

---

Bulletin trimestriel  
1/2024 Mars

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





---

# Bulletin trimestriel 1/2024 Mars

42<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 21 mars 2024	6
Stratégie de politique monétaire de la BNS	7
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	8
3 Évolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Évolution monétaire	22
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
<b>Chronique monétaire</b>	<b>36</b>
Glossaire	38

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) pour l'examen de mars 2024 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 21 mars 2024) 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 21 mars 2024. 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 21 mars 2024, la Banque nationale suisse a décidé d'abaisser son taux directeur de 25 points de base, le faisant passer à 1,5%. Elle tient ainsi compte de l'atténuation de la pression inflationniste et de l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année écoulée. La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est nettement inférieure à celle de décembre.
- L'économie mondiale a progressé modérément au quatrième trimestre 2023. Les perspectives de croissance à court terme restent moroses. L'inflation a encore reculé légèrement au cours des derniers mois. Elle est cependant restée supérieure aux objectifs fixés par les banques centrales de nombreux pays. Beaucoup de ces dernières ont donc maintenu leur politique monétaire restrictive inchangée.
- En Suisse, la croissance a été modérée au quatrième trimestre 2023 et devrait demeurer atone. Elle est freinée par la faiblesse de la demande extérieure et par l'appréciation du franc en termes réels enregistrée durant l'année écoulée. La Banque nationale continue de tabler sur une croissance du PIB de 1% environ pour 2024.
- Le renchérissement annuel mesuré par l'IPC a baissé, passant de 1,4% en novembre à 1,2% en février. Les anticipations n'ont guère varié et sont demeurées dans la plage assimilée à la stabilité des prix.
- Depuis mi-décembre 2023, le franc s'est légèrement déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur. Les rendements des obligations à long terme sont restés quasiment inchangés, tandis que les cours des actions ont monté. La hausse des prix de l'immobilier résidentiel a de nouveau été moins soutenue qu'au cours des années précédentes. La monnaie au sens large a poursuivi son recul, et la croissance du crédit a continué de ralentir.

# 1

## Décision de politique monétaire du 21 mars 2024

### La Banque nationale assouplit sa politique monétaire et abaisse son taux directeur à 1,5%

La Banque nationale suisse (BNS) abaisse son taux directeur de 25 points de base, le faisant passer à 1,5%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS, et au-delà de ce seuil, au taux de 1%. La Banque nationale reste par ailleurs disposée à être active au besoin sur le marché des changes.

L'assouplissement de la politique monétaire est possible car la lutte contre l'inflation au cours des cinq derniers semestres a été efficace. Le renchérissement s'inscrit en effet depuis quelques mois de nouveau en dessous de 2%, soit dans la plage que la BNS assimile à la stabilité des prix. D'après la nouvelle prévision, il devrait demeurer dans cette plage au cours des prochaines années.

Cette décision de la Banque nationale tient compte de l'atténuation de la pression inflationniste et de l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année écoulée. En outre, elle soutient la croissance. L'assouplissement permet donc de garantir que les conditions monétaires demeurent appropriées.

La BNS continuera d'observer attentivement l'évolution du renchérissement et adaptera à nouveau si nécessaire sa politique monétaire afin de maintenir à moyen terme l'inflation dans la plage de stabilité des prix.

Depuis le début de l'année, l'inflation a de nouveau reculé. En février, elle s'établissait à 1,2%. Le repli est dû à un fléchissement du renchérissement des biens, l'inflation étant actuellement surtout portée par l'évolution des prix des services suisses.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle de la BNS s'établit nettement en dessous de celle de décembre. À court terme, cela s'explique principalement par le fait que le renchérissement de quelques catégories de biens a ralenti de manière plus marquée que ce qui avait été anticipé alors. À moyen terme, cela tient à une révision à la baisse des effets de second tour. Durant toute la période sur laquelle elle porte, la prévision d'inflation conditionnelle demeure dans la plage de stabilité des prix (voir graphique 1.1). En moyenne annuelle, elle est de 1,4% pour 2024, de 1,2% pour 2025, et de 1,1% pour 2026 (voir tableau 1.1). Elle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à 1,5% pendant toute la période de prévision.

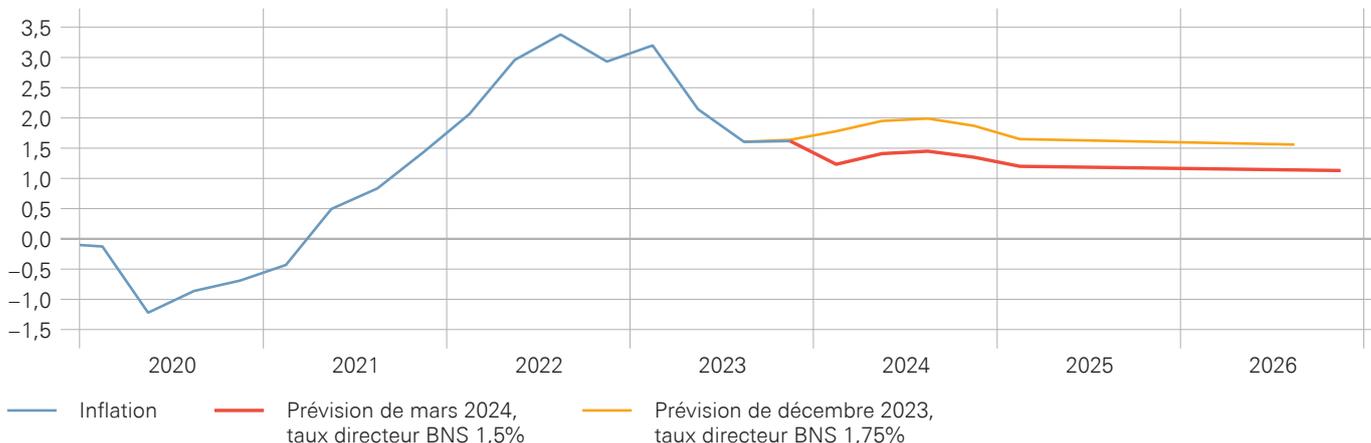
L'économie mondiale a progressé modérément au quatrième trimestre 2023. L'inflation s'est repliée rapidement dans de nombreuses régions en 2023, puis le rythme de ce recul s'est quelque peu ralenti ces derniers mois. Dans de nombreux pays, l'inflation enregistrée reste supérieure aux niveaux visés par les banques centrales. Cela a conduit nombre d'entre elles à maintenir pour l'instant leur politique monétaire restrictive.

La croissance mondiale devrait rester modérée durant les prochains trimestres. L'inflation devrait poursuivre son recul, notamment du fait des politiques monétaires restrictives.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2024

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



Sources: BNS et OFS.

Une incertitude significative continue de grever ce scénario pour l'économie mondiale. L'inflation pourrait ainsi rester élevée dans certains pays et y rendre nécessaire des politiques monétaires plus restrictives que dans ce scénario. En outre, les tensions géopolitiques pourraient augmenter. Il n'est donc pas exclu que l'économie mondiale progresse plus faiblement qu'anticipé.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a enregistré une croissance modérée au quatrième trimestre 2023. Les services ont poursuivi leur expansion, mais la création de valeur a stagné dans l'industrie. Le chômage a poursuivi sa légère progression, et l'utilisation des capacités de production de l'économie était normale.

Dans les prochains trimestres, la croissance devrait demeurer atone. Elle devrait être freinée par la faiblesse de la demande extérieure et par l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année dernière. Le PIB suisse devrait s'accroître cette année d'environ 1%. Dans ce contexte, il est probable que le chômage poursuive sa montée progressive et que l'utilisation des capacités de production continue de reculer quelque peu.

Comme pour l'économie mondiale, la prévision pour la Suisse est entourée d'une incertitude significative. Le principal risque réside dans une croissance conjoncturelle plus faible à l'étranger.

Quant aux marchés hypothécaire et immobilier, leur croissance a clairement ralenti au cours des derniers trimestres, mais ils continuent de présenter des vulnérabilités.

### 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%. Elle prend ainsi en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. Elle estime par ailleurs 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 des pressions à la hausse sur les prix et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS constant, montre l'évolution de l'IPC que la Banque nationale attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe son taux directeur pour la mise en œuvre de sa politique monétaire. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs proches de son taux directeur. Au besoin, elle peut recourir à d'autres mesures de politique monétaire pour influencer sur le cours de change ou sur le niveau des taux d'intérêt.

Tableau 1.1

#### INFLATION OBSERVÉE, MARS 2024

	2020				2021				2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-0,1	-1,2	-0,9	-0,7	-0,4	0,5	0,8	1,4	2,1	3,0	3,4	2,9	3,2	2,1	1,6	1,6	0,6	2,8	2,1

Source: OFS.

#### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2024

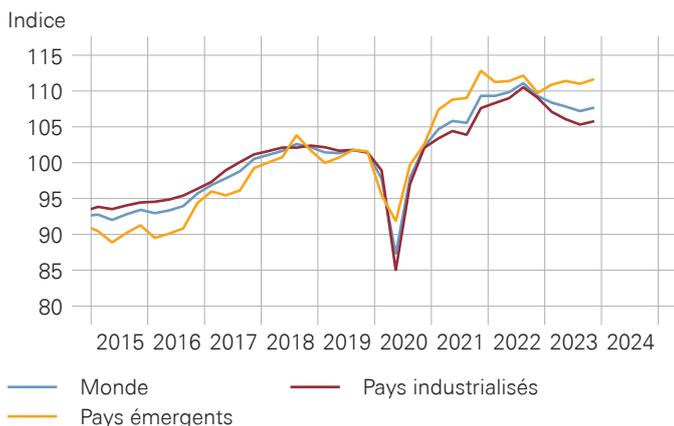
	2023				2024				2025				2026				2024	2025	2026	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de décembre 2023, taux directeur BNS 1,75%					1,6	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,9	1,6		
Prévision de mars 2024, taux directeur BNS 1,5%					1,2	1,4	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,4	1,2	1,1

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 LSEG Datastream.

## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

L'économie mondiale a progressé modérément au quatrième trimestre 2023. L'évolution est restée très contrastée d'une zone économique à l'autre. La croissance est ainsi demeurée robuste aux États-Unis, alors qu'elle a été modérée dans de nombreux pays. De même, l'activité industrielle est restée peu dynamique sur le plan mondial. Le commerce de biens s'est toutefois légèrement redressé au quatrième trimestre (voir graphique 2.1).

Après un repli rapide en 2023, l'inflation a poursuivi son recul à un rythme quelque peu ralenti ces derniers mois. Dans de nombreux pays, elle reste néanmoins supérieure aux niveaux visés par les banques centrales. Cela a conduit nombre d'entre elles à maintenir pour l'instant leur politique monétaire restrictive.

La croissance mondiale devrait rester modérée durant les prochains trimestres, principalement en raison du resserrement des politiques monétaires ces deux dernières années et du fait que les politiques budgétaires sont moins expansionnistes. L'inflation devrait poursuivre son recul, notamment du fait des politiques monétaires restrictives.

Une incertitude significative continue de grever ce scénario pour l'économie mondiale. L'inflation pourrait ainsi rester élevée dans certains pays et donc y rendre nécessaire des politiques monétaires plus restrictives que dans ce scénario. En outre, les tensions géopolitiques

Tableau 2.1

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

	2020	2021	2022	2023	Scénario	
					2024	2025
<b>PIB, variation sur 12 mois, en %</b>						
Monde <sup>1</sup>	-2,8	6,3	3,5	3,1	2,7	2,7
États-Unis	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,2	1,5
Zone euro	-6,2	5,9	3,5	0,5	0,3	1,3
Chine	2,2	8,4	3,0	5,2	4,8	4,6
<b>Prix du baril de pétrole en dollars des États-Unis</b>						
	41,8	70,7	100,9	82,5	80,9	81,0

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

Sources: BNS et LSEG Datastream.

pourraient augmenter. Il n'est donc pas exclu que l'économie mondiale progresse plus faiblement qu'anticipé.

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 États-Unis. Elle part ici d'un prix de 81 dollars des États-Unis le baril de Brent (87 dollars dans le scénario de base précédent) et d'un cours de 1,08 dollar pour 1 euro (1,06 dollar dans le scénario de base précédent). Ces deux chiffres 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

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, les développements sur les marchés financiers internationaux sont restés marqués par l'inflation et par les anticipations des marchés en matière de politique monétaire.

Vers la fin de l'année, de nombreuses banques centrales ont signalé que les taux directeurs n'augmenteraient pas davantage et pourraient même baisser en 2024. Dans un premier temps, le marché a anticipé des abaissements rapides des taux directeurs, de sorte que les rendements des obligations d'État à dix ans ont fléchi dans les pays industrialisés jusqu'à la fin de l'année. Ces anticipations se sont toutefois progressivement atténuées. Cela est dû, d'une part, à la conjoncture étonnamment robuste aux États-Unis et, d'autre part, au fait que les banques centrales ont souligné qu'au vu de l'inflation persistante, les politiques monétaires ne seraient pas assouplies dans l'immédiat. Les rendements ont donc à nouveau eu tendance à progresser depuis le début de l'année (voir graphiques 2.2 et 2.3).

Les marchés mondiaux des actions ont bénéficié notamment de l'évolution conjoncturelle favorable aux États-Unis. L'indice mondial MSCI World a ainsi atteint un nouveau sommet. Malgré les risques géopolitiques, l'incertitude concernant l'évolution ultérieure des cours est restée faible, comme en témoigne l'indice VIX, qui mesure la volatilité attendue des actions aux États-Unis à partir du prix des options (voir graphique 2.4).

Le dollar des États-Unis s'est légèrement apprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur depuis le début de l'année 2024, notamment en raison de la conjoncture solide aux États-Unis et du fait que les marchés ont estimé que l'abaissement du taux directeur dans ce pays interviendrait plus tard que prévu initialement. L'euro n'a guère fluctué, tandis que le yen s'est déprécié (voir graphique 2.5).

Le prix du pétrole a légèrement augmenté en raison du conflit au Proche-Orient et d'une réduction prolongée de la production par les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP+). Un baril de

Graphique 2.2

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

Obligations d'État à 10 ans

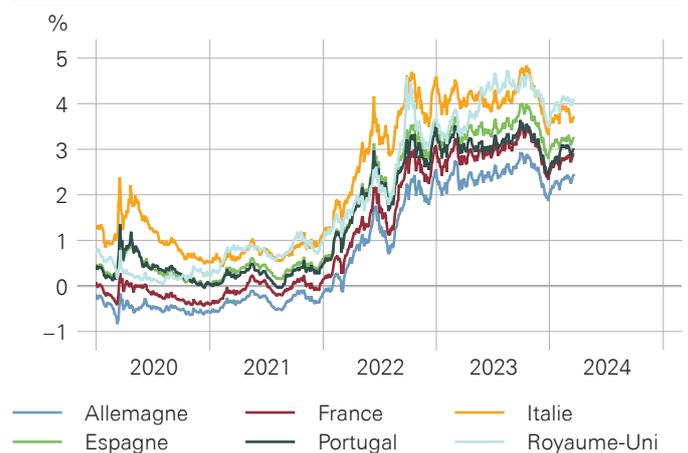


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.3

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

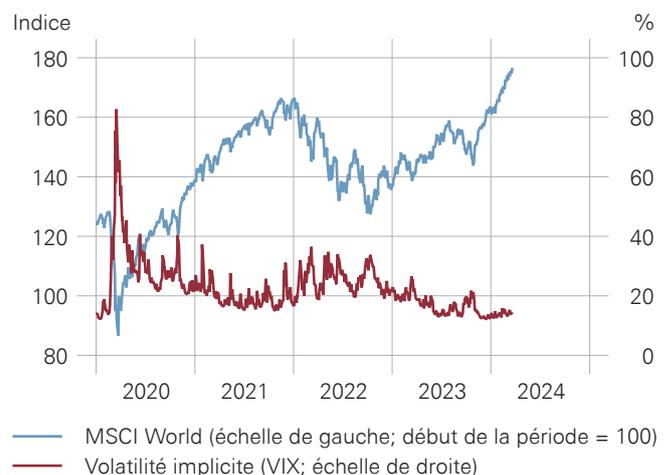
Obligations d'État à 10 ans



Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.4

### MARCHÉS DES ACTIONS



Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.5

### COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100



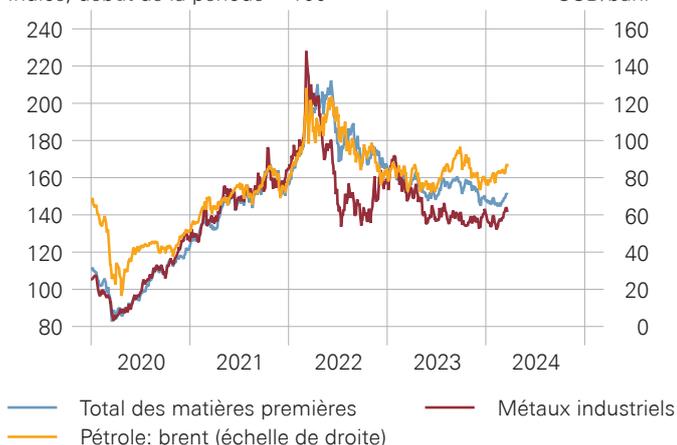
Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.6

### RIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100

USD/baril

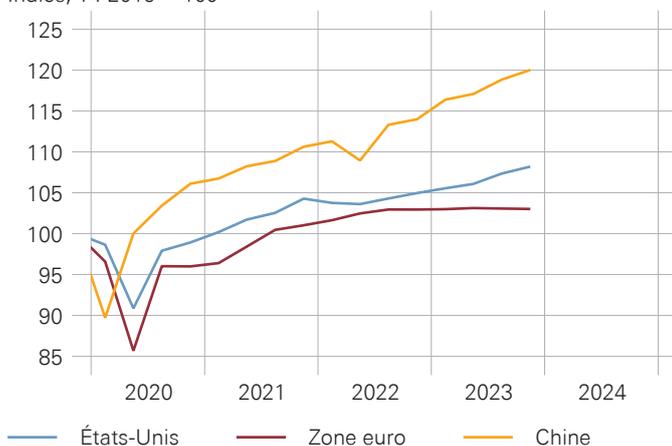


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL

Indice, T4 2019 = 100



Source: LSEG Datastream.

brent coûtait récemment environ 85 dollars des États-Unis, contre près de 75 dollars mi-septembre. En revanche, le prix du gaz a continué de fléchir, en particulier en Europe. Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont légèrement augmenté (voir graphique 2.6).

### ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, le PIB a de nouveau fortement progressé au quatrième trimestre (3,2%), stimulé principalement par la consommation privée, les exportations et les dépenses publiques (voir graphique 2.7).

Sur le marché du travail, les capacités sont restées bien utilisées, comme l'indique la faiblesse persistante du taux de chômage, qui s'établissait à 3,9% en février (voir graphique 2.9). La dynamique de l'emploi est demeurée solide, et la progression des salaires est restée supérieure à la moyenne.

Plusieurs indicateurs économiques signalent un ralentissement de la croissance du PIB au premier trimestre 2024. Sur l'ensemble de l'année, la conjoncture devrait encore perdre de sa vigueur du fait que le resserrement de la politique monétaire au cours des deux dernières années continue d'avoir un effet atténuateur et que la politique budgétaire sera probablement moins expansionniste ces prochains trimestres. Le ralentissement de la croissance devrait se refléter principalement dans la consommation privée, mais les investissements devraient afficher eux aussi une évolution peu soutenue en raison de conditions de financement strictes. Compte tenu de la conjoncture économique récente étonnamment favorable, la BNS revoit à la hausse sa prévision de croissance pour 2024 par rapport à décembre, la portant à 2,2%. Pour 2025, elle table sur une progression du PIB de 1,5%, c'est-à-dire inférieure à la moyenne (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation s'est poursuivie quasiment au même rythme ces derniers mois et s'inscrivait à 3,2% en février (voir graphique 2.10). La contribution négative du renchérissement de l'énergie a diminué, tandis que l'inflation sous-jacente a un peu fléchi pour s'établir à 3,8% (voir graphique 2.11). L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée, sur lequel la Réserve fédérale (Fed) s'appuie pour son objectif d'inflation de 2%, a reculé mais se situait encore à 2,4% en janvier, soit au-dessus du niveau visé.

La Fed a laissé inchangée, à 5,25%-5,5%, la marge de fluctuation de son taux directeur en janvier et en mars (voir graphique 2.12). Elle a indiqué qu'en dépit des progrès accomplis jusqu'à présent dans la lutte contre l'inflation, elle était encore trop peu optimiste pour abaisser les taux directeurs. Par ailleurs, la Fed va résolument poursuivre la diminution de son bilan en continuant à réduire son portefeuille d'obligations d'État et de créances hypothécaires pour un montant allant jusqu'à 95 milliards de dollars par mois (correspondant à environ 1% de son bilan).

## ZONE EURO

L'économie de la zone euro stagne depuis plus d'un an (voir graphique 2.7). Les pertes de pouvoir d'achat des ménages liées au renchérissement, le resserrement de la politique monétaire et la politique budgétaire moins expansionniste ont continué de peser sur la demande au quatrième trimestre. Le nombre de personnes actives occupées a néanmoins encore progressé, et le taux de chômage a stagné, s'inscrivant à 6,4% en janvier, soit à un niveau historiquement bas (voir graphique 2.9).

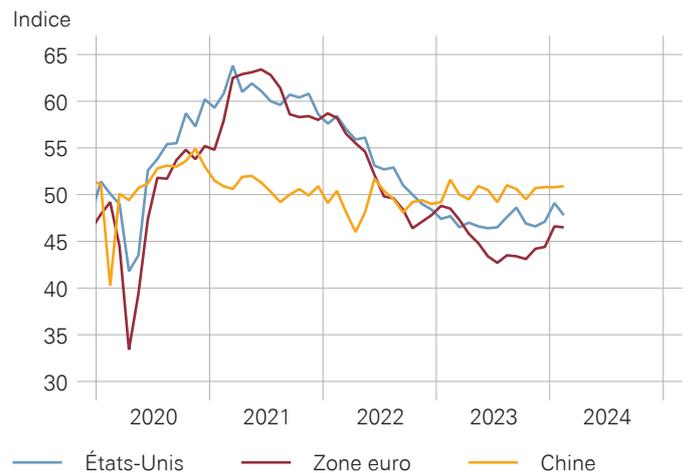
Les enquêtes les plus récentes auprès des entreprises indiquent une évolution conjoncturelle qui demeure faible au premier trimestre 2024, en particulier dans l'industrie, mais l'activité tertiaire ne devrait, elle non plus, guère progresser. Le resserrement de la politique monétaire intervenu ces deux dernières années et la politique budgétaire moins expansionniste pèsent encore sur la croissance. Toutefois, les dépenses de consommation des ménages devraient progressivement retrouver quelque peu de la vigueur d'ici à la fin de l'année grâce à la forte progression des salaires. La BNS maintient ses prévisions de croissance pour 2024 à un niveau quasiment inchangé (0,3%). Elle table sur 1,3% en 2025 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation s'établissait à 2,6% en février, soit à un niveau encore supérieur à celui visé par la Banque centrale européenne (BCE; voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente a certes reculé, mais elle demeure élevée, à 3,1% (voir graphique 2.11). Récemment, le renchérissement des biens a sensiblement fléchi en raison de la suppression presque complète des difficultés d'approvisionnement et de la baisse des coûts de l'énergie. Quant au renchérissement des services, il reste marqué en raison de la forte progression des salaires dernièrement.

La BCE a laissé inchangés ses taux directeurs en janvier et en mars, maintenant ainsi à 4% le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui est déterminant pour le marché monétaire (voir graphique 2.12). En outre, elle a indiqué qu'elle conserverait ses taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire pour ramener rapidement l'inflation à l'objectif de 2%. Les obligations du programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) qui arrivent à échéance ne sont plus renouvelées depuis l'été 2023, de sorte que le portefeuille d'obligations APP diminue d'environ 25 milliards d'euros par mois (correspondant à environ 0,4% du bilan de la BCE). Pour ce qui est du programme PEPP (*pandemic emergency purchase programme*), les obligations arrivant à échéance ne seront renouvelées que partiellement dès l'été 2024, puis plus du tout à compter de 2025.

Graphique 2.8

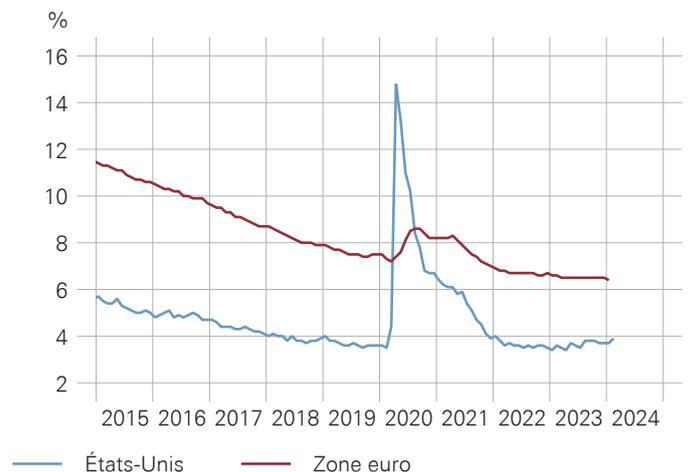
## INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)



Sources: Institute for Supply Management (ISM) et S&P Global.

Graphique 2.9

## TAUX DE CHÔMAGE

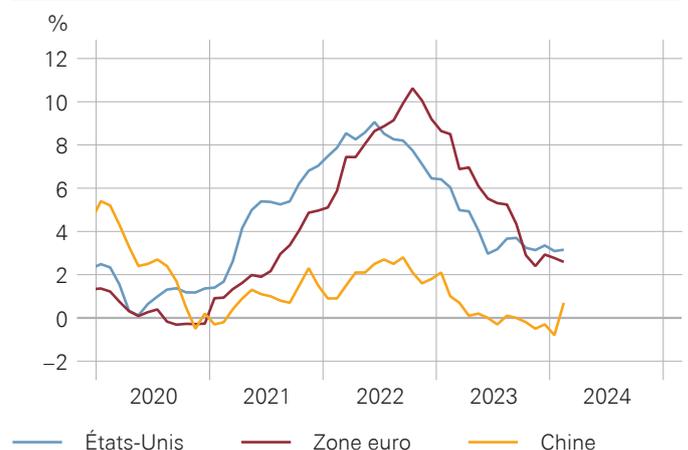


Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.10

## PRIX À LA CONSOMMATION

Variation sur 12 mois



Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.11

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

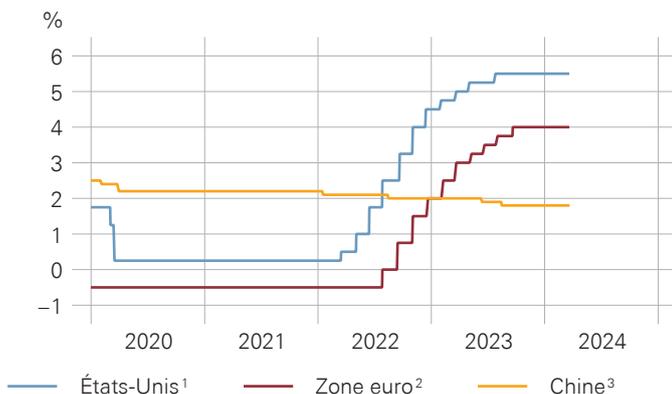
Variation sur 12 mois



1 Hors alimentation et énergie.

Source: LSEG Datastream.

Graphique 2.12

**TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS**

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

2 Taux de la facilité de dépôt.

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

Source: LSEG Datastream.

**CHINE**

En Chine, le PIB a progressé de 4,1% au quatrième trimestre, soit – conformément aux anticipations – à un rythme plus lent que durant les trimestres précédents (voir graphique 2.7). L'activité a perdu de sa vigueur tant dans le secteur tertiaire que dans l'industrie. En revanche, la hausse des dépenses publiques consacrées aux projets d'infrastructure a soutenu le développement de l'économie. Le PIB a crû de 5,2% sur l'ensemble de l'année 2023, c'est-à-dire conformément à l'objectif de croissance d'environ 5% fixé par le gouvernement.

La conjoncture chinoise demeure difficile en raison de la crise de l'immobilier ainsi que du moral morose des ménages et des entreprises. La politique économique expansionniste devrait continuer de la soutenir, en mettant l'accent notamment sur les investissements publics dans les infrastructures, mais en encourageant également les dépenses de consommation privée et les investissements. Diverses mesures d'assouplissement monétaire de la Banque populaire de Chine viennent s'ajouter, dont l'abaissement du taux d'intérêt de référence pour les prêts hypothécaires et du taux des réserves minimales des banques. La BNS mise sur une croissance quasiment inchangée du PIB chinois de 4,8% en 2024, c'est-à-dire avoisinant l'objectif du gouvernement. Elle table sur une progression de 4,6% en 2025 (voir tableau 2.1).

Les prix à la consommation ont augmenté en février (+0,7%), pour la première fois depuis plusieurs mois (voir graphique 2.10), notamment en raison d'une hausse des prix des services touristiques et des denrées alimentaires pendant le Nouvel An chinois. L'inflation sous-jacente a également augmenté, pour s'inscrire à 1,2% (voir graphique 2.11).

# 3 Évolution économique en Suisse

En Suisse, le produit intérieur brut a enregistré une croissance modérée au quatrième trimestre 2023<sup>1</sup>. La création de valeur a de nouveau progressé dans les services, mais elle a stagné dans l'industrie en raison avant tout de l'atonie de l'activité à l'échelle mondiale, et plus particulièrement en Allemagne. Le chômage a connu une légère hausse, et l'utilisation des capacités de production de l'économie s'est avérée normale.

La croissance devrait demeurer atone, freinée par la faiblesse de la demande extérieure et par l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année dernière. Pour 2024, la BNS table sur une croissance du PIB de 1% environ. Dans ce contexte, il est probable que le chômage continue d'augmenter légèrement et que l'utilisation des capacités de production recule quelque peu.

Comme pour l'économie mondiale, la prévision pour la Suisse est entourée d'une incertitude significative. Le principal risque réside dans un affaiblissement conjoncturel à l'étranger.

## PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail de données. Celles-ci indiquent que la croissance économique s'est légèrement améliorée récemment.

### Croissance modérée au quatrième trimestre 2023

D'après les premières estimations du Secrétariat d'État à l'économie (SECO), le PIB s'est accru de 1,1% au quatrième trimestre (voir graphique 3.1). La croissance est donc restée modérée, conformément aux prévisions.

Comme aux trimestres précédents, les services ont été le principal contributeur à la croissance. Dans l'industrie, la création de valeur a par contre stagné, en raison avant tout de l'atonie de l'activité à l'échelle mondiale, et plus particulièrement en Allemagne.

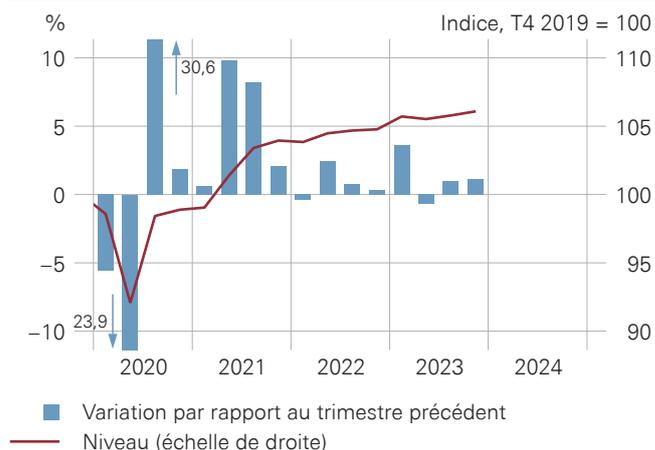
Du côté de la demande, la croissance a surtout reposé sur la consommation privée tandis que les investissements ont sensiblement diminué pour le troisième trimestre

<sup>1</sup> Les données du PIB corrigées des événements sportifs font l'objet d'un commentaire et de prévisions de la BNS dans le communiqué de presse et dans le *Bulletin trimestriel* (voir glossaire).

Graphique 3.1

### PIB RÉEL

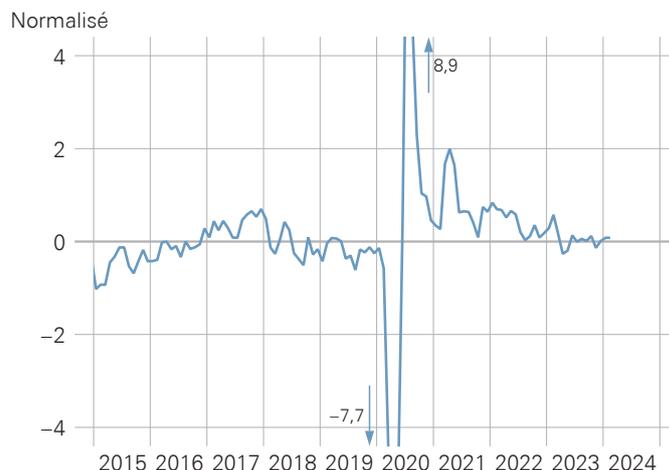
Données corrigées des événements sportifs



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

Graphique 3.2

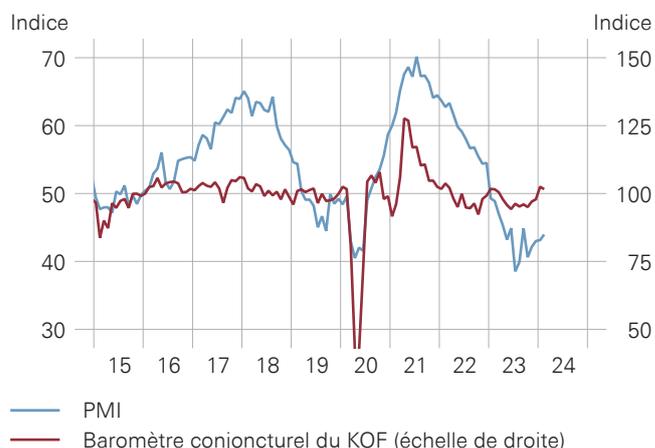
### INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

### PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

consécutif. Le commerce extérieur a à peine contribué à la croissance du PIB (voir tableau 3.1).

Les estimations pour le quatrième trimestre étant désormais disponibles, les chiffres annuels provisoires pour 2023 le sont aussi: après une robuste augmentation du PIB l'année précédente (2,5%), l'économie suisse a affiché en 2023 une croissance de 1,3%, soutenue en premier lieu par la consommation privée.

### Légère amélioration de la conjoncture au premier trimestre 2024

De nombreux indicateurs conjoncturels laissent entrevoir une croissance économique légèrement plus forte au premier trimestre 2024 qu'aux trimestres précédents.

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre du KOF, qui fournissent des indications sur les tendances de l'économie suisse, font globalement état d'une croissance économique moyenne au premier trimestre (voir graphiques 3.2 et 3.3).

Néanmoins, les signaux observés dans l'industrie et dans les services divergent. Dans l'industrie, le PMI indique toujours une faible activité (voir graphique 3.3). À l'inverse, le PMI des services se situait récemment bien au-dessus du seuil de croissance, signalant ainsi une poursuite de l'expansion dans ce secteur.

Les entretiens menés auprès des entreprises par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font également apparaître une légère accélération de la dynamique économique, notamment dans les services (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss).

Tableau 3.1

## PIB RÉEL ET COMPOSANTES

Taux de croissance par rapport à la période précédente, en %; taux annualisés, corrigés des variations saisonnières

	2020	2021	2022	2023	2022				2023			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	-3,4	1,8	4,2	2,1	2,0	4,8	2,4	3,0	2,4	1,1	0,6	1,1
Consommation des administrations publiques	3,8	3,3	-0,8	-0,5	-2,1	-1,8	0,2	0,3	-2,4	-0,9	1,7	2,2
Investissements	-1,4	2,8	1,2	-2,0	-7,0	3,8	-0,1	-1,1	3,3	-10,5	-2,5	-6,8
Construction	-1,0	-3,1	-5,5	-2,1	-8,4	-2,9	-8,7	-2,3	0,8	-3,2	0,8	-1,1
Biens d'équipement	-1,6	6,0	4,6	-1,9	-6,2	7,0	4,0	-0,5	4,6	-13,8	-4,1	-9,5
Demande intérieure finale	-1,9	2,3	2,6	0,6	-1,4	3,6	1,3	1,4	2,0	-2,7	-0,2	-1,1
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0,7	-0,8	0,4	1,1	-8,5	19,5	-18,3	4,2	14,2	-6,3	-8,4	1,9
Exportations totales <sup>2,3</sup>	-4,6	11,5	4,6	4,4	14,5	-29,3	37,2	-2,2	5,2	-0,2	13,5	2,3
Biens <sup>2</sup>	-1,2	12,3	4,0	4,8	31,2	-42,7	54,7	0,5	3,6	-3,8	21,3	2,1
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	-3,7	12,7	4,6	3,0	1,9	-2,7	4,2	-6,0	19,5	-9,1	12,5	-5,9
Services <sup>3</sup>	-11,1	9,8	6,0	3,4	-16,9	16,2	4,3	-8,3	9,1	9,0	-3,3	2,8
Importations totales <sup>2,3</sup>	-5,9	5,3	6,2	6,2	-0,8	2,1	8,3	7,4	30,8	-15,0	-2,5	2,8
Biens <sup>2</sup>	-6,3	4,3	7,6	0,6	20,7	-0,6	10,0	-6,1	21,5	-24,3	4,7	6,7
Services <sup>3</sup>	-5,2	6,7	4,3	14,7	-24,7	6,4	5,7	30,4	46,6	-0,8	-11,4	-2,4
Commerce extérieur <sup>3,4</sup>	0,2	3,8	-0,2	-0,3	9,2	-20,2	18,0	-5,2	-12,4	7,9	9,6	0,1
<b>PIB<sup>3</sup></b>	<b>-2,2</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>

1 Contribution à la croissance en points de PIB (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 Données corrigées des événements sportifs.

4 Contribution à la croissance en points de PIB.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail a connu une évolution positive dans l'ensemble. L'emploi a fortement progressé, et le chômage s'est maintenu à un bas niveau. De nombreuses entreprises indiquent toujours rencontrer des difficultés pour recruter.

### Nette hausse de l'emploi au quatrième trimestre

Selon la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a fortement progressé au quatrième trimestre en données corrigées des variations saisonnières (CVS), après avoir légèrement fléchi au trimestre précédent. Si de nombreux postes ont été créés dans les services, l'emploi a stagné dans l'industrie et dans la construction (voir graphique 3.4). Au total, la statistique de la population active occupée (SPA0) a confirmé cette évolution positive dans l'ensemble; le nombre de personnes actives occupées en données CVS a également augmenté.

### Chômage à un bas niveau

Le nombre de chômeurs recensés par le SECO s'est de nouveau légèrement accru au cours des derniers mois. Fin février, 102 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données CVS. Le taux de chômage en données CVS s'est établi à 2,2%, restant ainsi à un niveau historiquement bas. Le taux de chômage calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS) au sens du Bureau international du travail (BIT) est également demeuré faible en comparaison historique. Il est resté inchangé à 4,1% au quatrième trimestre (voir graphique 3.5).

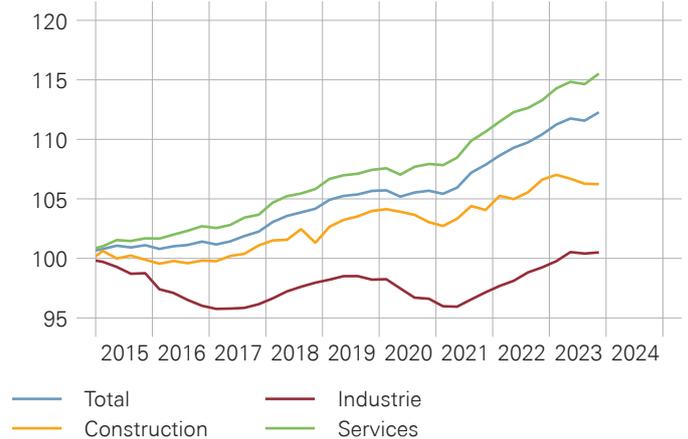
### Difficultés de recrutement

De nombreuses entreprises ont de nouveau fait état de difficultés à trouver du personnel répondant aux profils recherchés. Selon la STATEM, ces difficultés se sont quelque peu accentuées au quatrième trimestre (voir graphique 3.6). L'enquête menée par la BNS auprès des entreprises indique au contraire une légère détente de la situation (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss).

Graphique 3.4

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

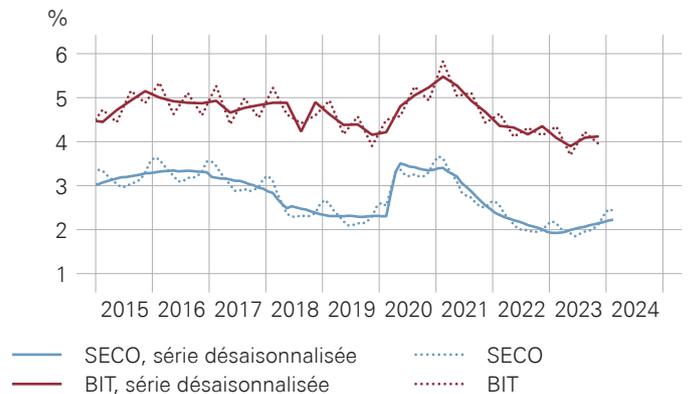
Indice, début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

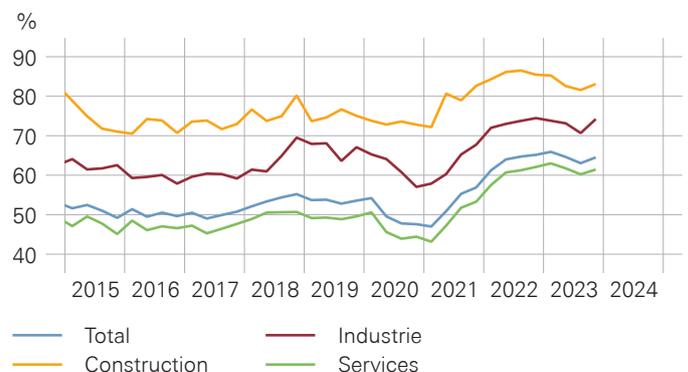
### TAUX DE CHÔMAGE



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: OFS et SECO.

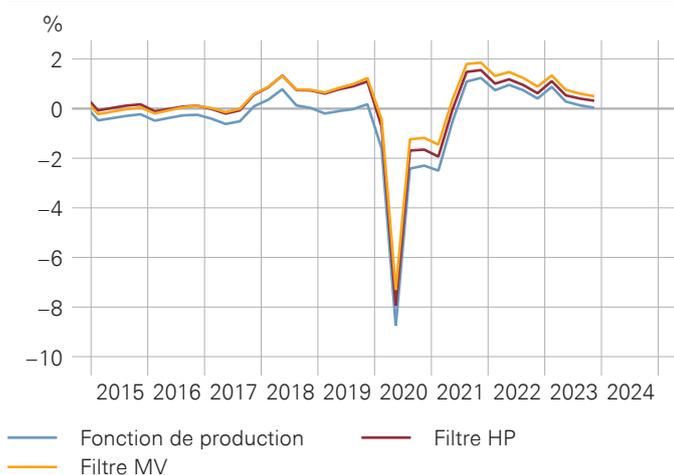
Graphique 3.6

### DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT

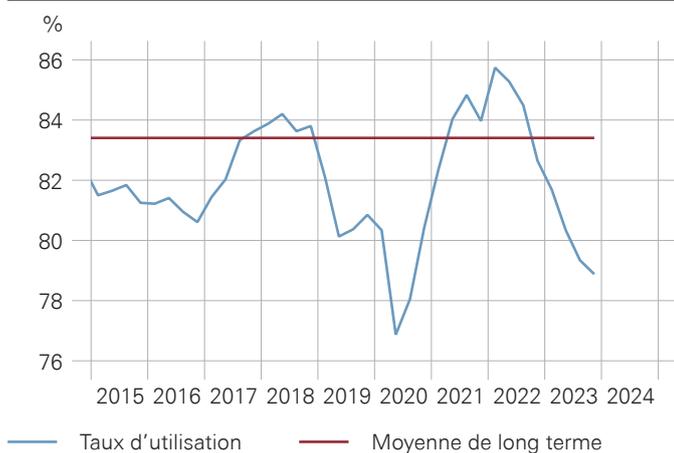


Part des entreprises dont la recherche de personnel qualifié a été difficile ou infructueuse. Seules les entreprises recherchant activement du personnel qualifié sont prises en compte. Estimations établies sur la base de la statistique de l'emploi (STATEM)

Sources: BNS et OFS.

**ÉCART DE PRODUCTION**

Source: BNS.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE**

Source: KOF.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION****Résorption de l'écart de production**

L'écart de production correspond à la différence entre le PIB observé 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 les capacités sont sous-utilisées.

L'estimation de la production potentielle sur la base d'une fonction de production aboutit pour le quatrième trimestre à un écart nul, ce qui correspond à une utilisation normale des capacités de production. D'autres méthodes indiquent un écart de production encore légèrement positif (voir graphique 3.7).

**Divergence dans l'utilisation des capacités de production selon les branches**

Les enquêtes jouent également un rôle important dans l'estimation de l'utilisation des capacités de production. Pour le quatrième trimestre 2023, elles offrent une image contrastée.

Les enquêtes réalisées par le KOF auprès des entreprises montrent que l'utilisation des capacités techniques a de nouveau reculé dans l'industrie et est ainsi demeurée bien inférieure à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). En revanche, elle est restée légèrement supérieure à la moyenne dans la plupart des branches des services. En ce qui concerne l'économie dans son ensemble, les indicateurs disponibles signalent une utilisation moyenne des capacités de production.

En ce qui concerne l'emploi, les enquêtes indiquent que les effectifs ont été de nouveau tout juste suffisants dans la plupart des branches des services au quatrième trimestre. Dans l'industrie manufacturière, la situation s'est quelque peu détendue.

## PERSPECTIVES

L'économie suisse devrait croître modérément au cours des prochains trimestres. Les services devraient apporter un soutien substantiel à la croissance. À l'inverse, l'activité dans l'industrie devrait être faible, car l'environnement économique extérieur reste peu porteur, comme le montre le PMI de l'industrie en données pondérées par les exportations (voir graphique 3.9). Toutes branches confondues, les entreprises suisses demeurent prudemment optimistes quant à l'évolution de la marche des affaires (voir graphique 3.10). Les indicateurs concernant les perspectives d'emploi sont plutôt orientés à la baisse, mais laissent toujours présager une progression (voir graphique 3.11).

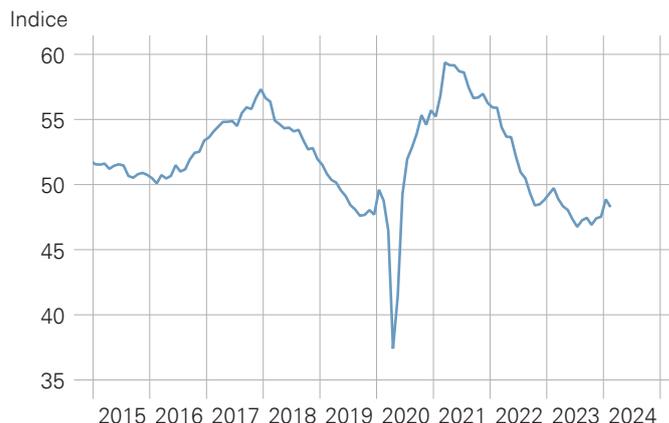
Pour 2024, la BNS table sur une croissance du PIB de 1% environ. L'activité devrait être freinée par la faiblesse de la demande extérieure et par l'appréciation du franc en termes réels intervenue l'an dernier. Le chômage devrait continuer de croître légèrement, et l'utilisation des capacités de production devrait reculer un peu.

Ces prévisions demeurent entourées d'une incertitude significative. Le principal risque réside dans un affaiblissement conjoncturel à l'étranger.

Graphique 3.9

### PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations

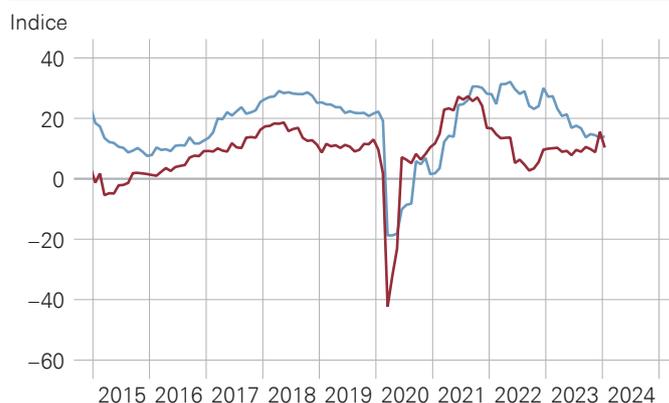


Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et LSEG Datastream.

Graphique 3.10

### MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF



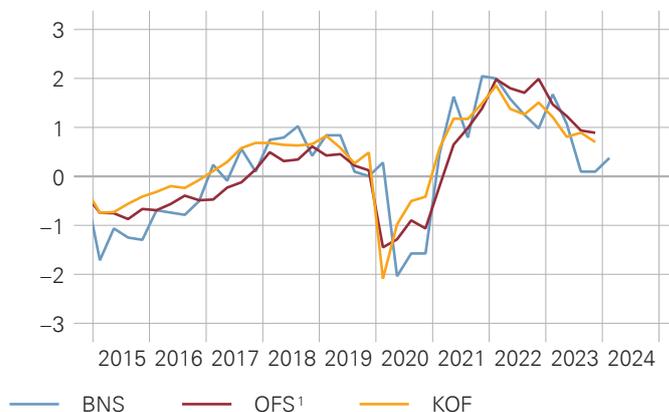
— Évaluation — Anticipations à 6 mois

Source: KOF.

Graphique 3.11

### PERSPECTIVES D'EMPLOI

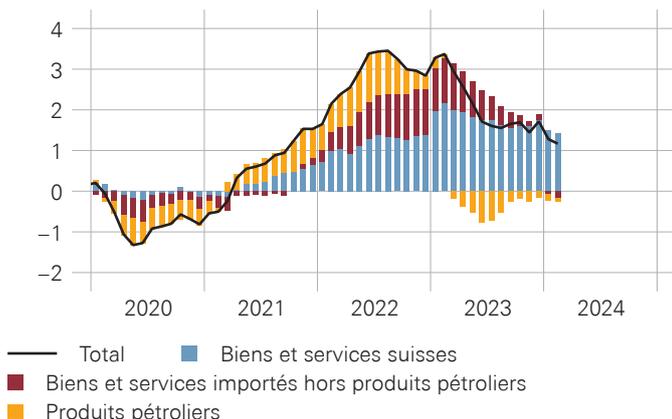
Séries désaisonnalisées, normalisées



<sup>1</sup> Correction des variations saisonnières: BNS.

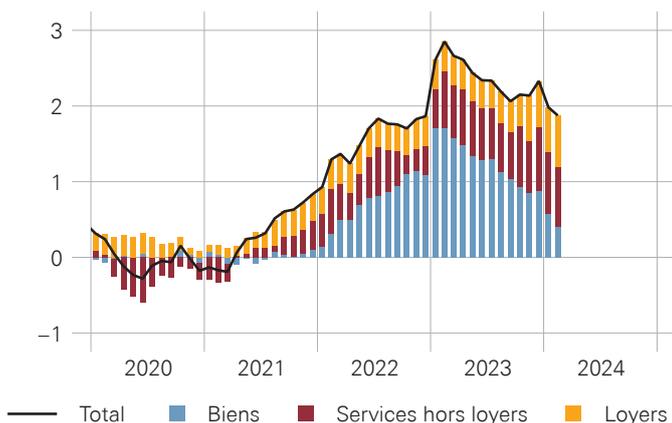
Sources: KOF, OFS et Réseau économique régional de la BNS.

Graphique 4.1

**IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS**Variation de l'IPC sur 12 mois, en %;  
contribution des composantes, en points

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

**IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES**Variation de l'IPC sur 12 mois en %;  
contribution des composantes, en points

Sources: BNS et OFS.

Tableau 4.1

**INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation sur 12 mois, en %

	2023		2023				2023		2024	
			T1	T2	T3	T4	Nov.	Déc.	Jan.	Fév.
<b>IPC, indice total</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	
Biens et services suisses	2,4	2,7	2,5	2,2	2,2	2,1	2,3	2,0	1,9	
Biens	5,4	6,9	5,8	5,0	3,9	3,7	3,8	2,5	1,8	
Services	1,5	1,4	1,4	1,3	1,7	1,7	1,9	1,8	1,9	
Services privés (hors loyers)	1,5	1,3	1,4	1,5	2,0	1,8	2,0	1,9	1,8	
Loyers	1,7	1,5	1,5	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	2,8	
Services publics	0,8	1,3	1,4	0,5	0,2	0,0	0,6	0,7	0,6	
Biens et services importés	1,4	4,6	1,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,9	-1,0	
Hors produits pétroliers	2,9	5,0	3,9	2,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	-0,7	
Produits pétroliers	-10,0	1,9	-17,2	-15,7	-6,9	-8,7	-5,8	-5,9	-3,5	

Sources: BNS et OFS.

## 4

Prix et anticipations  
d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation a de nouveau reculé ces trois derniers mois. Elle s'inscrivait à 1,2% en février, soit presque un demi-point au-dessous de son niveau du second semestre 2023. L'inflation sous-jacente a elle aussi fléchi depuis novembre.

Les anticipations d'inflation à court, à moyen et à long termes n'ont quant à elles guère changé et restent bien ancrées dans la plage de stabilité des prix.

**PRIX À LA CONSOMMATION****Nouveau recul du taux de renchérissement annuel**

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a diminué, passant de 1,4% en novembre à 1,2% en février (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Contrairement aux trimestres précédents, ce recul ne tenait plus principalement à l'inflation importée, mais pour environ deux tiers au renchérissement des biens et services suisses, qui est cependant resté le principal moteur de l'inflation. La contribution des biens et services importés au renchérissement était d'un peu moins de -0,3 point en février (novembre: -0,2 point), tandis que celle des biens et services suisses était légèrement supérieure à 1,4 point (novembre: 1,6 point).

### Baisse du renchérissement des biens suisses

Le renchérissement des biens et services suisses est passé de 2,1% en novembre à 1,9% en février (voir graphique 4.2 et tableau 4.1). Cette baisse a découlé des biens suisses, dont le renchérissement a fléchi de près de 2 points entre novembre et février pour s'inscrire à 1,8%, la contribution la plus importante étant venue des denrées alimentaires.

### Hausse du renchérissement des services suisses, en particulier des loyers

Le renchérissement des services suisses a progressé, s'établissant à 1,9% en février contre 1,7% en novembre, notamment en raison de la hausse plus marquée des loyers des logements. Celle-ci a atteint 2,8% en février, soit son plus haut niveau depuis 15 ans (voir graphique 4.3). Dans l'ensemble, le renchérissement des services suisses en février a été presque le seul moteur de l'inflation.

L'accentuation de la hausse des loyers de 1,2 point depuis août 2023 tient surtout au relèvement du taux hypothécaire de référence à 1,5% début juin. Le nouveau relèvement opéré début décembre (passage de 1,5% à 1,75%) ne devrait pas encore avoir eu de conséquences décisives, car en général, les fluctuations du taux hypothécaire de référence ne se répercutent sur la hausse des loyers qu'avec un décalage de plusieurs mois en raison des délais contractuels d'ajustement des loyers.

Le renchérissement des services suisses hors loyers s'est accru, passant de 1,3% en novembre à 1,5% en février. Cette hausse tient au renchérissement des services publics, qui s'est établi à 0,6% en février (novembre: 0%), principalement en raison de la hausse des prix des transports publics. Le renchérissement des services privés suisses hors loyers est demeuré stable, à 1,8% (voir tableau 4.1).

### Renchérissement des biens et services importés en baisse

Le renchérissement des biens et services importés a fléchi et s'inscrivait à -1% en février, contre -0,6% en novembre. Comme les deux trimestres précédents, ce repli résulte des biens et services importés hors produits pétroliers (voir tableau 4.1). Le renchérissement de ces biens et services était encore positif en novembre (0,5%), mais il a chuté à -0,7% en février. Tant les biens (par exemple habillement, gaz et denrées alimentaires) que les services liés au tourisme ont contribué à cette baisse.

Le renchérissement annuel des produits pétroliers a continué sa progression pour s'établir à -3,5%, après -8,7% en novembre (voir tableau 4.1) et un plus bas de -22,6% en juin 2023.

### Recul de l'inflation sous-jacente

Différents indicateurs de l'inflation sous-jacente ont reculé depuis novembre. L'inflation sous-jacente calculée par la BNS (TM15) sur la base d'une moyenne tronquée a affiché un léger repli pour s'inscrire à 1,2% en février, contre 1,3% en novembre, tandis que l'inflation sous-jacente I (OFS1) établie par l'Office fédéral de la statistique est passée de 1,4% à 1,1% sur la même période (voir graphique 4.4).

Graphique 4.3

### LOYERS DES LOGEMENTS

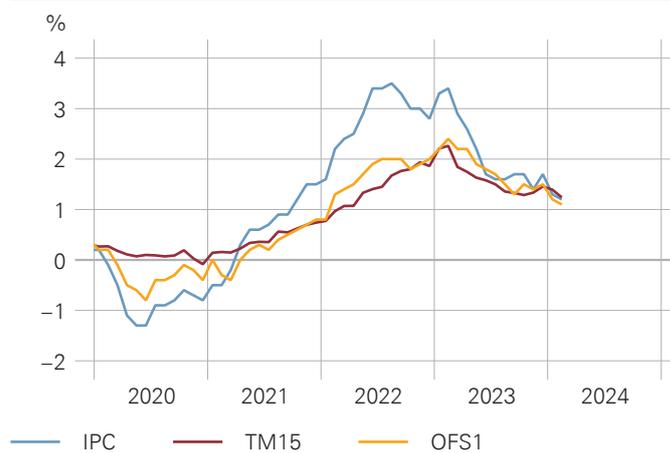


Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

### INFLATION SOUS-JACENTE

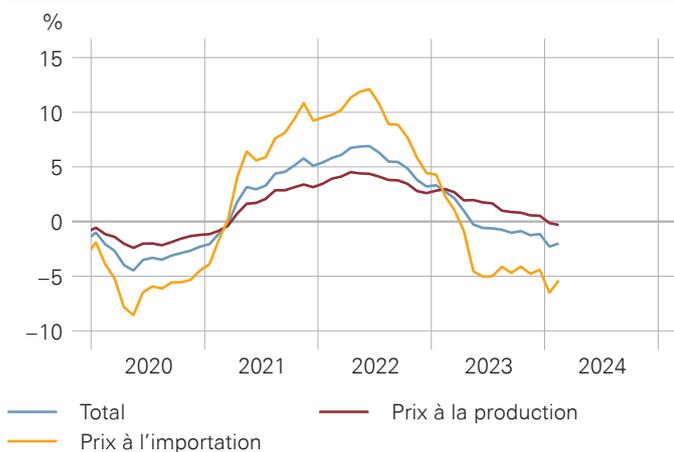
Variation sur 12 mois



Sources: BNS et OFS.

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation sur 12 mois



Source: OFS.

**ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX ET D'INFLATION À COURT TERME**

D'après l'enquête du SECO auprès des ménages et l'enquête UBS CFA sur le marché financier



Sources: CFA Society Switzerland, SECO et UBS.

**PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION****Tassement du renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale**

Du côté de l'offre totale, le renchérissement a ralenti en raison aussi bien des prix à l'importation que de ceux à la production. Il est passé de -1,3% en novembre à -2% en février (voir graphique 4.5). La baisse du renchérissement pour les prix à l'importation (-5,4% en février, contre -4,8% en novembre) a principalement découlé des produits énergétiques et des biens d'équipement. Pour ce qui est des prix à la production, le recul du renchérissement (0,6% en novembre, contre -0,3% en février) a surtout tenu aux produits énergétiques et aux biens intermédiaires.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION****Anticipations d'inflation à court terme pratiquement inchangées**

Les indicateurs des anticipations d'inflation à court terme sont demeurés stables ou ont légèrement fléchi ce trimestre.

Certes, l'indice du climat de consommation du SECO, qui reflète l'évolution attendue des prix dans les douze mois suivants, a de nouveau légèrement reculé (voir graphique 4.6). L'enquête de janvier indique néanmoins que quatre ménages sur cinq continuaient de tabler sur des hausses de prix à court terme.

L'indice calculé sur la base de l'enquête d'UBS et de CFA Society Switzerland relative au marché financier suisse n'a guère varié ces trois derniers mois (voir graphique 4.6). Il est demeuré négatif, car la part des personnes interrogées qui s'attendent à un repli de l'inflation dans les six mois suivants reste supérieure à celle des personnes misant sur une progression. Toutefois, d'après l'enquête de février, plus de la moitié des personnes interrogées pensent que l'inflation demeurera inchangée.

Les anticipations d'inflation à court terme des entreprises interrogées par les délégués et déléguées de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont légèrement reculé ce trimestre (voir graphique 8 des Signaux conjoncturels). Le taux de renchérissement annuel attendu dans les six à douze mois s'élève à 1,6%, contre 1,8% au trimestre précédent.

Les anticipations d'inflation pour l'année 2024 des banques et des institutions économiques participant à l'enquête mensuelle de Consensus Economics ont légèrement diminué, s'établissant à 1,4% en mars (voir graphique 4.7). Pour 2025, les spécialistes tablent sur un ralentissement de l'inflation à 1,1%.

### Anticipations d'inflation à moyen et à long terme dans la plage de stabilité des prix

La plupart des anticipations d'inflation à moyen et à long terme n'ont guère changé ce trimestre.

La moyenne des anticipations d'inflation dans les trois à cinq ans des personnes participant à l'enquête UBS CFA sur le marché financier suisse a reculé, passant de 1,7% en septembre à 1,4% en décembre (voir graphique 4.8). En revanche, les responsables d'entreprises ayant répondu aux déléguées et délégués de la BNS au premier trimestre continuaient globalement de tabler sur un renchérissement d'environ 1,4% sur la même période.

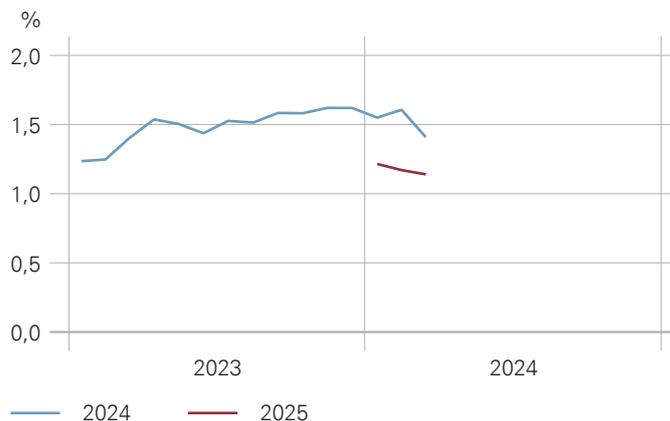
Les anticipations d'inflation à long terme des banques et des institutions économiques ayant participé à l'enquête de Consensus Economics en janvier sont toujours à 1,2%.

D'après les résultats des enquêtes, les anticipations d'inflation à moyen et à long terme demeurent ainsi dans la plage de stabilité des prix que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Graphique 4.7

### ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT TERME SELON CONSENSUS ECONOMICS

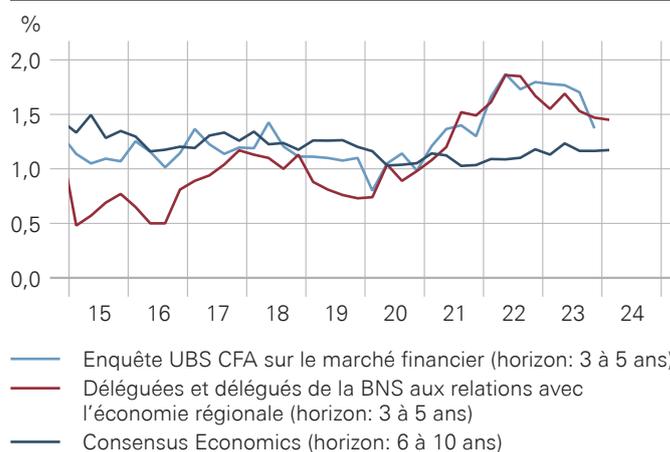
Prévisions mensuelles du taux d'inflation annuel



Source: Consensus Economics Inc.

Graphique 4.8

### ANTICIPATIONS D'INFLATION À MOYEN ET À LONG TERME



Sources: BNS, CFA Society Switzerland, Consensus Economics Inc. et UBS.

# 5

## Évolution monétaire

---

Depuis l'examen de décembre, les rendements des obligations de la Confédération à long terme n'ont guère varié. Le franc s'est déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur. Mi-mars, les cours des actions à la Bourse suisse étaient légèrement supérieurs aux niveaux observés mi-décembre.

La monnaie au sens large a poursuivi son recul. La croissance des prêts bancaires a continué de fléchir durant le trimestre écoulé.

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS L'EXAMEN DE DÉCEMBRE 2023

#### Maintien du cap de la politique monétaire

Lors de l'examen du 14 décembre 2023 de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé de maintenir le taux directeur de la BNS à 1,75%. En outre, elle a indiqué qu'elle restait disposée à être active au besoin sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires appropriées. Dans le même temps, elle a précisé qu'elle ne considérait plus les ventes de devises comme prioritaires, l'inflation ayant légèrement reculé. Cependant, l'incertitude restait forte. De ce fait, la BNS a souligné qu'elle continuerait à observer attentivement l'évolution de l'inflation et à adapter si nécessaire sa politique monétaire afin que l'inflation reste à moyen terme dans la plage de stabilité des prix.

#### Taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue

Les avoirs à vue étaient rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux de 1,75%, tandis que la part des avoirs dépassant ce seuil était rémunérée au taux de 1,25%. La réduction de 50 points de base par rapport au taux directeur de la BNS est ainsi restée inchangée. Conjugué à la résorption d'avoirs à vue au moyen d'opérations d'*open market*, le système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue garantit la bonne transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt du marché monétaire dans son ensemble.

#### Résorption d'avoirs à vue par des pensions de titres et des Bons de la BNS

La Banque nationale a continué de résorber des avoirs à vue par des pensions de titres et par l'émission de Bons de la BNS. Elle a ainsi procédé à des appels d'offres quotidiens pour des pensions de titres à une semaine, et à des appels d'offres hebdomadaires pour des Bons de la BNS d'une durée comprise entre un et douze mois. En résorbant des avoirs à vue, la Banque nationale a réduit l'offre de liquidités sur le marché monétaire afin que les taux d'intérêt à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs restent proches du taux directeur de la BNS. Depuis l'examen de décembre, l'encours moyen des pensions de titres destinées à résorber des liquidités était de 68,5 milliards de francs, et l'encours moyen des Bons de la BNS, de 75 milliards de francs.

#### Niveau quasi inchangé des avoirs à vue à la BNS

Depuis l'examen de décembre, les avoirs à vue détenus à la BNS sont restés à peu près au même niveau. Ils atteignaient 469,2 milliards de francs en moyenne dans la semaine se terminant le 15 mars 2024 (dernière semaine avant l'examen de mars), soit un montant légèrement inférieur à celui observé la semaine finissant le 8 décembre 2023, avant l'examen de décembre (471,7 milliards). Entre l'examen de décembre et celui de mars, les avoirs à vue à la BNS se sont élevés à 473,5 milliards de francs en moyenne, dont 464,2 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 9,2 milliards pour les autres avoirs à vue.

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 21,2 milliards de francs pour la période allant du 20 novembre 2023 au 19 février 2024. Dans l'ensemble, les réserves excédant l'exigence légale s'élevaient à 446,5 milliards de francs (période précédente: 448,8 milliards), ce qui reste très élevé.

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

### Le SARON proche du taux directeur de la BNS

La Banque nationale a maintenu son taux directeur à 1,75% lors de l'examen de décembre. Le SARON, qui est le taux d'intérêt moyen au jour le jour sur le marché monétaire gagé (voir graphique 5.1), a oscillé légèrement au-dessous du taux directeur de la BNS. Mi-mars, il s'inscrivait à 1,7%.

### Faible variation des rendements à long terme

Mi-mars, le rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'inscrivait à environ 0,7%, soit plus ou moins son niveau de mi-décembre (voir graphique 5.2).

La volatilité des rendements des emprunts fédéraux a été nettement plus faible que celle des rendements des obligations d'État dans la zone euro et aux États-Unis. Cela devrait en partie être dû au fait que l'incertitude liée à l'évolution future de l'inflation et de la politique monétaire est jugée moins forte en Suisse qu'à l'étranger par les marchés.

### Courbe des rendements à peu près identique

Depuis l'examen de décembre, les anticipations portant sur l'évolution du taux directeur de la BNS et l'évaluation des risques macroéconomiques sur les marchés financiers n'ont guère varié. Mi-mars, les rendements des obligations de la Confédération, toutes échéances confondues, étaient donc à un niveau proche de leurs valeurs de mi-décembre (voir graphique 5.3).

### Relative stabilité des taux d'intérêt réels à long terme

Les taux d'intérêt réels revêtent une grande importance pour les décisions des entreprises et des ménages en matière d'épargne et d'investissement. Ils correspondent à la différence entre les taux d'intérêt nominaux et les anticipations d'inflation.

Mi-mars, les taux d'intérêt réels à long terme se situaient plus ou moins à leur niveau de mi-décembre. Cela s'explique par le fait qu'aussi bien les taux d'intérêt nominaux à long terme (voir graphique 5.3) que les anticipations d'inflation à long terme sont restés très largement stables sur cette période (voir chapitre 4).

Graphique 5.1

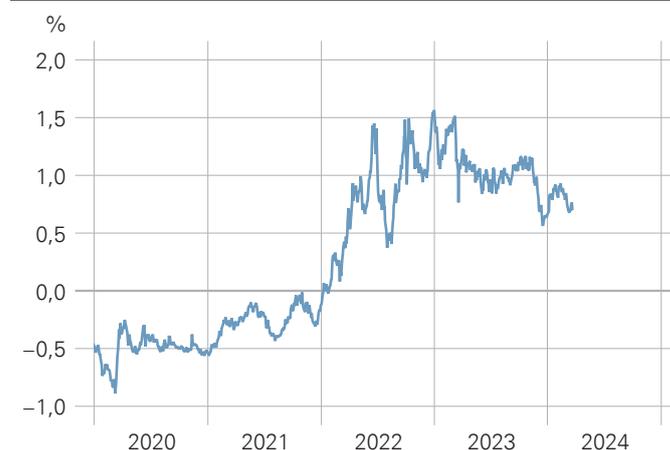
### TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET SARON



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

### RENDEMENT DES OBLIGATIONS DE LA CONFÉDÉRATION À 10 ANS

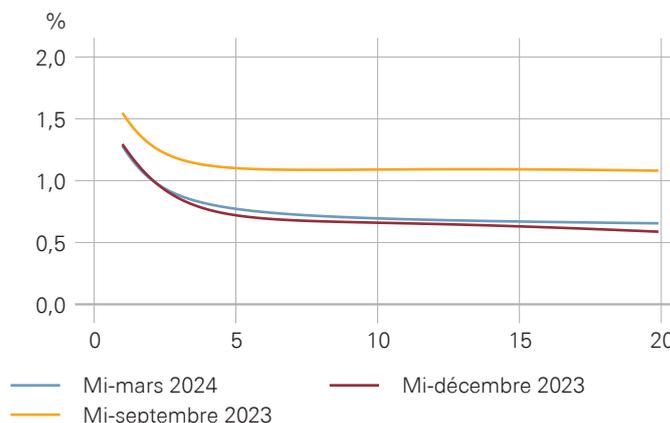


Source: BNS.

Graphique 5.3

### STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES OBLIGATIONS DE LA CONFÉDÉRATION

Durée en années (abscisse); méthode Nelson-Siegel-Svensson



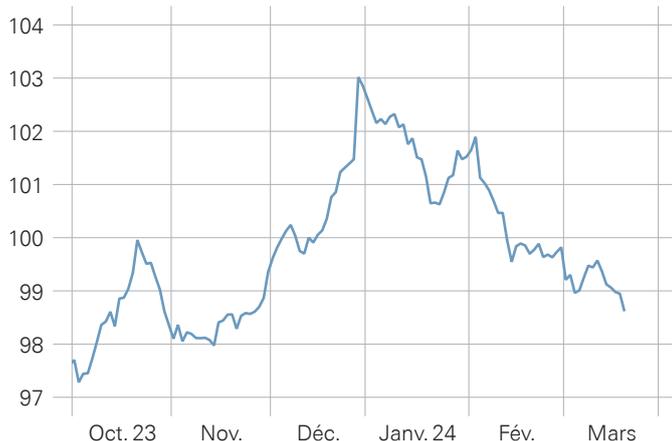
Source: BNS.

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

Source: BNS.

**VALEUR EXTÉRIÈRE NOMINALE DU FRANC**

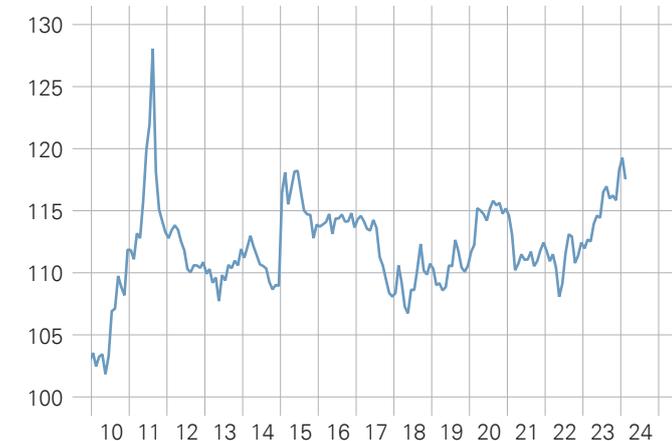
Indice, examen de décembre 2023 = 100



Source: BNS.

**VALEUR EXTÉRIÈRE RÉELLE DU FRANC**

Indice, décembre 2000 = 100



Source: BNS.

**COURS DE CHANGE****Faible baisse du franc face à l'euro et au dollar des États-Unis**

Depuis l'examen de décembre, le franc s'est légèrement déprécié face à l'euro et au dollar des États-Unis (voir graphique 5.4). Mi-mars, un euro valait 97 centimes et un dollar des États-Unis, 89 centimes.

Dans la période sous revue, le cours du franc a en grande partie reflété les variations des écarts de taux par rapport à la zone euro et aux États-Unis. Durant la deuxième quinzaine de décembre, ces écarts se sont réduits en réaction à la publication de taux d'inflation étonnamment bas à l'étranger, et au renforcement des anticipations du marché qui en a résulté quant à un assouplissement de la politique monétaire dans les grandes zones monétaires. Le franc s'est alors nettement apprécié. La tendance s'est toutefois inversée début 2024. La communication des banques centrales des grandes zones monétaires ayant amené les marchés à anticiper une politique monétaire restrictive, et les données conjoncturelles s'étant montrées solides aux États-Unis, les taux d'intérêt ont recommencé à progresser davantage à l'étranger qu'en Suisse. Il en a résulté une nouvelle accentuation des écarts de taux, qui a considérablement contribué à l'affaiblissement du franc.

**Légère baisse du cours du franc pondéré par le commerce extérieur**

À la mi-mars, après les variations parfois fortes observées pendant la période sous revue, le cours du franc pondéré par le commerce extérieur était inférieur d'environ 1% à son niveau de mi-décembre (voir graphique 5.5).

Depuis l'examen de décembre, le franc s'est globalement déprécié de 2,2% face à l'euro (pondération de près de 40% dans l'indice) et de 1,7% face au dollar des États-Unis (pondération de 17%). En outre, il a vu sa valeur diminuer d'environ 3% face à la livre sterling (pondération de 7,5%) et d'environ 1,5% face au renminbi (pondération de 8,6%). En revanche, il s'est apprécié d'un peu plus de 2% face au yen (pondération de 2,7%).

**Valeur extérieure du franc à peu près au niveau de décembre en termes réels**

L'appréciation marquée du franc en termes nominaux vers la fin de l'année 2023 s'est traduite par une hausse passagère de la valeur du franc en termes réels pondérés par le commerce extérieur. En janvier 2024, cette dernière a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis mi-2011 (voir graphique 5.6), puis a de nouveau un peu fléchi en février.

## COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

### Hausse du cours des actions suisses

Mi-mars, le Swiss Market Index (SMI) dépassait d'à peu près 4% son niveau de mi-décembre (voir graphique 5.7). Cette hausse, parallèle à l'évolution boursière observée au niveau mondial, reflétait en majeure partie les solides bénéfices des entreprises.

### Faible variation de la volatilité boursière

L'indice de volatilité calculé à partir des options sur les contrats à terme portant sur le SMI permet de mesurer l'incertitude des investisseurs en bourse (voir graphique 5.7). Mi-mars, cet indice affichait une valeur proche de celle de mi-décembre, se maintenant ainsi à un niveau historiquement bas. Depuis mi-décembre, les fluctuations de l'indice de volatilité ont été relativement faibles par rapport au trimestre précédent.

### Nouvelle hausse de la plupart des sous-indices du SPI

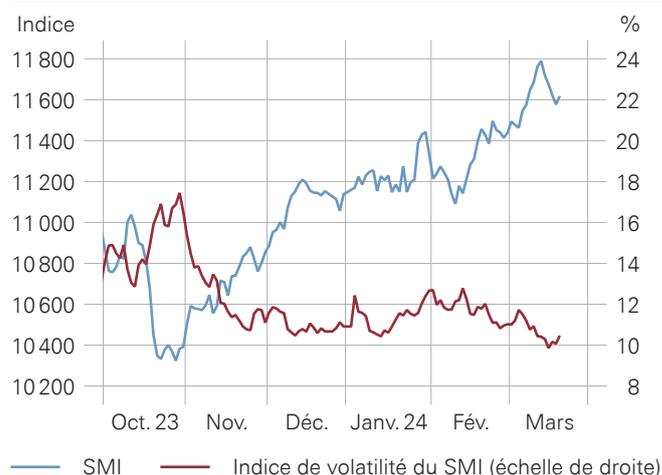
Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Presque tous les sous-indices du SPI ont augmenté depuis le dernier examen. Mi-mars, les indices boursiers des industries, des sociétés financières et des entreprises du secteur de la santé dépassaient de 4% à 9% leurs niveaux de mi-décembre, tandis que l'indice des entreprises de biens de consommation est resté plus ou moins au même niveau.

### Hausse modérée des prix de l'immobilier résidentiel

Les prix des appartements en propriété par étage et des maisons individuelles ont augmenté au quatrième trimestre 2023, mais dans l'ensemble de manière légèrement moins soutenue qu'au cours des années précédentes (voir graphique 5.9). Les prix des immeubles locatifs résidentiels (détenus notamment par des particuliers ou par des investisseurs institutionnels) ont augmenté au quatrième trimestre, mais demeuraient en baisse sur un an.

Graphique 5.7

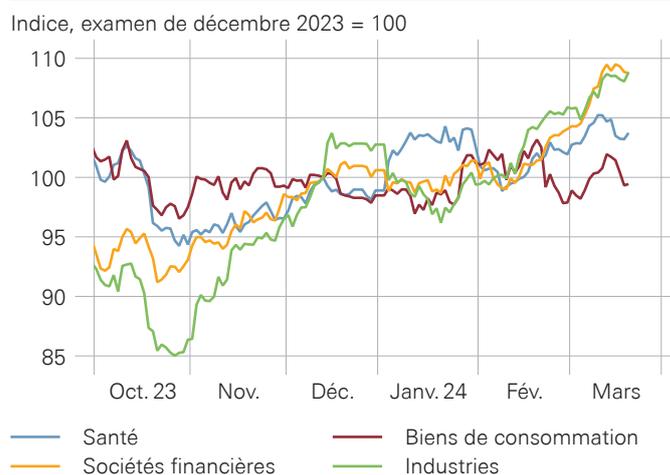
## COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.8

## SÉLECTION DE SOUS-INDICES DU SPI

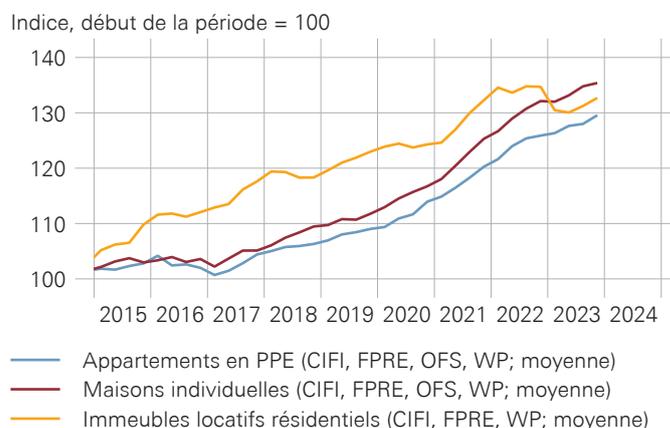


Source: SIX Swiss Exchange SA.

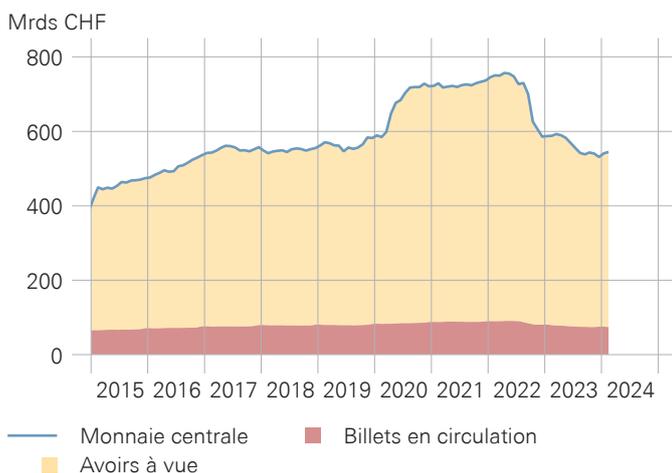
Graphique 5.9

## IMMOBILIER RÉSIDENTIEL: PRIX DE TRANSACTION

En termes nominaux (méthode hédoniste)

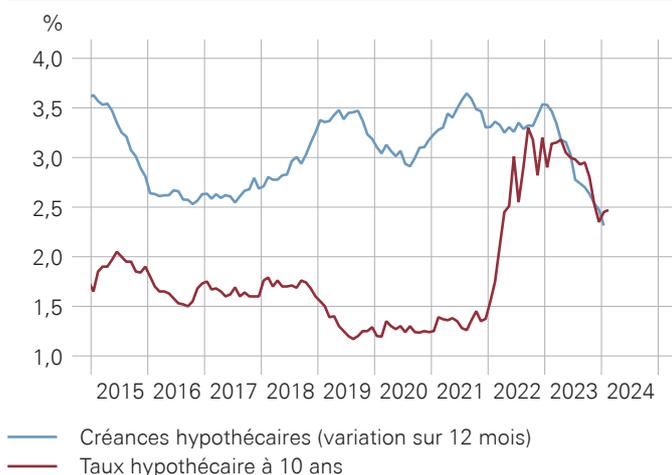


Sources: CIFI, Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE), OFS (après 2017) et Wüest Partner (WP).

**MONNAIE CENTRALE**

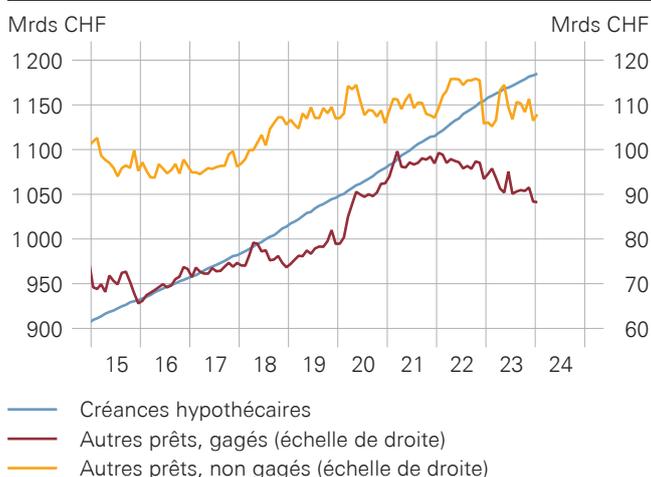
Source: BNS.

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****Relative stabilité de la monnaie centrale**

Après avoir reculé en 2023, la monnaie centrale a recommencé à légèrement augmenter début 2024. En février, elle atteignait en moyenne 544,8 milliards de francs (voir graphique 5.10), soit environ 4,5 milliards de plus qu'en novembre.

**Baisse de la monnaie au sens large**

Les taux de croissance de la monnaie au sens large sont restés négatifs au cours des trois derniers mois (voir tableau 5.1). En février, l'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions de la clientèle bancaire résidente) a diminué de 16,7% sur douze mois, après une baisse de 18,5% en novembre. L'agrégat M2 (M1 et dépôts d'épargne) a reculé de 11,9%, et l'agrégat M3 (M2 et dépôts à terme), de 2,8% sur douze mois; en novembre, ils avaient baissé de respectivement 13,4% et 3,1%.

**Affaiblissement de la croissance des créances hypothécaires**

La croissance des créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% des prêts bancaires accordés à la clientèle résidente, a poursuivi son ralentissement. Après avoir atteint plus de 3% en glissement annuel au premier semestre 2023, elle s'est établie à 2,5% au quatrième trimestre (voir tableau 5.1). Cette décélération a suivi le resserrement de la politique monétaire au cours des derniers trimestres et concerne les prêts hypothécaires accordés tant aux ménages qu'aux entreprises du secteur privé.

Au cours du second semestre 2023, les taux publiés des prêts hypothécaires à taux fixe ont sensiblement baissé, à l'instar des taux d'intérêt du marché des capitaux. Le taux des prêts hypothécaires à dix ans est passé de plus de 3% mi-2023 à environ 2,5% en février 2024 (voir graphique 5.11). En revanche, les taux hypothécaires basés sur le marché monétaire se sont maintenus à 2,7% depuis juin 2023.

**Recul des autres prêts**

Les autres prêts évoluent de façon nettement plus volatile que les créances hypothécaires (voir graphique 5.12). Pour le quatrième trimestre 2023, ils ont baissé de 4,5% sur une base annualisée.

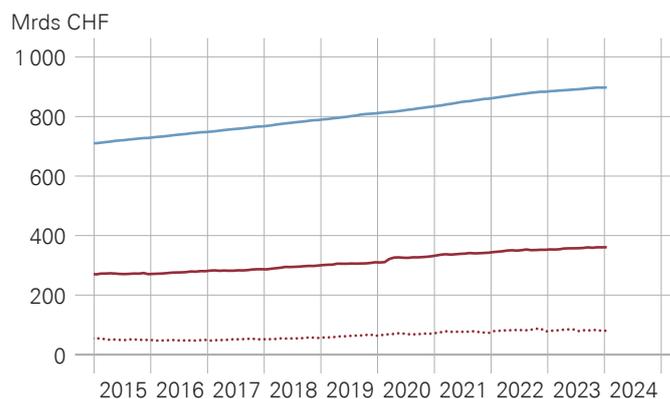
Le volume des autres prêts gagés n'a cessé de diminuer depuis début 2022 en raison des remboursements de prêts Covid-19 pour un montant de 10,4 milliards de francs. Fin février, l'encours restant des prêts Covid-19 était estimé à environ 5,3 milliards de francs. Le volume des autres prêts non gagés est demeuré largement stable depuis 2020, les fluctuations reflétant essentiellement l'évolution des autres prêts accordés aux sociétés financières.

### Croissance du crédit par secteur

Les prêts bancaires aux ménages et aux entreprises ont continué de progresser en glissement annuel (voir graphique 5.13). Fin janvier 2024, les prêts aux ménages avaient augmenté de 12,6 milliards de francs (+1,4%) sur douze mois, ceux aux sociétés non financières, de 7,4 milliards (+2,1%), et ceux aux sociétés financières, de 1,1 milliard de francs (+1,4%).

Graphique 5.13

### PRÊTS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



— Ménages — Sociétés privées non financières  
 ..... Sociétés privées financières

Source: BNS.

Tableau 5.1

### AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Variation sur 12 mois, en %

	2023	2023				2023	2024	
		T1	T2	T3	T4	Déc.	Jan.	Fév.
<b>M1</b>	-13,6	-7,1	-12,2	-17,5	-17,9	-17,4	-17,0	-16,7
<b>M2</b>	-10,2	-5,8	-9,3	-12,8	-13,0	-12,4	-12,1	-11,9
<b>M3</b>	-1,5	-0,1	-0,9	-2,2	-2,6	-2,0	-2,1	-2,8
<b>Prêts bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	1,8	2,2	2,0	1,5	1,5	1,8	1,6	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	3,0	3,4	3,1	2,7	2,5	2,5	2,3	
Ménages <sup>2,3</sup>	2,1	2,6	2,3	1,9	1,8	1,7	1,6	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	5,2	5,7	5,5	5,1	4,7	4,6	4,3	
Autres prêts <sup>1,3</sup>	-4,6	-4,4	-4,0	-5,3	-4,5	-2,2	-2,2	
gagés <sup>1,3</sup>	-5,2	-3,8	-5,4	-5,6	-6,0	-5,4	-6,7	
non gagés <sup>1,3</sup>	-4,0	-5,0	-2,9	-5,1	-3,3	0,6	1,7	

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

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs résidents, 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 la modification de leur méthode de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués sur le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

---

# Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS  
avec les entreprises

## 1<sup>er</sup> trimestre 2024

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les  
informations recueillies auprès de décideuses et décideurs  
économiques de toute la Suisse. La BNS analyse ces  
informations, puis les interprète sous une forme agrégée.  
Au total, 242 entretiens ont eu lieu avec des représentantes  
et représentants d'entreprises entre le 16 janvier et le 5 mars.

### Régions

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

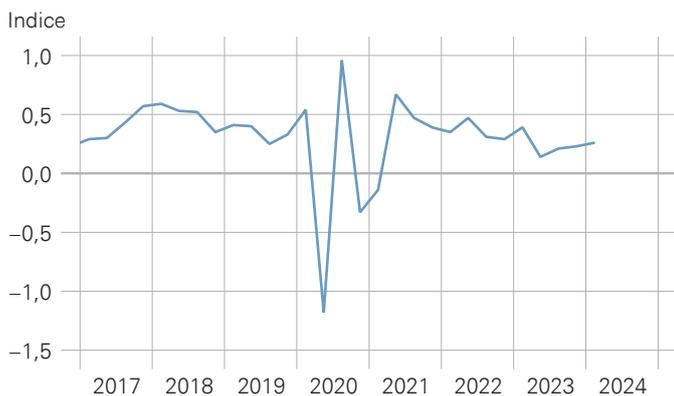
### Déléguées et délégués

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

## L'essentiel en bref

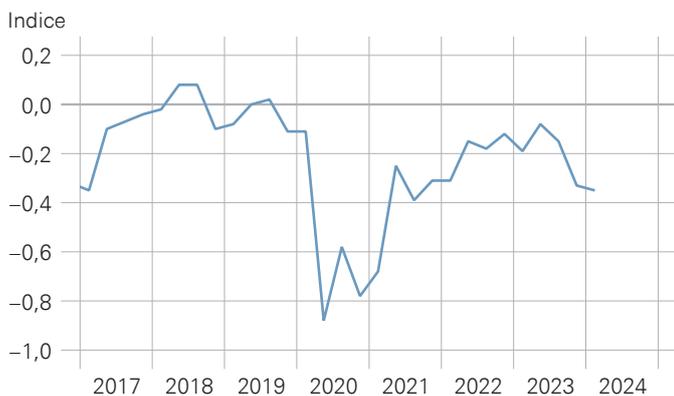
---

- L'économie suisse enregistre une progression modérée au premier trimestre. Les services et la construction soutiennent la croissance. En revanche, l'industrie continue de stagner.
- Dans les services, les effectifs restent justes malgré des difficultés de recrutement moindres. L'utilisation de l'infrastructure est pratiquement normale. Par contre, les entreprises industrielles ne parviennent pas à utiliser leur main-d'œuvre et leurs capacités techniques de manière suffisante.
- La faiblesse persistante de la demande mondiale est la source principale de préoccupation de l'industrie. Par ailleurs, les entreprises industrielles sont de plus en plus nombreuses à considérer le cours de change comme une difficulté. Elles ne voient plus guère de marge de manœuvre au niveau de la fixation des prix, ce qui met les marges sous pression.
- Les perspectives sont meilleures. Le secteur des services table sur une poursuite de la croissance robuste, et l'industrie s'attend à renouer avec des chiffres d'affaires en hausse.

**CHIFFRES D'AFFAIRES**

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

Source: BNS.

**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 à la normale, et les valeurs négatives, une utilisation inférieure.

Source: BNS.

**SITUATION ACTUELLE****Marché des affaires robuste dans les services et la construction, stagnation dans l'industrie**

Au premier trimestre, l'économie suisse connaît une progression modérée dans l'ensemble (voir graphique 1). Les services et la construction affichent une forte croissance. Dans l'industrie, en revanche, les chiffres d'affaires continuent de stagner. Les carnets de commandes, qui étaient encore largement remplis un an auparavant, le sont beaucoup moins, et les nouvelles commandes tardent souvent à venir. Certaines entreprises continuent de remarquer que la demande, déjà faible, est également bridée par les réductions de stocks. Les clients des pays européens voisins notamment hésitent à commander. Les ventes à destination de la Chine restent également compliquées pour un grand nombre d'entreprises. En revanche, le rythme de croissance aux États-Unis est toujours considéré comme positif dans l'ensemble. Par ailleurs, plusieurs entreprises voient dans l'Inde, qui représente un marché en plein essor, un débouché porteur.

**Sous-utilisation des capacités techniques, surtout dans l'industrie**

L'utilisation des capacités techniques est en léger recul et s'établit dans l'ensemble à un niveau inférieur à la normale (voir graphique 2). Dans l'industrie, surtout, la persistance d'une demande modérée se traduit par une faible utilisation des capacités. Dans les services, en revanche, la grande majorité des entreprises font état d'une utilisation normale de l'infrastructure. Les autres n'observent qu'une légère sous-utilisation, généralement due à des surfaces de bureau un peu trop grandes. Dans la construction, l'utilisation des capacités est fluctuante en dépit d'une progression de la demande solide dans l'ensemble. Ces variations sont dues entre autres à des retards dans l'octroi de permis de construire ou dans la planification de projets de grande envergure.

### Réduction de la pénurie de main-d'œuvre et recrutement plus facile

La pénurie de main-d'œuvre continue de s'atténuer (voir graphique 3). Tandis que les entreprises des services et de la construction jugent toujours leurs effectifs un peu trop faibles, de nombreuses entreprises industrielles les considèrent trop importants. Les contrats conclus avec la main-d'œuvre temporaire sont rarement prolongés, et certaines entreprises déposent des demandes de chômage partiel. Les licenciements de personnel spécialisé sont toutefois évités dans la mesure du possible.

Les difficultés de recrutement sont également moindres. Les entreprises parviennent en général à trouver de la main-d'œuvre peu spécialisée en déployant les efforts habituels. Certaines entreprises indiquent par ailleurs que des postes qui étaient vacants depuis longtemps ont pu être pourvus grâce à l'arrivée de nouvelles personnes en recherche d'emploi à la suite de compressions de personnel dans des groupes technologiques internationaux et de l'intégration du Credit Suisse dans UBS. Cela concerne par exemple des emplois dans la gestion de fortune ainsi que, dans quelques cas, des postes d'experts en technologies de l'information. La main-d'œuvre spécialisée dans les métiers d'ingénieurs et dans différentes professions artisanales reste difficile à recruter.

### Marges bénéficiaires robustes, sauf dans l'industrie

Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires se maintiennent à un niveau robuste (voir graphique 4). Les disparités entre les secteurs sont toutefois considérables. Dans l'industrie, les marges sont soumises à des pressions, principalement en raison de la sous-utilisation persistante des capacités de production. En outre, les entreprises industrielles considèrent de plus en plus le cours de change du franc comme une difficulté. Son impact vient s'ajouter à la faiblesse de la demande, ainsi qu'à la pression sur les prix qui y est liée. Dans les services et dans la construction, en revanche, le niveau des marges reste solide.

La plupart des entreprises jugent toujours confortable leur situation en termes de liquidités. Cela vaut également pour l'industrie, en dépit de la conjoncture difficile. Certaines entreprises industrielles profitent de la marche des affaires florissante des années précédentes.

Graphique 3

### NIVEAU DES EFFECTIFS

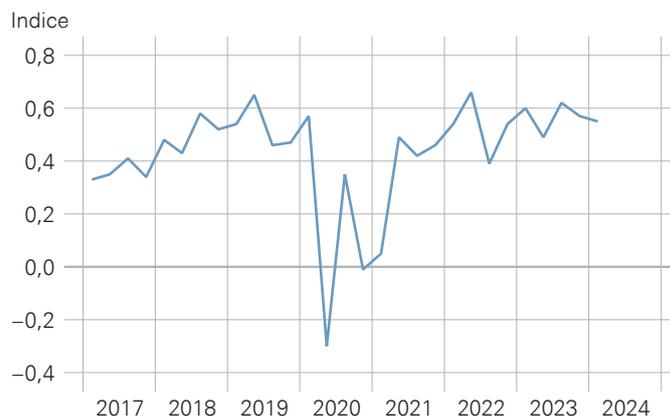


Évaluation du niveau des effectifs. Les valeurs positives indiquent des sous-effectifs, et les valeurs négatives, des sureffectifs.

Source: BNS.

Graphique 4

### MARGES DES ENTREPRISES



Jugement porté par les entreprises sur leurs marges. Les valeurs positives indiquent des marges confortables, les valeurs négatives, des marges inconfortables.

Source: BNS.

## ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

### Faiblesse persistante dans l'industrie

Dans de larges pans de l'industrie, les chiffres d'affaires stagnent. Les fabricants de biens d'équipement notamment, comme les constructeurs de machines, sont confrontés à une faible demande globale. L'industrie horlogère enregistre également un net ralentissement. Les ventes à destination de la Chine sont particulièrement décevantes. En outre, les fabricants de biens de consommation observent peu d'impulsions. Néanmoins, certains produits suisses haut de gamme jouissent toujours d'une popularité croissante sur les marchés d'outre-mer.

La technologie médicale et la branche pharmaceutique connaissent un léger regain de vigueur. De plus, la demande de biens destinés au trafic ferroviaire, à l'aviation et à l'armement s'est encore accrue. Certaines entreprises cherchent par conséquent des possibilités de s'orienter vers ces segments de clientèle. La construction reste elle aussi un donneur d'ordres stable, en particulier pour l'industrie de transformation du bois.

### Croissance modérée dans le commerce et la logistique

Le commerce de détail enregistre une solide demande pour les denrées alimentaires et d'autres biens de consommation courante. L'année passée, les clients avaient tendance à se reporter sur des gammes de produits meilleur marché en raison de la perte de pouvoir d'achat. Cette tendance perdure, mais ne s'amplifie pas. La vente de biens de consommation durables, comme l'habillement, les articles de sport ou l'électronique, reste assez difficile tant pour le commerce traditionnel que pour les boutiques en ligne.

Dans le commerce automobile, l'évolution timide de la demande, notamment imputable à la hausse des taux de leasing, et la détente de la situation en matière de livraisons exercent une forte pression sur les prix. Les clients optent de plus en plus pour des véhicules d'entrée de gamme plutôt que pour des véhicules de milieu de gamme, ce qui se reflète dans les chiffres de vente assez faibles des modèles électriques. En revanche, la demande de véhicules haut de gamme reste élevée.

Dans le commerce de gros et dans la logistique, la situation est variable. D'une part, la faiblesse de l'industrie et le rythme de croissance modéré du commerce en ligne ont pour effet de réduire les volumes des échanges et de transport. D'autre part, la réduction des stocks semble toucher à sa fin dans certains secteurs industriels, soutenant ainsi le volume des échanges.

### Résultats positifs dans le tourisme, peu d'impulsions dans la restauration

L'hôtellerie et les sociétés de remontées mécaniques se montrent majoritairement très satisfaites de l'utilisation de leur infrastructure et de leur situation bénéficiaire. Les entreprises de tourisme à vocation internationale profitent d'une solide évolution de la demande, notamment de la

part de voyageurs venant des États-Unis, d'Asie du Sud-Est et d'Inde. En outre, le nombre d'hôtes en provenance de Chine et du Japon augmente de nouveau. Il s'agit plutôt de voyages individuels, le nombre de voyages organisés n'ayant, pour sa part, pas encore retrouvé son niveau d'avant la pandémie. Les touristes suisses se révèlent être également un soutien important pour le tourisme. En revanche, le nombre d'hôtes provenant de pays européens connaît une progression modérée. Les entreprises attribuent en partie cette évolution à la faiblesse de l'euro.

Dans la restauration, les impulsions franchement favorables font défaut. Les conséquences de la baisse du pouvoir d'achat se font toujours sentir ponctuellement. En outre, les réservations en vue de l'organisation d'événements d'entreprises sont jugées modérées.

### Marché des affaires robuste dans le secteur financier et dans les TIC

La marche des affaires dans le secteur financier reste robuste. Les banques profitent d'opérations d'intérêts lucratives. La croissance du domaine des opérations de commissions et des prestations de services est favorisée par une évolution globalement positive des revenus de la gestion de fortune et d'autres prestations, comme les opérations de cartes de crédit.

Dans la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC), la demande progresse fortement dans l'ensemble. Les investissements dans la cybersécurité, la numérisation et l'intelligence artificielle restent des moteurs de croissance importants. D'une manière générale, la demande est davantage axée sur les réductions de coûts que sur les innovations proprement dites; les technologies permettant d'optimiser les processus sont donc particulièrement recherchées. Les entreprises privées, mais aussi les institutions publiques, sont souvent tributaires du soutien de prestataires externes pour ces technologies. En raison d'une certaine amélioration de la disponibilité des spécialistes, les entreprises de conseil ont davantage de facilité à accroître leurs effectifs et pourront ainsi traiter davantage de mandats à l'avenir.

### Solide utilisation des capacités de production dans la construction

Les entreprises de construction enregistrent une hausse marquée de la demande en dépit de fortes fluctuations de l'utilisation des capacités dues à des retards dans l'octroi de permis de construire ou dans la planification. Les pouvoirs publics constituent un soutien important, notamment en ce qui concerne les activités d'entretien et de développement de l'infrastructure de transport. En outre, les besoins en rénovation énergétique restent importants, dans la construction de bâtiments tant résidentiels que commerciaux. D'une manière générale, la construction de logements profite d'une demande robuste bien que les obstacles réglementaires, la hausse des taux d'intérêt et la persistance de coûts de construction élevés soient perçus comme des freins.

### Éclaircissement des perspectives commerciales

Les perspectives commerciales se sont éclaircies. Pour les deux prochains trimestres, les entreprises s’attendent dans l’ensemble à une solide hausse des chiffres d’affaires (voir graphique 5). Cela vaut notamment pour les services. Dans l’industrie, de premiers signes timides d’amélioration sont observés, surtout par les entreprises qui, traditionnellement, voient les fluctuations conjoncturelles se répercuter tôt dans la demande. Certaines entreprises remarquent que la fin des réductions de stocks se dessine chez leurs clients, ce qui devrait stimuler la demande. En outre, quelques-unes indiquent que les taux d’intérêt pourraient bientôt baisser aux États-Unis et en Europe. Néanmoins, rares sont celles qui s’attendent à un sensible redressement de la conjoncture dès les prochains mois. La situation économique en Europe reste préoccupante. Toutefois, les entreprises comptent également sur des produits novateurs et de meilleures stratégies de distribution pour gagner des parts de marché et augmenter ainsi de nouveau le volume des ventes.

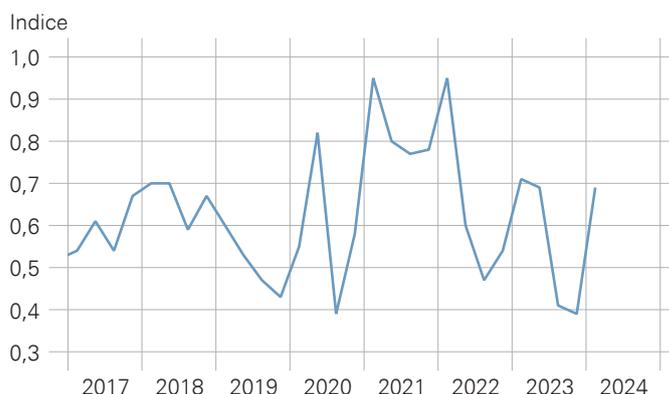
S’agissant des projets d’investissement, les entreprises restent prudentes. Les besoins d’investissements dans l’automatisation et dans l’infrastructure informatique restent élevés et la tendance à investir dans des technologies durables présentant une bonne efficacité énergétique reste forte. Cependant, dans l’industrie surtout, de nombreuses entreprises viennent tout juste de mener à terme de gros projets d’investissement et vont attendre avant d’aborder de nouvelles étapes de développement compte tenu de la faible utilisation des capacités.

De nouveaux renforcements des effectifs sont prévus en général (voir graphique 6). Néanmoins, cela concerne presque exclusivement les entreprises des services. Les entreprises industrielles s’abstiennent de recruter du personnel et utilisent parfois les fluctuations naturelles pour réduire leurs effectifs.

En raison de la baisse du renchérissement et de la légère détente observée sur le marché du travail, les entreprises comptent sur un fléchissement de la progression des salaires. Actuellement, elles tablent ainsi sur une hausse des salaires de 2,1% en moyenne pour cette année, contre 2,3% l’année précédente. Pour l’année 2025, elles anticipent de nouveau un léger ralentissement, avec une progression inférieure à 2%.

Graphique 5

### ÉVOLUTION ATTENDUE DES CHIFFRES D’AFFAIRES

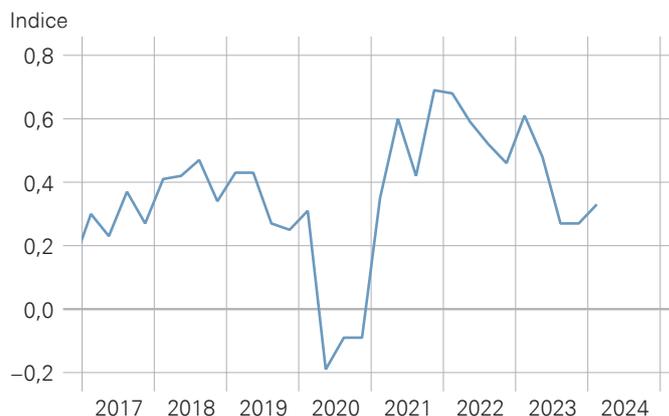


Évolution attendue des chiffres d’affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 6

### ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS



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

Source: BNS.

Graphique 7

## ÉVOLUTION ATTENDUE DES PRIX D'ACHAT ET DE VENTE

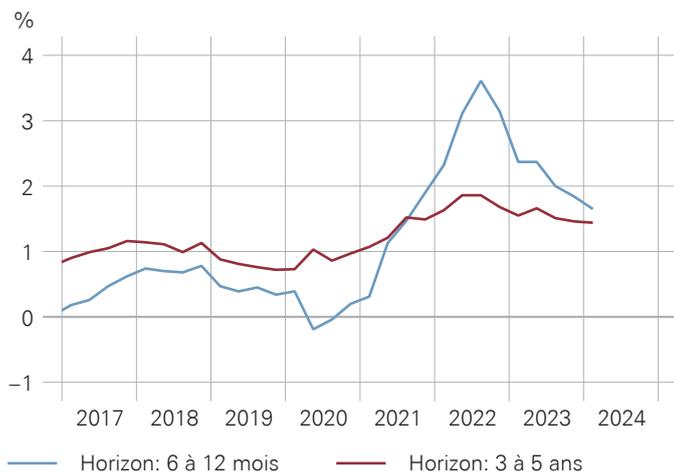


Évolution attendue des prix dans les 12 mois suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation, et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 8

## ANTICIPATIONS D'INFLATION



Source: BNS.

## À propos des Signaux conjoncturels

Les déléguées et délégués de la BNS mènent plus de 200 entretiens trimestriels avec des membres de la direction d'entreprises. Ces entreprises 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 et changent 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

## Stabilité des prix d'achat et de vente

Pour les deux prochains trimestres, la majorité des entreprises s'attendent à ce que les prix stagnent ou n'évoluent que de façon modérée (voir graphique 7). Dans les services, les entreprises misent plutôt sur des prix d'achat et de vente en légère hausse tandis que dans l'industrie, elles ont tendance à tabler sur une légère baisse des prix d'achat et sur une stabilisation des prix de vente. Malgré la faible utilisation des capacités, les entreprises industrielles essaient d'éviter les réductions de prix. Peu d'entre elles voient une marge de manœuvre pour augmenter leurs prix. Cela vaut également pour les entreprises exportatrices, qui ont dû relever leurs prix en monnaie étrangère pour maintenir leurs marges à un niveau constant, en raison de l'appréciation du franc. Les perturbations du trafic maritime international dues aux attaques de navires marchands en mer Rouge ont eu peu d'impact sur les anticipations de prix des entreprises jusqu'ici.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les déléguées et délégués interrogent également les responsables d'entreprises 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 encore légèrement reculé. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 1,6% en moyenne, contre 1,8% au trimestre précédent (voir graphique 8). Les anticipations pour les trois à cinq prochaines années sont restées quasiment inchangées et se situent à 1,4%.

permettent de répartir une partie des informations qualitatives obtenues sur une échelle quantitative. 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). Les valeurs indiquées correspondent à une moyenne des résultats de l'ensemble des entreprises visitées.

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



---

# Chronique monétaire

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

Lors de l'examen du 21 mars de la situation économique et monétaire, la BNS abaisse son taux directeur à 1,5%. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS, et au-delà de ce seuil, au taux de 1%. La Banque nationale reste par ailleurs disposée à être active au besoin sur le marché des changes. La décision de la BNS tient compte de l'atténuation de la pression inflationniste et de l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année écoulée. En outre, elle soutient la croissance. Cet assouplissement permet donc de garantir que les conditions monétaires demeurent appropriées. La Banque nationale continuera d'observer attentivement l'évolution du renchérissement et, si nécessaire, adaptera à nouveau sa politique monétaire afin de maintenir à moyen terme l'inflation dans la plage de stabilité des prix.

Mars 2024

Lors de l'examen du 14 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient son taux directeur à 1,75%. La pression inflationniste s'est certes légèrement atténuée durant le dernier trimestre, mais l'incertitude reste forte. C'est pourquoi la Banque nationale continuera d'observer attentivement la situation et adaptera si nécessaire sa politique monétaire afin que l'inflation à moyen terme reste dans la plage de stabilité des prix. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS restent rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part des avoirs dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 1,25%, soit au taux directeur de la BNS minoré comme jusqu'ici de 50 points de base. La Banque nationale est par ailleurs disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Toutefois, elle ne considère plus les ventes de devises comme prioritaires.

Décembre 2023

Lors de l'examen du 21 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient son taux directeur à 1,75%. Le resserrement important de la politique monétaire au cours des derniers trimestres permet de contrer la pression inflationniste persistante. La BNS n'exclut pas qu'un nouveau relèvement de taux devienne nécessaire pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. La Banque nationale est en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires appropriées. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS restent rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part des avoirs dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 1,25%, soit au taux directeur de la BNS minoré comme jusqu'ici de 50 points de base.

Septembre 2023

Lors de l'examen du 22 juin de la situation économique et monétaire, la BNS poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève de 25 points de base son taux directeur pour le porter à 1,75%. Elle contre ainsi la pression inflationniste, qui s'est à nouveau accentuée à moyen terme. Afin de garantir des conditions monétaires appropriées, la Banque nationale reste en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Les avoirs à vue des banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part des avoirs dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 1,25%, soit au taux directeur de la BNS minoré comme jusqu'ici de 50 points de base.

Juin 2023

# 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.
Bons de la BNS	Titres de créance en francs émis par la Banque nationale et productifs d'intérêts, qui permettent de résorber temporairement des → liquidités sur le marché monétaire. Le premier appel d'offres a eu lieu à l'automne 2008. Le montant adjudgé à une banque lors de l'émission de Bons de la BNS est prélevé sur son compte de virement auprès de la Banque nationale et inscrit au passif du bilan de la BNS au poste Propres titres de créance. Les Bons de la BNS ont une durée de douze mois au maximum. Ils sont éligibles pour les → pensions de titres, dans le cadre desquelles ils peuvent servir de → garantie.
Capital	1. Moyens de financement (→ fonds propres et → fonds de tiers). 2. → Facteurs de production (par exemple machines).
Commerce de transit	Opération par laquelle une entreprise résidente achète des biens hors de son territoire économique et les revend à un non-résident sans leur faire subir de transformation ni les faire passer par son pays de résidence.
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	Écart 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 État, à savoir découlant de la fourniture de biens et services aux personnes résidant sur son territoire ( 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	Élément de la politique monétaire d'une banque centrale consistant à annoncer un objectif en termes de rendement des obligations d'État 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'État. 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. Également 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. À 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.
Déléguées et délégués aux relations avec l'économie régionale	Représentantes et 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 déléguées et délégués sont assistés par des conseils consultatifs régionaux. La BNS a des représentations dans les villes de Bâle, Berne, Genève, Lausanne, Lucerne, Lugano, Saint-Gall et 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.
Données corrigées des événements sportifs	Données pour lesquelles la → création de valeur résultant des grands événements sportifs est répartie de manière homogène avant, pendant et après l'année où l'événement a eu lieu. Les corrections apportées concernent le → PIB, les données de la branche des arts et spectacles ainsi que les exportations et importations de services. Les données corrigées des événements sportifs fournissent une appréciation plus précise de la situation conjoncturelle, dans la mesure où les effets périodiques à la hausse ou à la baisse des grands événements sportifs sont lissés.
Écart 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).
Écart de taux	Écart 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.
Équivalents 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 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 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 HP	→ Filtre de Hodrick-Prescott
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 des prix à la consommation (IPC)	Indice, calculé en Suisse par l'Office fédéral de la statistique, mesurant l'évolution moyenne des prix des biens et services consommés par les ménages. 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). L'OFS1 calculé par l'Office fédéral de la statistique laisse ainsi de côté l'énergie, les carburants, les produits alimentaires non transformés et les biens et services saisonniers. La TM15 établie par la BNS exclut quant à elle 15% des biens et services de l'IPC à chaque extrémité de la dispersion pour ce qui est du taux de variation annuel.
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.
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 influer 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. À ne pas confondre avec la → monnaie centrale.
Monnaie centrale	Somme des billets en circulation et des → avoirs à vue détenus par les banques commerciales résidentes auprès de la BNS, aussi appelée M0 ou «base monétaire».
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'État	Titre de créance émis par une collectivité de droit public.
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.
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.
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 suisse sert à calculer l'→ indice 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 piloter le niveau des → liquidités sur le → marché monétaire. La BNS peut ainsi injecter des liquidités (prise en pension de titres), ou en résorber (mise en pensions de titres).
PMI de l'industrie	(Abréviation de <i>purchasing managers index</i> , 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 État met en œuvre par l'intermédiaire de ses recettes et dépenses pour influer 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 excédentaires	Part des → avoirs à vue détenus par les banques auprès de la BNS qui excède le montant des → réserves minimales.
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 déterminer le → seuil de rémunération des banques résidentes.
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.
Seuil de rémunération	Niveau des → avoirs à vue d'une banque jusqu'auquel le → taux directeur de la BNS s'applique lorsque ce dernier est égal ou supérieur à 0%. La part des avoirs à vue dépassant ce seuil est rémunérée à un taux réduit. Les avoirs à vue que les banques détiennent pour satisfaire aux exigences en matière de → réserves minimales ne sont pas rémunérés. Le seuil est supérieur ou égal à zéro franc. Pour les banques résidentes, il est égal à la moyenne du montant des → réserves minimales requises des trois dernières années, multipliée par le coefficient en vigueur du seuil.
Stabilité des prix	Situation dans laquelle l'→ inflation mesurée par l'→ indice des prix à la consommation est inférieure à 2%, sans pour autant qu'il y ait → déflation (définition de la BNS).
Stabilité financière	État 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 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 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	→ Instrument de politique monétaire que la BNS a appliqué de janvier 2015 à septembre 2022 aux avoirs à vue qui dépassaient un certain montant exonéré. Le taux d'intérêt négatif était 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 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 gagé proches de son taux directeur. Le → SARON est le plus représentatif de ces taux.
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.



### Éditeur

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 58 631 11 50  
Courriel: 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), News et publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)  
allemand: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), News & Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)  
anglais: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), News & Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)  
italien: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Notizie e 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'utilisatrice ou à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter les droits d'auteur y afférents et de se procurer personnellement, 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 2024





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

