dans le vaste domaine de l'efficacité énergétique. Les fournisseurs de produits perçus comme étant moins

Graphique 9

### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE



Evolution 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.

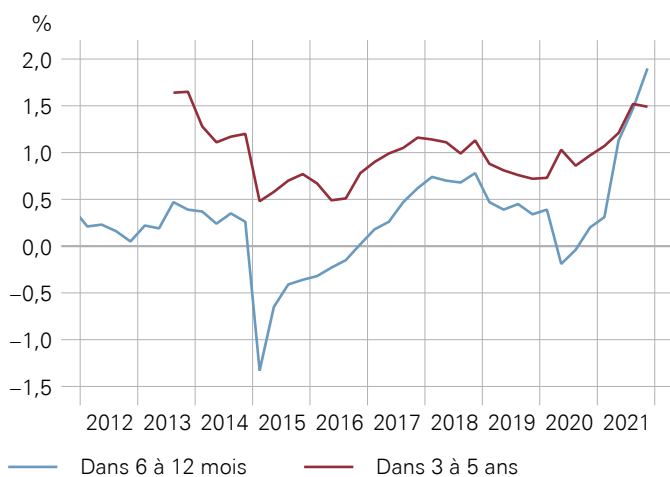
Graphique 10

### ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS



Evolution 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.

durables voient en revanche cette tendance comme un risque.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION**

Les déléguées et délégués interrogent également les personnes de contact sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme.

Les anticipations d'inflation à court terme mesurées par l'indice des prix à la consommation ont fortement augmenté: pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 1,9% en moyenne, contre 1,5% 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. La récente montée de l'inflation, notamment à l'étranger, est également prise en compte dans les anticipations.

En revanche, les anticipations à moyen terme ont peu évolué: pour les trois à cinq prochaines années, elles se stabilisent à 1,5% après avoir connu une forte hausse au trimestre précédent.

**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 déléguées 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](http://www.snb.ch), rubrique La BNS\ Relations avec l'économie régionale.

---

## Remerciements

La Banque nationale suisse remercie les quelque 900 entreprises interrogées pour la disponibilité dont elles ont fait preuve à l'occasion des entretiens menés avec les déléguées et délégués aux relations avec l'économie régionale tout au long de l'année 2021. Elles ont ainsi apporté une contribution déterminante à l'examen de l'évolution de la conjoncture. Sont citées ci-après les entreprises qui ont accepté que leur nom soit publié:

---

### A

A. Marchon SA. A. Vogel AG. Aargauische Kantonalbank. ab ingénieurs SA. Abacus Research AG. ABB Schweiz AG. ABCD Ciné-Dance SA. acrevis Bank AG. Adecco Gruppe Schweiz. Adent Cliniques dentaires. ADV Constructions SA. Aebi & Vincent Architekten SIA AG. Aerne Engineering AG. AEW Energie AG. Affentranger Bau AG. Affidea SA. AFRY Schweiz AG. AG für Fruchthandel. Agathon AG. Aicher, De Martin, Zweng AG. Airport Casino Basel AG. Albiro AG. Alcon Grieshaber AG. Aldi Suisse AG. Alex Gemperle AG. Allfi Group. Alpina Group AG. Alpiq Holding AG. Alpnach Schränke AG. AlSCO Swiss. Also Schweiz AG. Altes Tramdepot Brauerei Restaurant AG. Aluminium Laufen AG. Alupak AG. Alwys Holding AG. AMAG Automobil- und Motoren AG. Ameron Hotel Flora, Luzern. Ammann Schweiz AG. Ampac Flexibles AG. Amplifon AG. Andermatt Group AG. APM Technica AG. APP Unternehmensberatung AG. APR Applied Pharma Research SA. AR Packaging Swiss AG. Arcolor AG. Argor-Heraeus SA. Aroba AG. Arthur Bründler AG. Arthur Weber AG. Ascensia Diabetes Care. Assa Abloy (Schweiz) AG. Assetmax AG. AstraZeneca AG. atelier ribo sa. Ateliers Busch SA. Autobritt Automobiles SA. Autoneum Holding AG. Auto-Trachsler AG. auviso - audio visual solutions ag. Avadis Vorsorge AG. Axis Re Se. Axon Lab AG.

### B

B + T Bild + Ton AG. B. Braun Medical AG. Balance Familie AG. Balestrafic SA. Bally. Balmer-Etienne AG. Baloise Group. Banca del Ceresio SA. Banco Santander International SA. Bangerter Microtechnik AG. Bank EEK AG. Bank Julius Bär & Co AG. Bank Linth LLB AG. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque de Commerce et de Placements SA. Banque Internationale à Luxembourg (Suisse) SA. Banque Syz SA. Basel Tourismus. Basler Kantonalbank. Bataillard AG. Baumat AG. Baume & Mercier SA. Bauwerk Gruppe. bbv Software Services AG. BDO AG. Beau-Rivage Neuchâtel SA. Belloli SA. Bergbahnen Meiringen-Hasliberg AG. Bergbahnen Sörenberg AG. Bernhard Polybau AG. Bertholet + Mathis SA. Bessy's Kleintierpraxis AG. bexio AG. Bianchi Schwald Sàrl. Bici Entertainment SA / Aquaparc. Biplast AG. Birchmeier Sprühtechnik AG. BLS AG. Blu Restaurant & Lounge, Locarno. BMC Switzerland AG. Board International SA. Bohren Möbel AG. Bommer + Partner Treuhandgesellschaft.

Bonvin Nettoyages SA. Borer Chemie AG. Boschung Group. Boss Holzbau AG. Boucherie du Palais SA. Boucledor SA. Boutique Hotel Villa Orselina. Bouygues E&S InTec Svizzera SA. Bracco Suisse SA. brack.ch. Braun AG. Bringhen Group. Brother (Schweiz) AG. Bruderer AG. Brugg Group AG. Brunschwig Group. BSC Young Boys AG. Bucher Industries AG. Bunge SA. Burckhardt Compression AG. Burckhardt of Switzerland AG. Burkhalter Holding AG. Buzz Brothers Sàrl.

### C

C Staffing Agency Sàrl. Cadar SA. Caffé Chicco d'oro SA. Campus Sursee. Canonica SA. Canplast SA. Carhartt Work in Progress Holding AG. Carpenteria Alpina SA. Carte Blanche SA. Carugati SA Trasporti Internazionali. Casale SA. Casino Restaurants Bern AG. Castello del Sole Ascona. Caviezel AG. Cembra Money Bank. Censi & Ferrari SA. Ceramaret SA. Cerbios - Pharma SA. CeRFI SA. CGN SA. CH Media. Chaletbau Matti Holding AG. Chocolat Alprose SA. Chocolats Camille Bloch SA. Christen AG. Chromos Group AG. Ciclissimo. CIMO SA. City-Garage AG. Clariant International AG. Clear Channel Schweiz AG. Clenia AG Privatlinik-gruppe. Clot SA. Club Méditerranée (Bureau Suisse) SA. CMT Rickenbach SA. CNHI International SA. Cochi SA. Comibit SA. Commerzbank Schweiz. Compagnie Financière Michelin Suisse SA. Constellium Valais SA. Coop. Cornèr Banca SA. CPH Chemie & Paper Holding AG. CRB SA. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. Crevoisier SA. Crossinvest SA. CSCV Sàrl. CSD Ingénieurs SA. CTA Services SA.

### D

Dallmayr AutomatenService SAc. Dätwyler IT Infra AG. De Martin AG Surface Technology. De Rham & Cie SA. Debrunner Koenig Gruppe. Delta Möbel AG. Deltacarb SA. Demaurex SA. Denner AG. Dept Digital Marketing AG. Desinfesta AG. DGS Druckguss Systeme AG. Diction AG. Die Mobilier. Die Schweizerische Post AG. Diener & Diener Architekten. Diethelm Fassadenbau AG. Digma SA. Dimab Groupe. Diwisa Distillerie Willisau AG. Dixi Polytool SA. Dnata Switzerland AG. Dolder Hotel AG, Zürich. Domicil Holding AG. d'Orlando SA. Dosenbach-Ochsner AG. Dottikon Exclusive Synthesis AG. Dreier AG. DS Smith Packaging Switzerland AG. Duferco SA. Dumont & Dupraz SA.

## E

e. Luterbach AG. E. Weber AG. EderClean SA. Edilgroup SA. Egeli Informatik AG. Egg-Telsa SA. EGS Sécurité SA. EHL - Ecole Hôtelière de Lausanne. ELCA Groupe. Electrasim SA. Elektrisola Feindraht AG. Elektrizitätswerk des Kantons Schaffhausen AG. Element AG. Eli Lilly (Suisse) SA. Elis (Suisse) SA. Elkuch Eisenring AG. Emanuele Centonze Holding SA. Emch + Berger WSB AG. Emil Egger Romandie SA. Emil Frey AG. Emmi Schweiz AG. Energie Thun AG. Energie Wasser Bern. Energy Schweiz AG. Enotrac AG. Entreprise Belloni SA. Entris Banking AG. Enzler Holding AG. Erbas SA. Erbicol SA. Ergon Informatik AG. Eric Schweizer AG. Erich Keller AG. Ericsson AG. Ernest Gabella SA. Ernst Marti AG. ESA. Etablissements Techniques Fragnière SA - ETF. Etampa AG. Etel SA. Eugster / Frismag AG. Europ Assistance Suisse Holding SA. Eventmore SA. Eversys SA. Excellent Personal AG Baden. Exedra AG. Expersoft Systems AG. EY Schweiz AG.

## F

F. & H. Engel AG. F. Hoffmann-La Roche AG. F. Hunziker + Co AG. F. Murpf AG. Fairmont Le Montreux Palace. Falegnameria Svanotti Sagl. Fanzun AG. Farner Consulting AG. Faro-Reinigungen AG. FAS Medic SA. Fastlog AG. Faucherre Transports SA. Faulhaber Minimotor SA. Fedegari (Suisse) SA. Feldschlösschen Getränke AG. Ferrovia Monte Generoso SA. Ferrum AG. FG Groupe. Fidinam Group Holding SA. Fiedler SA. Fielmann AG. Filippi SA. Filtrox AG. Fischer Electric AG. Fischer Reinach AG. Fischer Spindle Group AG. Five Guys. Flyability SA. Folex AG. Fondation Pré Vert du Signal de Bougy. Forbo Giubiasco SA. Fordras SA. Forster Rohner Gruppe. Fossil Group Europe GmbH. Fostag Formenbau AG. Fr. Sauter AG. Franck Muller Watchland SA. François Brasier SA. François Studer SA. Franke Group. Fratelli Roda SA. Free Shop Frontiera SA. Frigerio SA. Frigosuisse AG. Fritz Landolt AG. Fritz Schiess AG. FrymaKoruma AG. Fuchs-Movesa AG. Funicar AG. Furrer-Jacot AG.

## G

Gabriel Transport AG. Gamma Catering AG. gammaRenax AG. Garage Tarcisio Pasta SA. Gärtnerei Schwitter AG. Gasser Felstechnik AG. Gastrag. GAWO Gasser AG. Gazzose Ticinesi SA. GE Switzerland. Gebrüder Weiss AG. Gehri Rivestimenti SA. Gehrig AG Bauunternehmung Wil. Geistlich Pharma AG. Geo Edil SA. Georg Fischer AG. Gewerbe-Treuhand AG. GfK Switzerland AG. Gifiswitz SA. Gilbert Petit-Jean SA. Giosy Tours SA. Givaudan SA. Glas Trösch AG. Glatt Maschinen- und Apparatebau AG. GLB. Globetrotter Travel Service AG. Globus Travel Services SA. Glutz AG. Gmür AG. Goba AG. Gobat Groupe. Godrink Group – Boissons Liechti SA. Golfhotel Les Hauts de Gstaad SA. Gonet SA. Gotthard-Raststätte A2 Uri AG. Gottlieb Spezialitäten AG. GPA Guardian Protection SA. Grand Casino Luzern AG. Grand Casino St. Gallen AG. Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG, Interlaken.

Grand Hotel Villa Castagnola. Graniti Maurino SA. Grano Giardini SA. Greubel Forsey SA. Grob AG. Groupe Alvazzi. Groupe André Chevalley. Groupe Autocorner. Groupe Eldora. Groupe Kudelski. Groupe Lathion (Tourisme, Carrières/Recyclage, Transports). Groupe Olympic SA. Groupe Pictet. Groupe Point Prod Actua. Groupe Posse. Groupe Power Data. Groupe R Management SA. Grunderco SA. Gruppo A++. Gruyère Energie SA. GTL SA. Gucci Timepieces. Güdel AG. Gunvor SA. Gustav Spiess AG. Gut AG Gebäudetechnik.

## H

H + R Gastro AG. H. Goessler AG. H. Wellauer AG. Haag-Streit Holding AG. Habasit AG. Hälg Holding AG. Hammer Auto Center AG. Hans Christen AG. Hans Kohler AG. Hans Leutenegger SA. Härtereier Gerster AG. Hauser Gärten AG. Havas AG. Heimgartner Fahnen AG. Helsinn Holding SA. Helvetia Versicherungen. Henkel und Cie. Herbamed AG. Herzog & de Meuron. Herzog Haustechnik AG Luzern. Hilding Anders Switzerland AG. Hitachi ABB Power Grids Schweiz AG. Hitachi Vantara AG. Hotel Bellevue-Terminus, Engelberg. Hotel Central Plaza AG, Zürich. Hotel Eden Spiez AG. Hotel Federale, Lugano. Hotel Grischa, Davos Platz. Hotel Krone, Aarburg. Hôtel Métropole, Genève. Hotel Montana, Luzern. Hôtel Président Wilson, Genève. Hotel Säntispark, Abtwil. Hotel Schweizerhof Bern AG. Hotel Schweizerhof, Lenzerheide. Hotel Splendide Royal, Lugano. Hotel St. Gotthard, Zürich. Hotel Walter au Lac, Lugano. Hotelplan Group. Huber + Monsch AG. Huber Fenster AG. Hug AG. Hugelshofer Holding AG. Hugo Boss Ticino SA. Hunziker AG. Hüsler Nest AG. Hutter Dynamics AG. Hypothekbank Lenzburg.

## I

IBM Schweiz AG. Idorsia AG. Ilem SA. IMA Automation Switzerland SA. Immer AG. Implenia Schweiz AG. IMTF Group. ING. Ingenus Pharmaceuticals Sagl. innova Versicherungen AG. Insulae SA. Intensiv SA. Interiman Group Holding SA. Interregionale Blutspende SRK AG. Ipsos (Suisse) SA. ISA Sallmann AG. ISS Schweiz AG. Itris Gruppe. Iveco (Schweiz) AG. IWB Industrielle Werke Basel. IWC Schaffhausen Branch of Richemont International SA.

## J

Jabil Switzerland Manufacturing GmbH. JAG Jakob AG. Jean Singer et Cie SA. Jelmoli AG. Jenni Energietechnik AG. Jermann Ingenieure und Geometer AG. JESA. Joggi AG. Johnson Electric International AG. Josef Arnet AG. Josias Gasser Baumaterialien AG. Jutzler AG.

## K

KADI AG. Kalkfabrik Netstal AG. Kalt Maschinenbau AG. Kantonsspital Baselland. Karakas et Français SA. Karl Morf AG. KIFA AG. Kilchenmann AG. Killer Interior AG. King Jouet Suisse SA. Klinik Lengg AG. KMS AG. Knecht Brugg Holding AG. Koch AG. Konapharma AG. KPMG AG. Kraftwerke Oberhasli AG.



Kugler Bimétal SA. Kühni AG. Küng Automobile. Kuratle Group. Kyburz & Cie SA.

## L

L. Kellenberger & Co AG. La goccia SA, pulizie generali. La Rapida SA. La Solution (santé à domicile) SA. Lagerhäuser der Centralschweiz AG. Landhotel Hirschen, Erlinsbach. Landi Zentralschweiz. Lantal Textiles AG. LARAG AG. lastminute.com group. Lawil Gerüste AG. Lazzarini AG. LCA Automation AG. Lehner Versand AG. Leister AG. LEMO SA. Lenz & Staehelin. Lenze Schmidhauser. Lenzerheide Bergbahnen AG. Lenzlinger Söhne AG. Lerch AG Bauunternehmung. Les Boutiques Angéloz SA. LHH Schweiz GmbH. Libera AG. Lidl Schweiz AG. Link. Livesystems AG. Livit AG. Localnet AG. Loeb Holding AG. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Longemalle Collection. Lonza. L'Oréal (Suisse) SA. Louis Bélet SA. Lowa Schuhe AG. Lucarna Macana AG. Lustenberger & Dürst AG. Lüthy + Stocker AG. Luzerner Kantonalbank AG.

## M

M. Opitz & Co AG. Maag Group. Mägerle AG Maschinenfabrik. Maillefer Instruments Holding Sàrl. Mancini & Marti SA. Manor. Marina Gastro AG. Markem-Imaje. Marmy Viandes en gros SA. Mars Schweiz AG. Martel AG. Matériaux Sabag SA. Max Studer Interim SA. Maxi Bazar SA. McDonald's Suisse. MCI Group Holding SA. McKinsey Switzerland. Medartis AG. Medela AG. Medisupport. Meier + Cie AG. Menz AG. Mepha Teva. Merck. Merian-Iselin Klinik. Merlini & Ferrari SA. Messe Zug AG. Metallizzazione SA. Metro Boutiques AG. Metzgerei Angst AG. Mibelle Group. Michael Page International (Switzerland) SA. Miele AG Schweiz. Migros. Migros Bank AG. Mikron SA. Möbel Pfister AG. Mobility Genossenschaft. Mökah AG. MoneyPark AG. Monn SA. Morath AG. Moser Schaffhausen AG. Moser-Baer AG. Motomix SA. MS Direct Group AG. MSC - Mediterranean Shipping Agency AG, Basel. Mubea Präzisionsstahlrohr AG. Müller Martini AG. Müller Reformhaus Vital Shop AG. MultiNet Communication GmbH. Mundo AG. Mungo Befestigungstechnik AG.

## N

Naef Immobilier. Nestlé Nespresso SA. Netstream AG. Neuweiler AG. New Rock SA. Newrest Restauration SA. NielsenIQ. Niklaus LNI SA. Nile Clothing AG. Nivalis Group SA. Nokia Schweiz. Nomad Aviation AG. Notter Gruppe. Novae Restauration. Novartis. Novelis Switzerland SA. Novo Nordisk Pharma AG. Novotel, Basel. NS Partners.

## O

Obrist Interior AG. OBT AG. Obwaldner Kantonalbank. Oertli Werkzeuge AG. Ofac société coopérative. Officine Ghidoni SA. Oiken SA. olo marzipan O. Lohner AG. Opacc Software AG. Optic 2000. Optimo Logistics. Orgapropre SA. Orthotec AG. Osmopharm SA. OWIBA AG.

## P

PackSys Global AG. Paint-Styling AG. Pamp SA. Parkhotel Beau-Site, Zermatt. Parmigiani Fleurier SA. Pâtisserie-confiserie Moutarlier Sàrl. Patrimony 1873 SA. PB Swiss Tools GmbH. PCP.COM Gruppe. peka-metall AG. Pentagram Wealth Management SA. Persona Service. Pestalozzi AG. Petitpierre SA. Pfizer AG. Pharmapool AG. PHIDA Groupe. Philip Morris Products SA. Piaget SA. Pibor Iso SA. Piccadilly SA. Pistor AG. PJ made SA. PKB Privatbank AG. Planair SA. Plastigum AG. Polyphor AG. Poretti & Gaggini SA. Porsche Zentrum Zug. Prager Dreifuss AG. Prematic AG. PriceWaterhouseCoopers AG. Primaform AG. Prime21 AG. Privera AG. Probst Group Holding. Proderma AG. Profilpress AG. Progin SA Métal. Promena AG. Pumpstation Gastro GmbH.

## Q

QIM Info SA.

## R

R. Audemars SA. R. Morand et Fils SA. R. Nussbaum AG. Radio Top AG. Rahn+Bodmer Co. Raiffeisenbanken. Rausch AG Kreuzlingen. RealSport Group. Regazzi Holding SA. Regent Beleuchtungskörper AG. Rego-Fix AG. Reha- und Kurklinik Eden AG. Rehaklinik Hasliberg AG. Reichmuth & Co Privatbankiers. Reishauer AG. Remaco Holding AG. Remimag Gastronomie AG. Remontées Mécaniques Crans Montana Aminona (CMA) SA. Renggli AG. Repo SA. Revaz SA. Reyl & Cie SA. Rezzonico Editore. Rhätische Bahn AG. Rhy Personal AG. Richnerstutz AG. Rieter Holding AG. Riffelalp Resort AG. Rigi Bahnen AG. Ring Garage SAGA AG. Ringier AG. Ristoranti Fred Feldpausch SA. Rivella AG. Rivopharm SA. Robatech AG. Roth Gerüste AG. Rotho Kunststoff AG. Roventa-Henex AG. Ruckstuhl AG. Ruckstuhlgaragen. Rufalex Rollladen-Systeme AG. Rugenbräu AG.

## S

Safram SA. Safran Vectronix AG. Saint-Gobain Weber AG. SAK Auto Kabel AG. Salt. Samuel Werder AG. Samvaz SA. Sanitas Troesch AG. Santex Rimar AG. sântis packaging ag. Sântis-Schwebebahn AG. Savoy Hotel Baur en Ville AG, Zürich. Scout24 Schweiz AG. SCRT SA. Semadeni AG. Sercab SA. Service 7000 AG. Sicas SA. Siegfried Evionnaz SA. Siegfried Holding AG. Siemens Schweiz. Siga Holding AG. Sigma-Aldrich Production GmbH. Signal AG. Sigrist-Photometer AG. Simpego Versicherungen AG. Sintetica SA. SIR SA. Siska Immobilien AG. Sisley SA. SJB Kempter Fitze AG. Slatkine Reprints SA. Smart Gorla Services SA. SMB Medical SA. Smurfit Kappa Swisswell AG. SNP Société Neuchâteloise de Presse SA. Société Générale Private Banking (Suisse) SA. Société suisse des explosifs Group. Soldy Group SA. Solenthaler Recycling AG. Somazzi Dario Materiali da costruzione SA. Sonceboz Automotive SA. Sonova Holding AG. Soudronic AG.

Spaghetti Gastro Group. Spar- und Leihkasse  
Frutigen AG. SpineArt SA. Spitalzentrum Biel AG.  
Spross-Holding AG. Südpack Bioggio SA. Sulzer AG.  
Sunstar-Holding AG. Suter Inox AG. Suter Viandes SA.  
Sutter Ingenieur- und Planungsbüro AG. SV Group AG.  
Swan Analytische Instrumente AG. Swatch Group SA.  
Swiss Jewel Co SA. Swiss Prime Site AG. Swiss Safety  
Center AG. SwissFlock AG. swissgrid ag. swisspor  
Romandie SA. Sycrilor Industries SA. Sylvain & CO SA.  
Syngenta AG. Syntegon Packaging Systems AG.  
Systems Assembling SA.

## **SCH**

Schaer Pharma. Schällibaum AG. Schatz AG.  
Scheitlin Syfrig Architekten. Schenker Storen AG.  
Scherer & Bühler AG. Scherler AG. Scheuchzer SA.  
Schiffahrtsgesellschaft des Vierwaldstättersees AG.  
Schlossberg Switzerland AG. Schmiedewerk Stooss AG.  
Schneider Sanitaires SA. Schnetzer Puskas Ingenieure.  
Schoeller Textil AG. Schöni Transport AG. Schöttli AG.  
Schroder & Co Bank AG. Schwarz Kitchen Selection SA.  
Schwyzer Kantonalbank.

## **ST**

Stähli Lämp Technik AG. Stahlton Bauteile AG.  
Stanzwerk AG. Steinel Solutions AG. Steiner AG. Stella  
Brandenberger Transporte AG. Stisa Sviluppo Traffici  
Internazionali SA. Straumann Group. Straumann-  
Hipp AG. Studio d'ingegneria Visani Rusconi Telleri SA.  
Studio Ingegneria Sciarini SA. Styker Spine Sàrl.

## **T**

Talus Informatik AG. Tamedia Espace AG. Tarcisi  
Maissen SA. TAS Assurances SA. Tax Partner AG.  
TBF + Partner AG. TeamWork Management SA.  
Teca-Print AG. Tecnopinz SA. Tecsedo SA. Télé-  
verbier SA. Teo Jakob AG. Terlinden Textilpflege AG.  
The Chedi Andermatt. The Hamburger Foundation Sàrl.  
The Omnia AG. The View Lugano. Thermoplan AG.  
Thommen Medical AG. thyssenkrupp Materials  
Schweiz AG. ti&m AG. tibits ag. Ticicom SA. TILO SA.  
Time Pieces SA. Tobi Seeobst AG. Toggenburger Unter-  
nehmungen. Top Net Services SA. Totsa TotalEnergies  
Trading SA. Transitec Ingénieurs-Conseils. Transport-  
gemeinschaft AG. Treuhand- und Revisionsgesellschaft  
Mattig-Suter und Partner. Trümpi AG. Trunz Holding AG.  
Tschümperlin AG. T-Systems Schweiz AG. Tulux AG.  
Twint AG. TX Group AG.

## **U**

UBS AG. UCB Farchim SA. Ulrich Imboden AG.  
Ultra-Brag AG. Uniman SA. Union Bancaire Privée,  
UBP SA. Union Diner. Unisto AG. Universal-Job AG.  
Urner Kantonalbank. USFA - Falegnamerie Associate  
società cooperativa.

## **V**

Vacheron & Constantin SA. Valcambi SA. Valora.  
Vap Roman SA. Veco Group SA. veepee.ch. Vending  
Service AG. Verzinkerei Kriessern AG. VF Inter-  
national Sagl. Vici AG International. Vischer AG. Vitol SA.  
Volkshaus Basel. Volpi Group. von Graffenried AG  
Liegenchaften. Von Roll Schweiz AG. VüCH AG.  
VZ Holding AG. V-Zug AG.

## **W**

Wagner AG. Wälli AG Ingenieure. Walo Bertschinger AG.  
Walter Zoo AG. Wascosa AG. Waser + Co AG. Weber AG  
Stahl- und Handwerkerzentrum. Webrepublic AG.  
Weinmann-Energies SA. Wenger + Wirz AG.  
Werthanor SA. Wetrok AG. Willemin-Macodel SA.  
Wincasa AG. Windlin Gruppe. Wipf Holding AG.  
Wolfensberger AG. work24.com AG. World Economic  
Forum. Wüest AG. Wyss Gruppe AG.

## **Z**

zb Zentralbahn AG. Zengaffinen Unternehmungen.  
Zenith. Zentrum Paul Klee. Zermatt Bergbahnen AG.  
Ziegler (Schweiz) AG. Zindel Gruppe AG. Zoo Zürich AG.  
Zürcher Oberland Medien AG. Zürich Versicherungen  
Schweiz. Zürich, Generalagentur Roland Howald AG.  
Zweifel Pomy-Chips AG. Zwissig Groupe. ZWZ AG.

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



<p>Lors de l'examen du 16 décembre de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à <math>-0,75\%</math>, 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 assure ainsi la stabilité des prix et soutient la reprise de l'économie suisse face aux conséquences de la pandémie de Covid-19.</p>	<p>Décembre 2021</p>
<p>Lors de l'examen du 23 septembre de la situation économique et monétaire, la Banque nationale laisse inchangés, à <math>-0,75\%</math>, 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 <math>-0,75\%</math>, 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<sup>er</sup> juillet 2021. Les banques centrales susmentionnées continueront, après cette date, de proposer chaque semaine des pensions de titres portant sur des durées de 7 jours.</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 <math>-0,75\%</math>, 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 <math>-0,75\%</math>, 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>

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

### Version imprimée

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

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

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

### Droits d'auteur/copyright ©

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

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

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

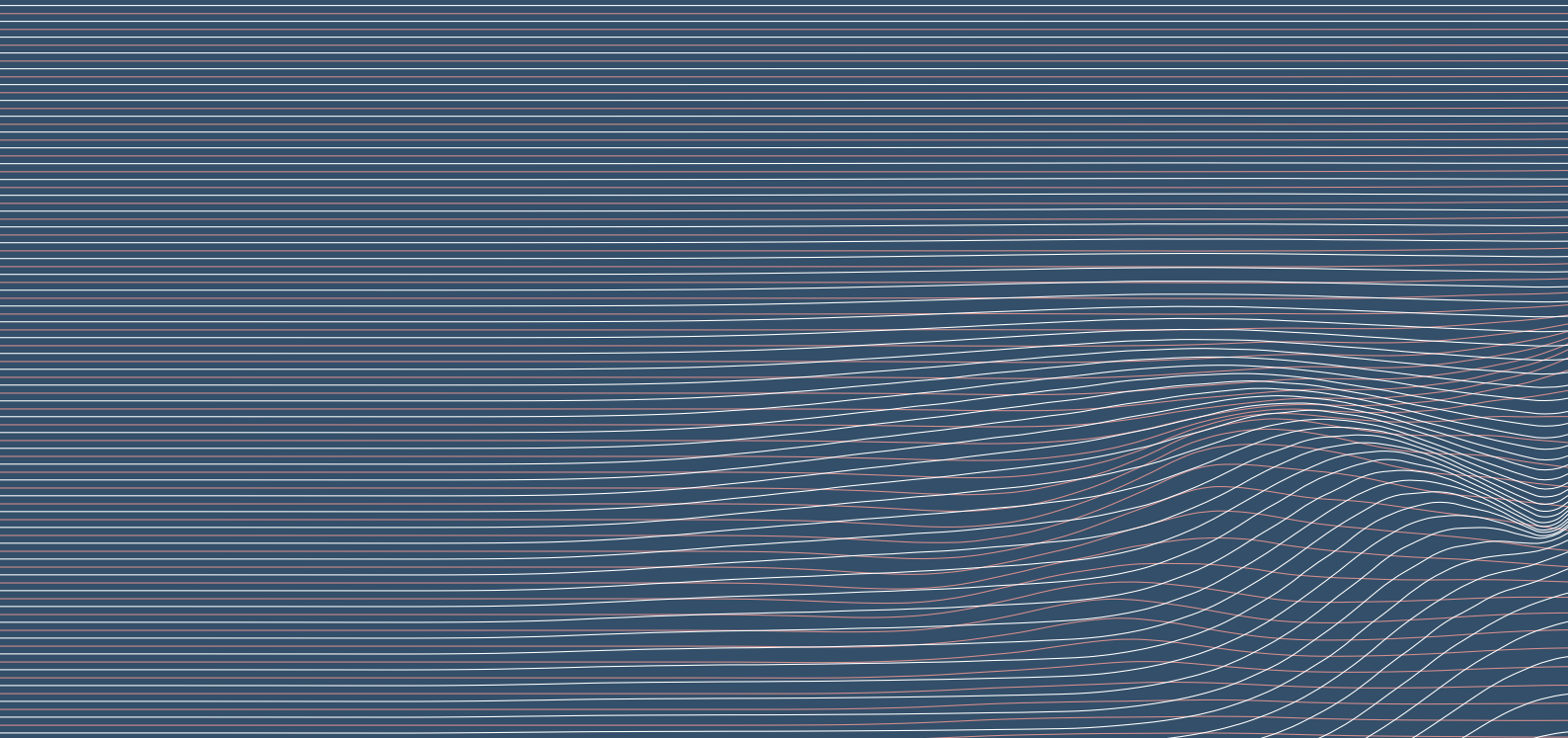
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2021





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

