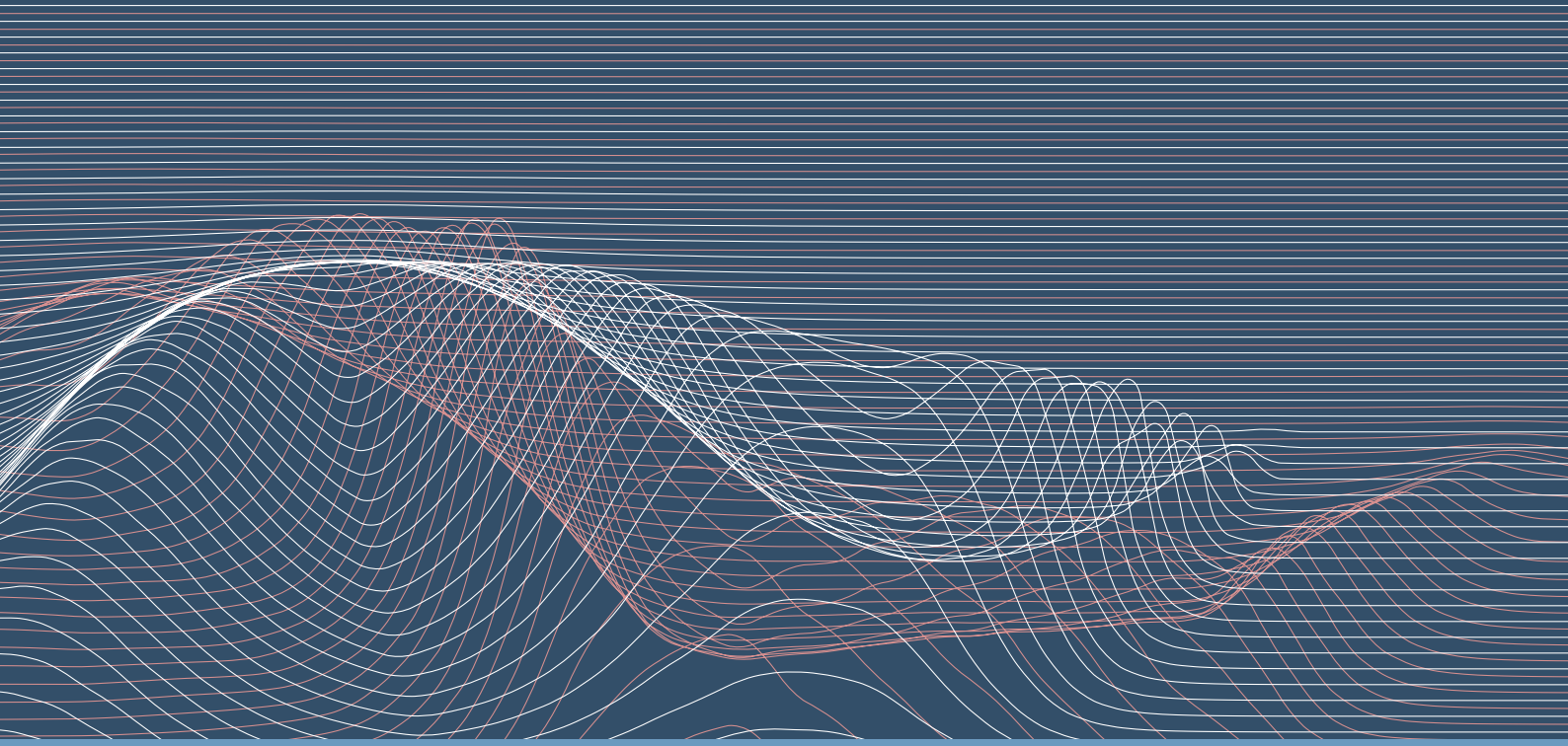


# Bulletin trimestriel
## 1/2017 Mars

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

# Bulletin trimestriel
# 1/2017 Mars

35e année

# Table des matières


| | | Page |
|---|---|---|
| | **Rapport sur la politique monétaire** | **4** |
| 1 | Décision de politique monétaire du 16 mars 2017 | 5 |
| | Stratégie de politique monétaire de la BNS | 6 |
| 2 | Conditions-cadres de l'économie mondiale | 7 |
| 3 | Evolution économique en Suisse | 13 |
| 4 | Prix et anticipations d'inflation | 18 |
| 5 | Evolution monétaire | 21 |
| | **Tendances conjoncturelles** | **28** |
| | **Nouvel indice de cours de change de la BNS** | **32** |
| | **Chronique monétaire** | **36** |

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2017 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 16 mars 2017) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 16 mars 2017. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

# 1 Décision de politique monétaire du 16 mars 2017

**La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste**

La Banque nationale suisse (BNS) maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à –0,75%, et la marge de fluctuation du Libor à trois mois demeure comprise entre –1,25% et –0,25%. La BNS continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. La politique monétaire expansionniste de la BNS a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique. Le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la Banque nationale à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc.

Pour les prochains trimestres, la BNS a légèrement corrigé vers le haut sa prévision d'inflation conditionnelle par rapport à celle de décembre. L'augmentation du prix du pétrole, en particulier, contribue à la hausse de l'inflation à court terme. A plus long terme, toutefois, la prévision d'inflation conditionnelle a été revue quelque peu à la baisse. Pour 2017, elle s'inscrit à 0,3%, contre 0,1% dans la prévision de décembre 2016. Pour 2018, la BNS s'attend à un taux d'inflation de 0,4%, après 0,5% en décembre. Pour 2019, la prévision est de 1,1%. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à –0,75% pendant les trois prochaines années.

Au quatrième trimestre 2016, l'économie mondiale a évolué conformément aux attentes. Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté une nouvelle fois vigoureusement. Le marché du travail a renoué avec le plein emploi, et le renchérissement se rapproche de l'objectif d'inflation de la Réserve fédérale. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a décidé, le 15 mars, de relever à nouveau ses taux directeurs de 25 points de base. Les autres grandes zones économiques ont enregistré elles aussi une évolution conjoncturelle favorable au quatrième trimestre. Dans la zone euro, au Japon et en Chine, les taux de croissance ont été très encourageants. Au Royaume-Uni, la croissance économique a surpris une fois encore par sa vigueur.

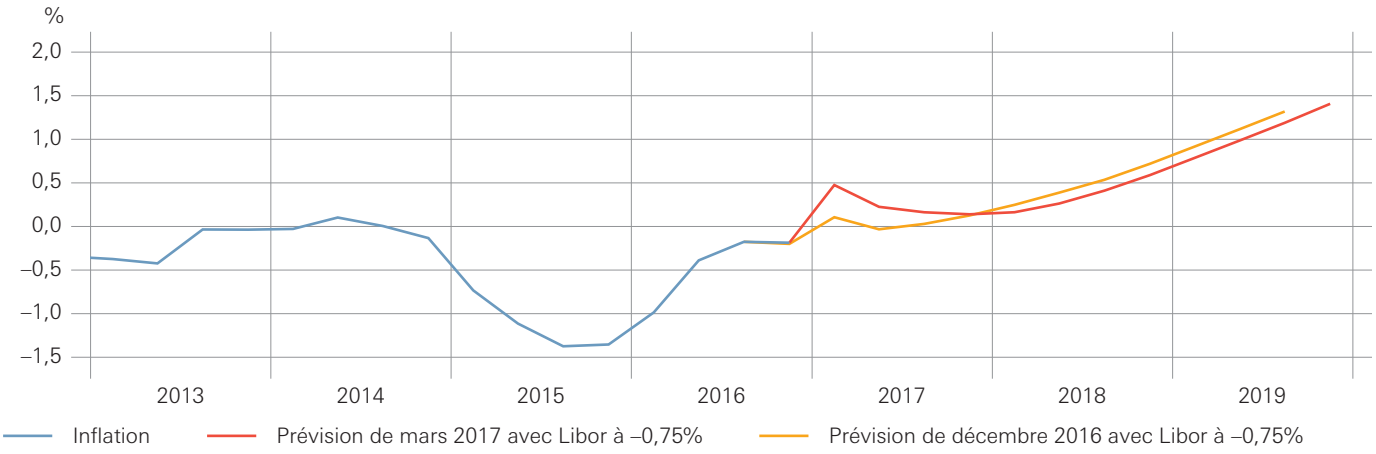
Les indicateurs disponibles en début d'année laissent présager que la conjoncture mondiale continuera de s'améliorer. On observe notamment une reprise du côté de l'industrie et du commerce international. La BNS s'attend à ce que la conjoncture mondiale évolue toujours positivement en 2017. Néanmoins, son scénario de base reste entaché de risques considérables. Les incertitudes politiques en rapport avec l'orientation que prendra la politique économique aux Etats-Unis, les élections qui se tiendront en Europe et les négociations complexes concernant la sortie du Royaume-Uni de l'UE sont actuellement au centre des préoccupations.

En Suisse, la croissance du PIB au quatrième trimestre a été inférieure aux attentes. Selon les premières estimations trimestrielles, le PIB n'a progressé que de 0,3% en termes annualisés, comme au troisième trimestre. En revanche, une analyse plus large des indicateurs conjoncturels disponibles signale la poursuite d'une reprise modérée durant les derniers mois de l'année. Les

Graphique 1.1

**PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2017**

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




Source: BNS.

développements sur le marché du travail confirment cette interprétation. Si le taux de chômage corrigé des variations saisonnières est resté stable, le nombre de chômeurs a quelque peu diminué depuis août 2016. Les résultats des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec les entreprises reflètent eux aussi une légère amélioration de l'économie.

Eu égard à l'évolution favorable de la conjoncture internationale, les perspectives pour l'année en cours sont modérément positives en ce qui concerne l'économie suisse. Dans l'ensemble, la BNS continue à tabler sur une progression du PIB d'environ 1,5% en 2017. Toutefois, de grandes incertitudes pèsent toujours sur les prévisions pour la Suisse du fait des risques au niveau mondial.

Au quatrième trimestre 2016, la croissance des prêts hypothécaires est restée à peu près stable, à un niveau relativement bas. Par ailleurs, la dynamique des prix s'est encore atténuée dans l'immobilier résidentiel. Des déséquilibres subsistent toutefois sur les marchés hypothécaire et immobilier. La BNS continue à observer attentivement les développements sur ces marchés et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

**Stratégie de politique monétaire de la BNS**

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

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois pour le franc.

Tableau 1.1

**INFLATION OBSERVÉE, MARS 2017**

| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 | | | | 2016 | | | | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Inflation | –0,4 | –0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | –0,1 | –0,7 | –1,1 | –1,4 | –1,4 | –1,0 | –0,4 | –0,2 | –0,2 | 0,0 | –1,1 | –0,4 |

**PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2017**

| | 2016 | | | | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | | | | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Prévision de décembre 2016, avec Libor à –0,75% | | | | –0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 1,1 | 1,3 | | 0,1 | 0,5 | |
| Prévision de mars 2017, avec Libor à –0,75% | | | | | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 0,3 | 0,4 | 1,1 |

Source: BNS.

# 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La progression de l'économie mondiale au dernier trimestre 2016 était conforme aux attentes. Dans de nombreux pays, la demande intérieure a encore soutenu sensiblement la croissance. Les indicateurs disponibles début 2017 reflétaient une nouvelle amélioration de la conjoncture mondiale. En particulier, l'activité industrielle et le commerce international ont retrouvé de leur vigueur (voir graphique 2.1).

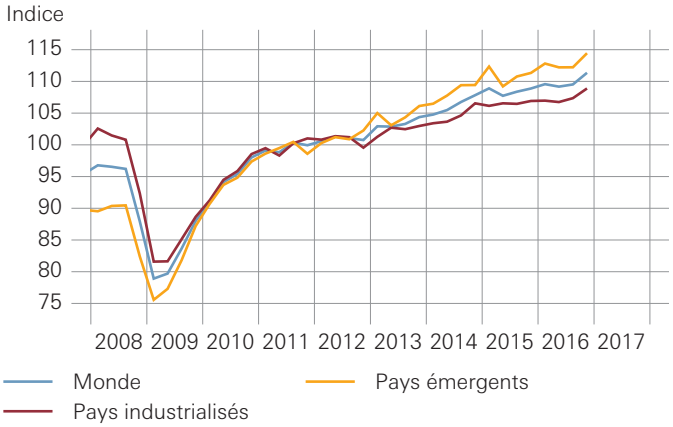
Aux Etats-Unis, l'économie connaît une phase d'expansion robuste et affiche une progression du PIB conforme au potentiel. De plus, le pays est en situation de plein emploi. Les différents indicateurs du renchérissement évoluent eux aussi dans la direction souhaitée par la Réserve fédérale américaine. Dans ce contexte, celle-ci a annoncé sa volonté de normaliser progressivement les conditions monétaires.

Le redressement se poursuit dans la zone euro. L'écart de production se resserre et le chômage diminue. La hausse des prix à la consommation s'est certes notablement accentuée au cours des derniers mois en raison des prix plus élevés de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente est demeurée inférieure à 1%. Au Japon également, le renchérissement est resté modeste jusqu'à présent, malgré l'évolution favorable de l'économie réelle. Tant la zone euro que le Japon conservent donc provisoirement leur politique monétaire expansionniste. Au Royaume-Uni, la faiblesse de la livre s'est traduite par une augmentation significative du renchérissement, mais la Banque

Graphique 2.1

**EXPORTATIONS MONDIALES**

Moyenne de la période considérée = 100




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

Tableau 2.1

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

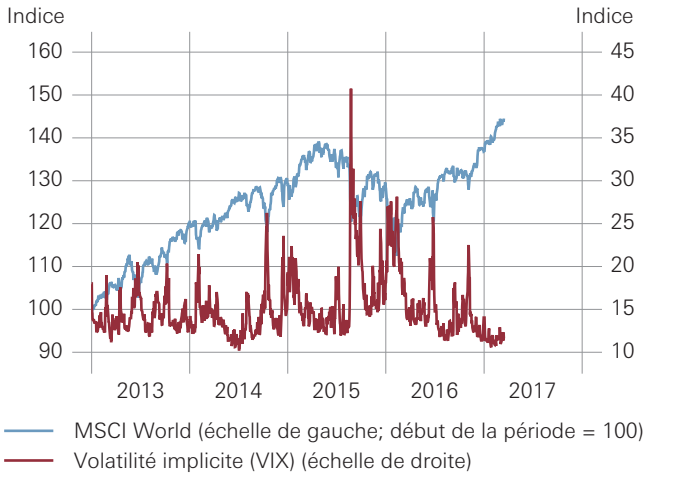
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Scénario 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB, variation en % par rapport à l'année précédente** | | | | | | |
| Economie mondiale [1] | 3,3 | 3,5 | 3,3 | 3,2 | 3,6 | 3,7 |
| Etats-Unis | 1,7 | 2,4 | 2,6 | 1,6 | 2,3 | 2,3 |
| Zone euro | –0,3 | 1,2 | 2,0 | 1,7 | 1,8 | 1,6 |
| Japon | 2,0 | 0,2 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 0,8 |
| **Prix du baril de pétrole en USD** | 108,7 | 99,0 | 52,5 | 43,8 | 56,0 | 56,0 |

1 Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

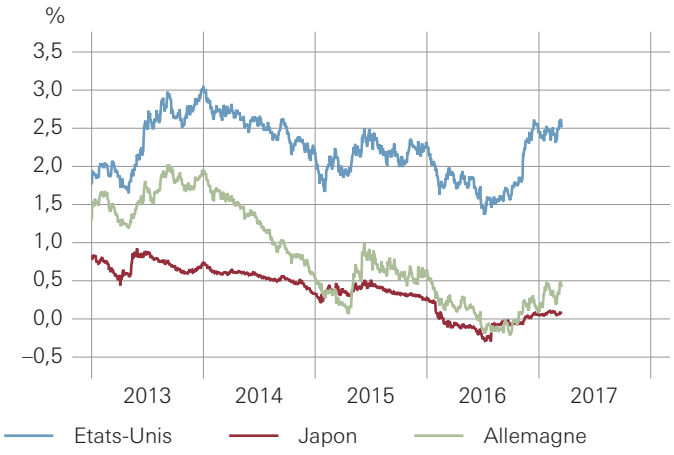



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

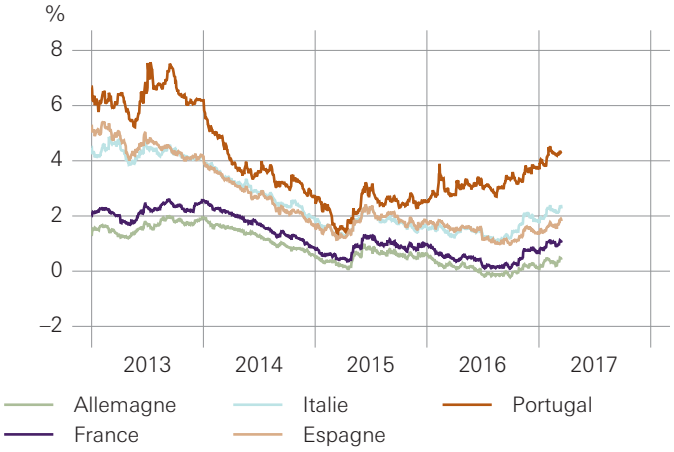



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans




Source: Thomson Reuters Datastream.

d'Angleterre a maintenu une politique monétaire accommodante à cause des perspectives de croissance incertaines.

Dans son scénario de base (voir tableau 2.1), la Banque nationale suppose que l'évolution conjoncturelle positive se poursuivra, améliorant ainsi le contexte international pour la Suisse. Cependant, ce scénario comporte encore des risques considérables, dont les incertitudes actuelles concernant la future orientation de la politique économique aux Etats-Unis, les prochaines élections en Europe et les négociations complexes relatives à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE).

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 56 dollars des Etats-Unis le baril de brent, soit 9 dollars de plus que dans le scénario de base de décembre, et d'un cours de 1,07 dollar pour 1 euro, contre 1,09 dollar en décembre. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

## MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre, les marchés des actions ont évolué positivement au niveau international. Cette progression tient notamment à la nouvelle amélioration de la conjoncture mondiale et à l'anticipation d'une politique budgétaire sensiblement plus expansionniste aux Etats-Unis. L'indice mondial MSCI et l'indice américain S&P 500 ont chacun atteint de nouveaux sommets. La volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, est restée faible (voir graphique 2.2).

Les taux d'intérêt à long terme ont en revanche affiché des fluctuations hétérogènes (voir graphiques 2.3 et 2.4). Dans la zone euro, les rendements des obligations d'Etat à long terme ont globalement progressé dans un contexte caractérisé par l'évolution favorable de la conjoncture. Aux Etats-Unis, les rendements ont eu tendance à stagner, alors qu'ils s'étaient fortement accrus fin 2016. Au Japon, les rendements des obligations d'Etat à dix ans n'ont guère changé et étaient légèrement supérieurs à la valeur cible de 0% fixée par la Banque du Japon.

Le dollar des Etats-Unis a un peu perdu de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur, tandis qu'inversement, le yen s'est apprécié. L'euro a eu tendance à stagner (voir graphique 2.5).

Sur les marchés des matières premières, le prix du pétrole s'est, dans un premier temps, stabilisé à environ 55 dollars des Etats-Unis le baril après que d'importants pays producteurs, membres ou non de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), ont convenu fin 2016 de

limiter la production dès le début de l'année 2017. Mi-mars, le prix a reculé en raison de l'augmentation considérable des stocks de pétrole brut aux Etats-Unis, et il s'est inscrit à 51 dollars le baril. Les prix des autres matières premières ont fluctué et se sont établis, selon les derniers relevés, aux niveaux qu'ils affichaient mi-décembre (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

Après une évolution modeste au premier semestre 2016, l'économie américaine a retrouvé de sa vigueur au second semestre (voir graphique 2.7). La consommation des ménages était le principal soutien de la croissance. De plus, les investissements en biens d'équipement et en stocks sont repartis à la hausse vers la fin de l'année. L'emploi a poursuivi sa solide progression ces derniers mois. Comme le taux de participation a légèrement augmenté, le chômage n'a guère fluctué et s'est inscrit à 4,7% en février (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis se sont encore éclaircies depuis décembre. La situation s'est sensiblement améliorée dans l'industrie manufacturière en particulier. De plus, les entreprises semblent davantage disposées à investir. Dans son nouveau scénario de base, la Banque nationale table par ailleurs sur des allégements fiscaux vers la fin de l'année. Ces réductions d'impôts devraient soutenir l'activité en 2018. La BNS a donc légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour les Etats-Unis et s'attend désormais à une progression du PIB de 2,3% en 2017 et en 2018 (voir tableau 2.1). Ces prévisions demeurent toutefois très incertaines, car des aspects importants de la future politique économique restent à définir.

Ces derniers mois, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a augmenté de manière significative, surtout en raison de la hausse des prix de l'énergie. En février, il a atteint 2,7%, soit son niveau le plus élevé depuis mars 2012 (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est restée stable, s'établissait quelque peu au-dessus de 2% (voir graphique 2.12). Privilégié par la Réserve fédérale en tant qu'indice des prix, le déflateur sous-jacent de la consommation privée était en janvier supérieur de 1,7% à son niveau de la même période de l'année précédente, continuant ainsi de se rapprocher de la valeur cible fixée par la banque centrale.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale a décidé de relever la marge de fluctuation de son taux directeur de 0,25 point pour la porter à 0,75%-1,00% (voir graphique 2.13). Elle a toutefois réaffirmé que l'évolution conjoncturelle aux Etats-Unis ne permettrait qu'une augmentation progressive du taux directeur.

Graphique 2.5

**COURS DE CHANGE**

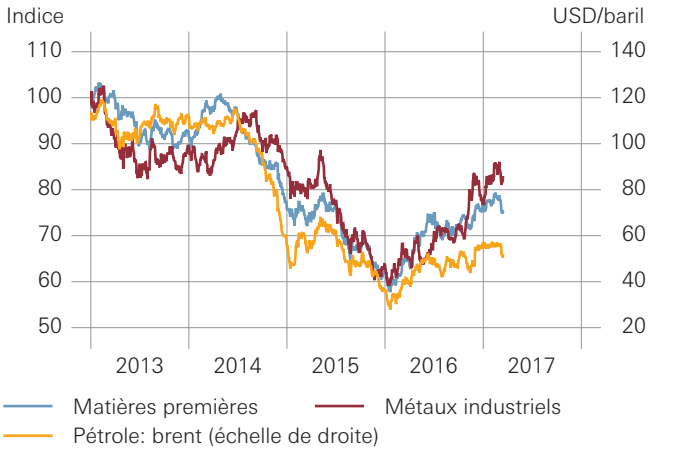
Pondérés par le commerce extérieur; début de la période = 100

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

**PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Début de la période = 100

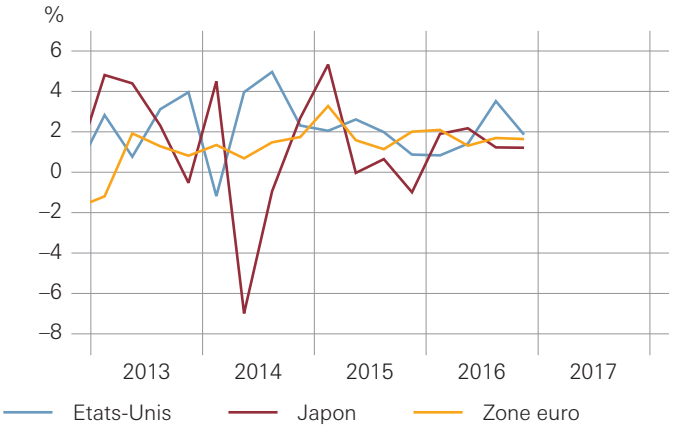



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

**PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS**

Variation par rapport à la période précédente

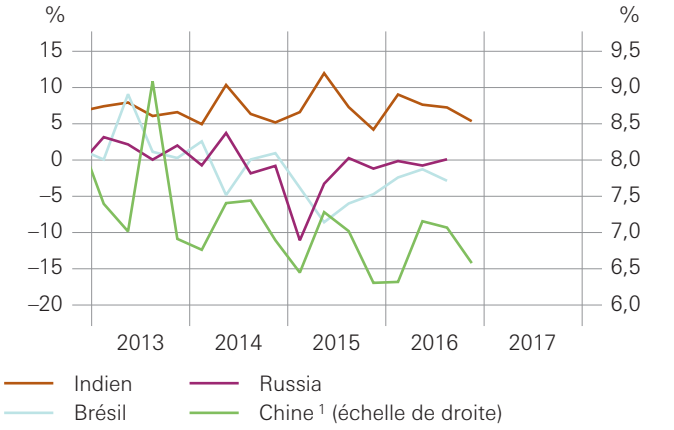



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

**PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS**

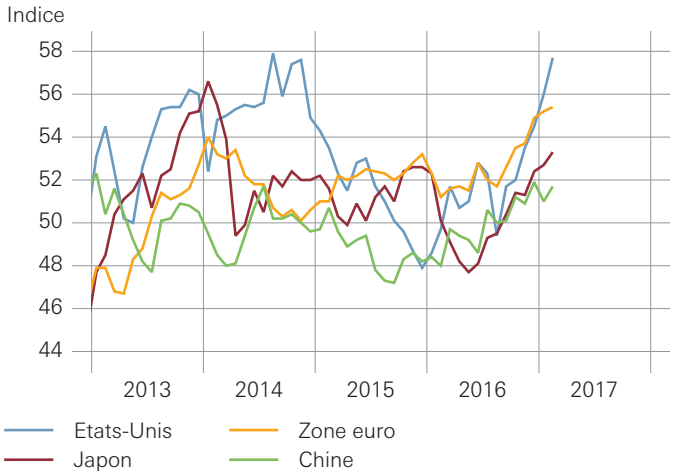
Variation par rapport à la période précédente




1 Estimation BNS.
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

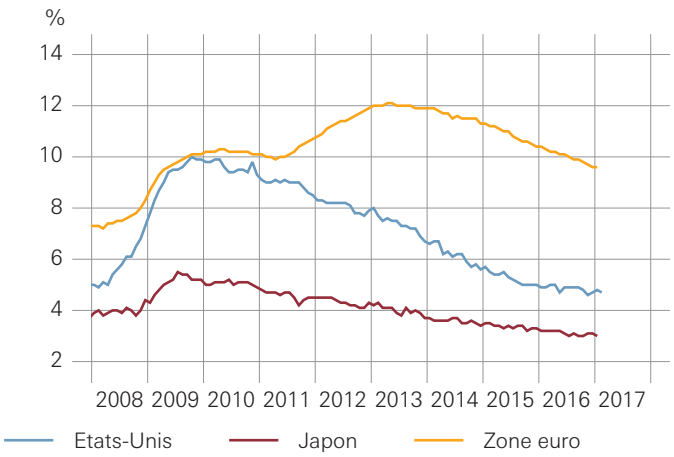
**INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)**




Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

**TAUX DE CHÔMAGE**




Source: Thomson Reuters Datastream.

## ZONE EURO

Le redressement conjoncturel s'est poursuivi dans la zone euro. Le PIB a augmenté de 1,6% au quatrième trimestre (voir graphique 2.7), les investissements et les exportations retrouvant de leur vigueur. La croissance s'est établie à 1,7% pour l'année 2016. L'emploi a encore progressé, tandis que le chômage est tombé en janvier à son plus bas niveau depuis sept ans (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles sont favorables. La politique monétaire expansionniste et les conditions de financement souples continuent de soutenir la reprise dans la zone euro. La situation s'est sensiblement améliorée dans l'industrie, et, selon différentes enquêtes, il en va de même du moral des entreprises. Cependant, plusieurs problèmes assombrissent toujours ces perspectives, notamment l'insécurité politique liée aux élections prévues en 2017 dans de grands Etats membres, l'incertitude entourant les futures relations économiques entre l'UE et le Royaume-Uni et la fragilité persistante du secteur bancaire en Italie. Pour la zone euro, la BNS table sur une croissance de 1,8% en 2017 et de 1,6% en 2018.

Dans le sillage de l'augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, la hausse des prix à la consommation s'est nettement accentuée entre novembre et février pour s'établir à 2% (voir graphique 2.11). Pour la première fois depuis quatre ans, le renchérissement annuel était positif dans tous les Etats membres, dépassant même clairement le taux de 2% dans certains pays. En revanche, l'inflation sous-jacente est demeurée légèrement inférieure à 1% dans la zone euro, comme depuis fin 2013 (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées sur la base d'indicateurs des marchés financiers ont poursuivi leur progression, mais elles restent clairement en deçà de l'objectif d'inflation fixé par la Banque centrale européenne (BCE).

Jusqu'à présent, la BCE a estimé que les signes observés ne reflétaient pas une tendance ferme de la hausse du renchérissement. Elle a donc laissé inchangés ses taux directeurs et son programme d'achat de titres. Elle prévoit toujours de poursuivre ses acquisitions de titres jusqu'à fin 2017 au moins et d'en réduire les volumes mensuels à 60 milliards d'euros dès avril 2017, contre 80 milliards actuellement. Ces achats continueront jusqu'à ce que l'inflation avoisine durablement l'objectif correspondant, qui est «inférieur à, mais proche de 2%».

## JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 1,2% au quatrième trimestre (voir graphique 2.7). Bénéficiant d'une large assise, la croissance s'est inscrite à 1% sur l'ensemble de l'année 2016. Les exportations ont encore accru leur dynamisme au dernier trimestre, mais la demande intérieure a stagné. La forte hausse passagère des prix des denrées alimentaires fraîches fin 2016 a notamment pesé sur les dépenses des ménages. La situation a continué de

s'améliorer sur le marché du travail. Le chômage s'est établi à 3% en janvier 2017, soit à son plus bas niveau depuis le milieu des années 1990 (voir graphique 2.10). De plus, les salaires réels ont de nouveau légèrement augmenté en 2016, pour la première fois depuis 2010.

La situation favorable dans l'industrie, les investissements dans les infrastructures découlant du train de mesures conjoncturelles adopté en août 2016 et les bonnes conditions sur le marché du travail soutiendront l'économie dans les trimestres à venir. La BNS continue de tabler sur une croissance proche de 1% pour 2017 et 2018, soit sur un taux légèrement supérieur au potentiel (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation est redevenue positive vers la fin de l'année (voir graphique 2.11) en raison d'une poussée provisoire des prix des denrées alimentaires fraîches. Sous l'influence de la fermeté du yen, l'inflation sous-jacente a fléchi au cours de l'année 2016 et était proche de zéro ces derniers mois (voir graphique 2.12); elle devrait se redresser progressivement. Récemment, les anticipations d'inflation à plus long terme, qui sont calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, ont de nouveau légèrement progressé, tout en restant sensiblement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon.

Depuis septembre 2016, le pilotage de la courbe des taux (*yield curve control*) est au cœur de la politique monétaire, qui s'appuie sur un assouplissement qualitatif et quantitatif. La banque centrale du Japon a réaffirmé son intention de poursuivre sa politique monétaire actuelle et, en particulier, d'étendre encore la base monétaire jusqu'à ce que l'inflation dépasse durablement 2%.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

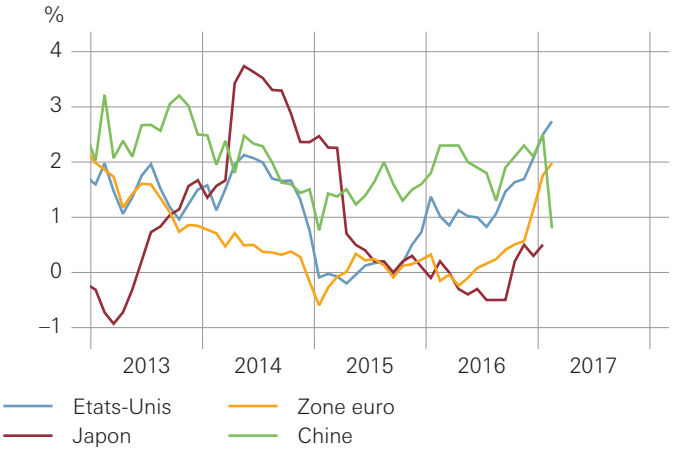
Conformément aux attentes, la croissance économique a légèrement diminué au dernier trimestre 2016 en Chine (voir graphique 2.8). L'activité de construction, principalement, a encore perdu de sa vigueur. Porté par une consommation robuste, le secteur tertiaire a en revanche repris un peu d'élan. La progression du PIB s'est établie à 6,7% en 2016, c'est-à-dire à un niveau conforme à l'objectif du gouvernement. En Inde, la réforme du numéraire a clairement pesé sur la croissance du PIB au dernier trimestre. L'approvisionnement insuffisan t en numéraire a affecté en particulier les activités dans le secteur des services. Malgré le ralentissement, la performance économique exprimée en moyenne annuelle a été aussi forte que l'année précédente (7,4%). En Russie, le PIB devrait avoir progressé au quatrième trimestre d'après les indicateurs disponibles. En revanche, le Brésil est toujours en proie à la récession.

A l'exception de celles de l'Inde, les perspectives des pays mentionnés demeurent largement inchangées par rapport à décembre. En Chine, la croissance devrait encore perdre de sa vigueur au cours de l'année. En particulier, les

Graphique 2.11

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente

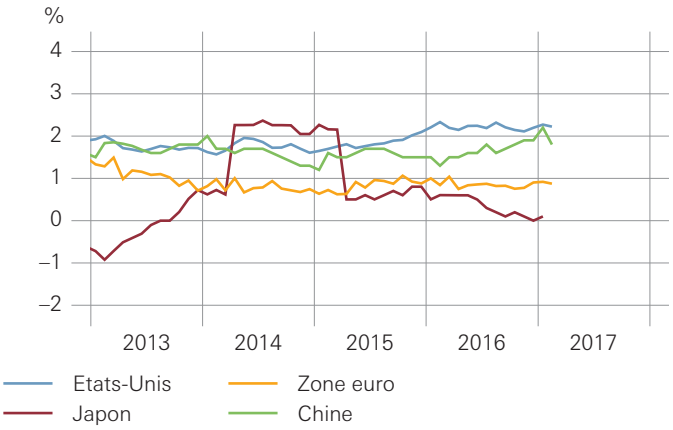



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

**INFLATION SOUS-JACENTE [1]**

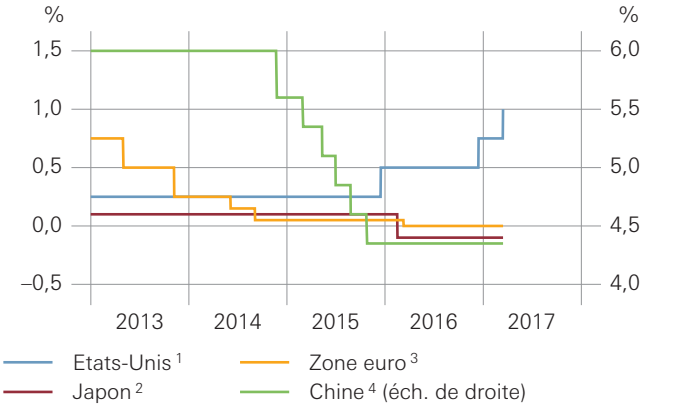
Variation par rapport à l'année précédente




1 Hors alimentation et énergie.
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

**TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS**

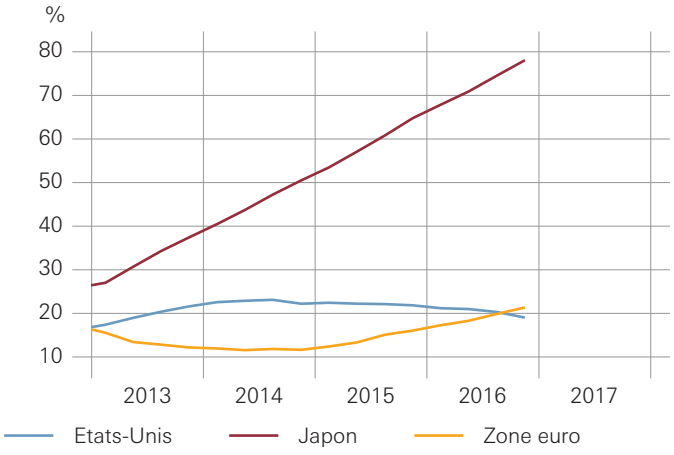



1 Taux des fonds fédéraux.
2 Taux cible au jour le jour.
3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.
4 Taux des prêts à 1 an.
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

**BASE MONÉTAIRE**

En % du PIB




Source: Thomson Reuters Datastream.

entreprises devraient investir moins fortement en raison des surcapacités persistantes dans l'industrie lourde et de l'endettement élevé. En Inde, les indicateurs conjoncturels dont l'indice des directeurs d'achat (PMI) reflètent une faible hausse de l'activité économique début 2017. La conjoncture devrait cependant se redresser rapidement, car les ménages ont juste différé leurs dépenses de consommation. En Russie et au Brésil, l'augmentation des prix des matières premières et les conditions monétaires favorables devraient contribuer à la reprise progressive de l'activité économique.

La hausse des prix à la consommation a évolué de manière hétérogène dans ces pays. En Chine, l'inflation a reculé en raison de la baisse des prix des denrées alimentaires et s'est établie à 0,8% en février (voir graphique 2.11). Le taux de l'inflation sous-jacente n'a guère varié, s'établissant à 1,8% (voir graphique 2.12). En Inde, l'inflation a fléchi pour s'inscrire à 3,6%, alors que l'inflation sous-jacente a stagné à un niveau élevé indésirable (4,7%). En Russie et au Brésil, l'inflation a sensiblement diminué: elle était de respectivement 4,6% et 4,8%. Elle s'est ainsi rapprochée des valeurs cibles fixées par les banques centrales correspondantes.

Les banques centrales de Chine et de Russie ont laissé leurs taux directeurs inchangés. Contrairement aux attentes générales du marché, la banque centrale d'Inde a renoncé à une nouvelle baisse de son taux directeur, justifiant sa décision par la persistance du taux élevé de l'inflation sous-jacente et par des anticipations inflationnistes en hausse. En revanche, la banque centrale du Brésil a utilisé la marge de manœuvre inhérente à sa politique monétaire et abaissé ses taux directeurs pour soutenir la conjoncture.

# 3
# Evolution économique en Suisse

En Suisse, la situation conjoncturelle qui ressort des indicateurs les plus récents est contrastée: si la croissance du PIB au quatrième trimestre a été inférieure aux anticipations, une observation prenant en compte davantage d'indicateurs disponibles révèle un redressement graduel.

Sur le marché du travail, la situation s'est progressivement améliorée depuis le milieu de l'année dernière. La hausse de l'activité s'est poursuivie tandis que le chômage en données corrigées des variations saisonnières a confirmé son léger recul jusqu'en février.

En revanche, l'utilisation des capacités de production de l'ensemble de l'économie demeure insatisfaisante. Les enquêtes confirment que dans différentes branches, le taux d'utilisation des capacités techniques était inférieur à la moyenne au quatrième trimestre.

Les indicateurs conjoncturels les plus récents font apparaître dans l'ensemble une poursuite de la reprise modérée. Pour 2017, la BNS continue de tabler sur une progression du PIB d'environ 1,5%.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

**Croissance du PIB décevante au quatrième trimestre**
Après une amélioration graduelle de son rythme de croissance depuis mi-2015, le PIB a pour ainsi dire stagné au deuxième semestre 2016. Les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) font apparaître une progression de seulement 0,3% au quatrième trimestre, comparable à celle du troisième (voir graphique 3.1).

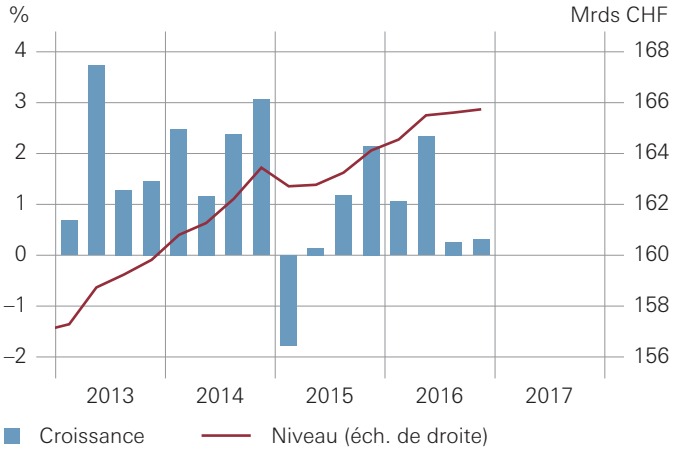
L'estimation trimestrielle du SECO indique une augmentation de la création de valeur dans de nombreuses branches. Ainsi, dans les services, la tendance à la hausse s'est poursuivie. La création de valeur s'est également accrue dans la construction. Toutefois, le net repli enregistré dans l'industrie manufacturière a pesé sur le résultat global (voir graphique 3.2). Du côté de la demande, seule la consommation des ménages a donné des impulsions clairement positives.

Les premiers chiffres annuels provisoires sont maintenant connus: le PIB a progressé de 1,3% en 2016.

Graphique 3.1

**PRODUIT INTÉRIEUR BRUT RÉEL**

Variation par rapport à la période précédente

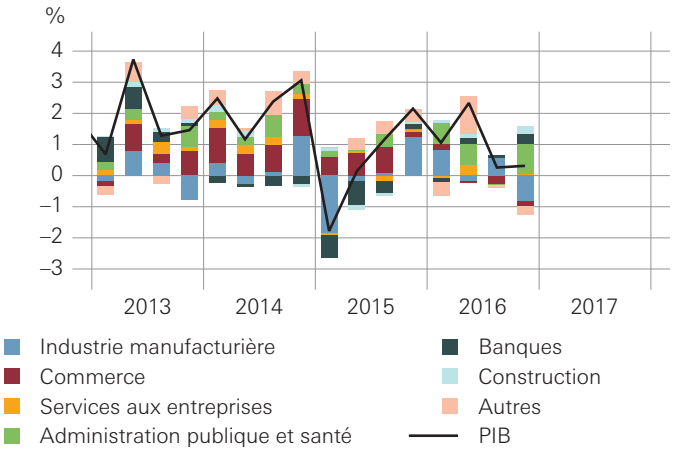



Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

**CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS**

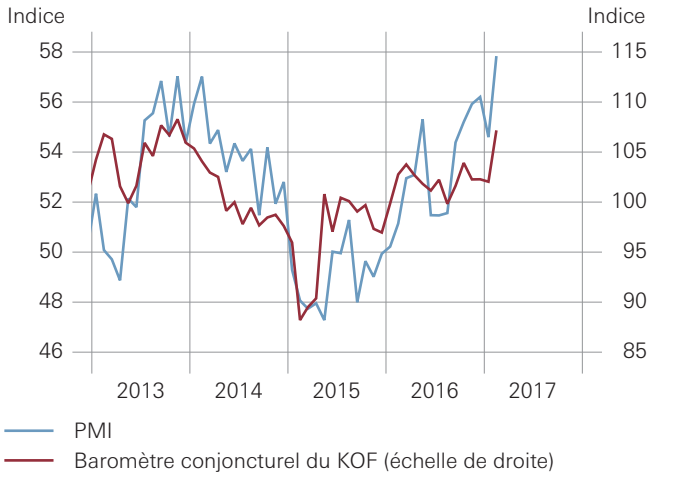
Variation par rapport à la période précédente




Source: SECO.

Graphique 3.3

**INDICATEURS AVANCÉS**




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

**Deuxième semestre 2016 meilleur d'après les indicateurs conjoncturels**

Si l'on prend en compte un large éventail d'informations, on obtient un tableau de la croissance au deuxième semestre 2016 un peu plus positif que l'estimation trimestrielle provisoire de la comptabilité nationale: l'économie a continué de progresser à un rythme modéré, dans les limites du potentiel de croissance.

Une tendance conjoncturelle positive se dessine notamment dans les résultats de différentes enquêtes. L'indice des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie manufacturière, par exemple, s'inscrit depuis plusieurs mois à un niveau nettement supérieur au seuil de croissance. De même, le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) se situe lui aussi depuis longtemps à un niveau supérieur à la moyenne. Ces deux indicateurs laissent présager une croissance solide (voir graphique 3.3).

Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale aux troisième et quatrième trimestres indiquent également une amélioration continue de la situation au deuxième semestre 2016.

**Evolution hétérogène selon les branches**

Le redressement de la demande est toutefois plus ou moins marqué selon les branches. La situation est par exemple difficile dans le commerce de détail, et la demande est restée modeste dans plusieurs secteurs de l'industrie manufacturière. Dans ces branches, les marges ne s'améliorent que lentement.

Tableau 3.1

**PIB RÉEL ET COMPOSANTES**

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

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2015 | | | | 2016 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Consommation privée | 2,2 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 0,2 | 1,5 | 1,5 | –0,1 | 2,3 | 0,2 | 0,6 | 3,5 |
| Consommation de l'Etat et des assurances sociales | 2,3 | 1,5 | 2,2 | 1,9 | 0,9 | 2,4 | 0,3 | 2,5 | 0,3 | 6,7 | –0,5 | 0,6 |
| Investissements | 1,1 | 2,8 | 1,6 | 2,4 | –3,9 | 6,7 | –1,6 | 2,8 | 8,0 | –1,0 | 1,2 | –2,4 |
| Construction | 3,1 | 3,2 | 2,2 | 0,0 | 3,7 | 2,5 | –1,9 | 2,3 | –0,7 | –1,4 | 1,6 | –1,7 |
| Biens d'équipement | –0,2 | 2,6 | 1,3 | 4,1 | –8,6 | 9,6 | –1,4 | 3,1 | 14,0 | –0,7 | 1,0 | –2,9 |
| Demande intérieure finale | 1,9 | 1,7 | 1,3 | 1,6 | –0,8 | 3,0 | 0,5 | 1,0 | 3,6 | 0,7 | 0,6 | 1,5 |
| Variation des stocks [1] | 0,6 | –0,8 | –0,3 | –1,6 | –2,1 | –7,2 | –0,1 | 8,3 | –10,7 | –0,4 | –0,5 | 2,5 |
| Exportations totales [2] | 0,0 | 5,2 | 2,2 | 4,5 | 3,7 | 6,7 | 2,8 | 4,7 | 12,9 | 2,2 | 1,6 | –11,5 |
| Biens [2] | –2,3 | 5,8 | 2,5 | 5,7 | 7,8 | 9,7 | 1,8 | 0,6 | 23,6 | –0,4 | 3,7 | –14,5 |
| Biens sans commerce de transit [2] | –1,0 | 4,0 | 0,7 | 5,8 | –10,5 | 3,5 | 5,1 | 15,4 | 7,5 | 1,9 | 5,6 | –9,8 |
| Services | 4,7 | 4,0 | 1,6 | 2,3 | –3,8 | 0,9 | 4,8 | 13,3 | –5,4 | 7,7 | –2,3 | –5,2 |
| Importations totales [2] | 1,4 | 3,2 | 3,0 | 2,1 | 2,2 | –3,0 | 1,4 | 24,3 | –4,6 | –2,2 | 1,7 | –6,3 |
| Biens [2] | 0,7 | 1,7 | 0,0 | 3,9 | 3,1 | –11,7 | 4,1 | 20,6 | 1,0 | 1,4 | 1,1 | 1,0 |
| Services | 2,9 | 6,4 | 9,0 | –1,3 | 0,4 | 15,4 | –3,4 | 31,3 | –14,0 | –8,9 | 2,8 | –19,3 |
| Commerce extérieur [3] | –0,6 | 1,3 | –0,1 | 1,5 | 1,0 | 4,7 | 0,9 | –7,1 | 8,6 | 2,1 | 0,2 | –3,5 |
| **PIB** | **1,8** | **2,0** | **0,8** | **1,3** | **–1,8** | **0,1** | **1,2** | **2,2** | **1,1** | **2,3** | **0,3** | **0,3** |

1 Contribution à la croissance en points (y compris l'écart statistique).
2 Hors objets de valeur (or non monétaire et autres métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).
3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

A l'image de l'économie, qui affiche une croissance modérée, le marché du travail a poursuivi son redressement progressif.

**Nouveau recul du chômage**
Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a atteint son plus haut niveau en août 2016 avec 150 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières. Il a progressivement reculé depuis et s'élevait à 147 000 personnes fin février 2017. Ce repli n'a toutefois pas été suffisant pour réduire le taux de chômage. Ainsi, le taux de chômage en données désaisonnalisées établi par le SECO s'inscrit à 3,3% depuis octobre 2015 (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA), laquelle est réalisée chaque trimestre auprès des ménages et englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui calculé par le SECO. Il avait atteint un pic au quatrième trimestre 2015, s'inscrivant à 4,9%, puis a diminué. Au quatrième trimestre 2016, il s'élevait à 4,5%.

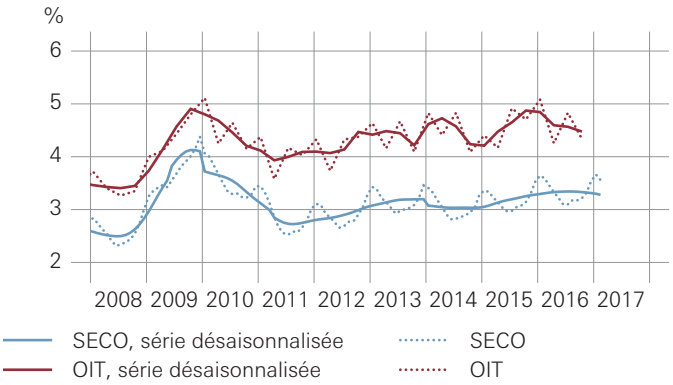
**Ralentissement de la croissance de l'activité**
La statistique de la population active occupée (SPAO), qui repose elle aussi en grande partie sur l'enquête ESPA, mesure l'activité sous l'angle des ménages. Au quatrième trimestre, le nombre de personnes recensées dans cette statistique, en données corrigées des variations saisonnières, a de nouveau augmenté, mais plus lentement qu'aux trimestres précédents (voir graphique 3.5).

La statistique de l'emploi, qui est, quant à elle, basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, évalue l'emploi sous l'angle de ces dernières, et complète ainsi la SPAO. Selon cette statistique, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps n'a que faiblement augmenté au quatrième trimestre. L'emploi a poursuivi sa légère progression dans les services et la construction, tandis que l'industrie a de nouveau supprimé des postes (voir graphique 3.6).

Dans l'ensemble, les différentes statistiques concernant le marché du travail font apparaître une croissance modérée de l'emploi, qui permet un recul progressif du chômage.

Graphique 3.4

### TAUX DE CHÔMAGE

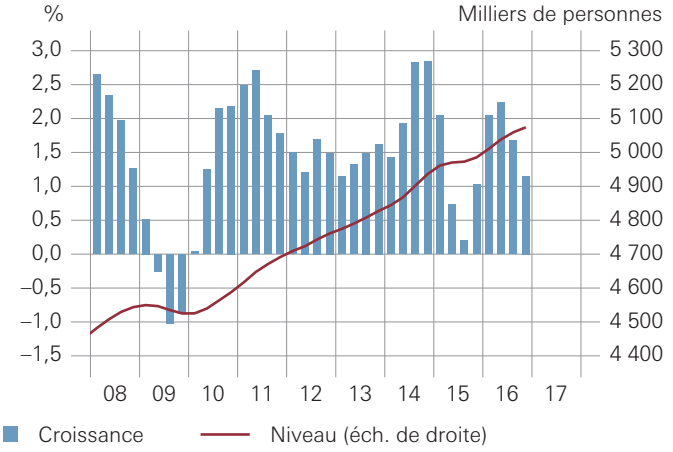



SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.
OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.
Sources: Office fédéral de la statistique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

Graphique 3.5

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

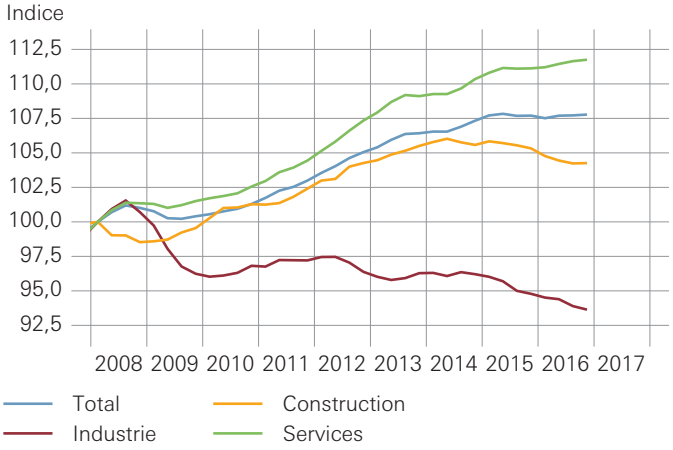



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

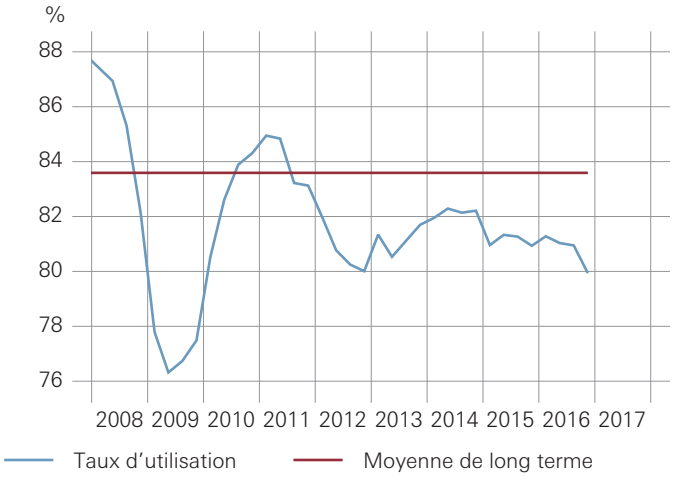
Début de la période = 100




Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.7

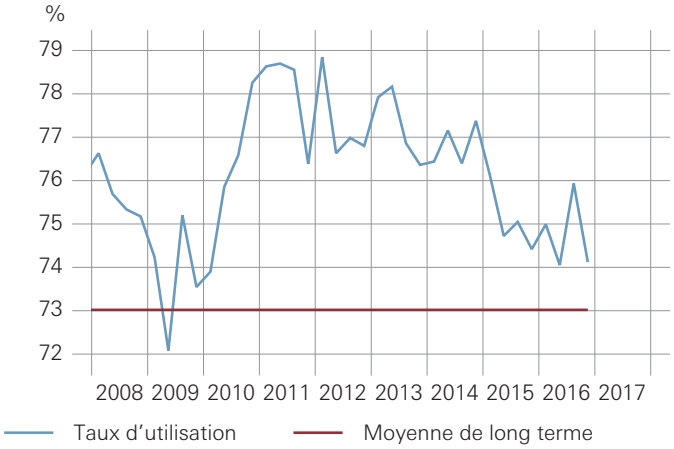
**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE**




Source: KOF.

Graphique 3.8

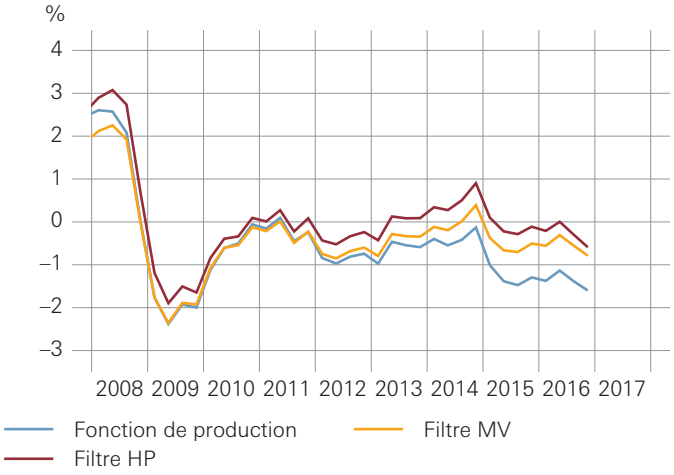
**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION**




Source: KOF.

Graphique 3.9

**ÉCART DE PRODUCTION**




Source: BNS.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

**Sous-utilisation dans l'industrie**

Selon l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a reculé au quatrième trimestre, s'inscrivant à 79,9%. Il demeure ainsi nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans les services, les réponses aux enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen dans l'ensemble, mais insuffisant dans certains segments, notamment dans le commerce de détail. Dans la construction, en revanche, le taux d'utilisation présente toujours un niveau supérieur à sa moyenne de long terme, malgré un recul au quatrième trimestre (voir graphique 3.8).

**Ecart de production négatif**

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Compte tenu de la faiblesse de la croissance estimée du PIB pour le quatrième trimestre, l'écart de production a continué de se creuser légèrement. Selon le potentiel de production évalué à l'aide de la fonction de production, il était de –1,6% au quatrième trimestre contre –1,4% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes, notamment le filtre de Hodrick et Prescott, l'écart obtenu est moins fortement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence est due à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient expressément compte de l'évolution de l'offre de main-d'œuvre et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott, lequel repose exclusivement sur l'évolution du PIB. Le filtre multivarié indique également un écart de production un peu plus fortement négatif que le filtre de Hodrick et Prescott pour le quatrième trimestre. En plus du PIB, il prend en compte l'évolution de l'inflation, du chômage et de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie.

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Soutenue par un contexte international plus favorable, l'économie suisse devrait continuer de se redresser durant l'année 2017.

**Indicateurs conjoncturels positifs en début d'année**
Les indicateurs avancés montrent une poursuite de la reprise au cours des premiers mois de l'année. L'indice PMI des pays étrangers, en données pondérées par les exportations, traduit un renforcement de la croissance internationale (voir graphique 3.10). La Suisse devrait connaître la même évolution. Les entreprises industrielles interrogées par le KOF tablent ainsi sur une amélioration de la situation: les anticipations concernant la marche des affaires se trouvent à leur plus haut niveau depuis plus de deux ans (voir graphique 3.11). En outre, les indicateurs avancés de l'emploi fournis par différentes enquêtes conjoncturelles se sont de nouveau raffermis (voir graphique 3.12). Les résultats des entretiens menés avec les entreprises par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale au premier trimestre 2017 traduisent également une évolution favorable de la conjoncture (voir la partie «Tendances conjoncturelles» à la page 28).

La croissance du PIB devrait donc connaître un regain de vigueur au premier trimestre. Etant donné la forte progression des exportations de biens depuis le mois de décembre, l'industrie manufacturière, notamment, devrait apporter une contribution substantielle à la croissance. En revanche, il est probable que cette dernière soit en retrait dans les services.

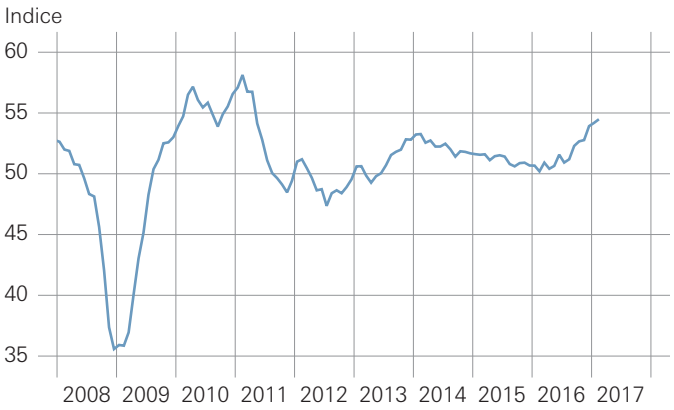
**Perspectives favorables à moyen terme**
A moyen terme, la BNS prévoit aussi une évolution relativement positive car la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait soutenir la demande extérieure, et la poursuite à moyen terme de la forte croissance démographique ainsi que le niveau durablement bas des taux d'intérêt devraient soutenir l'activité.

Néanmoins, le rythme de la croissance restera vraisemblablement modéré. Pour 2017, la BNS continue de tabler sur une progression du PIB d'environ 1,5%. Compte tenu de la hausse de l'activité économique, l'utilisation des capacités de production devrait retrouver un niveau plus satisfaisant et les marges des entreprises, s'améliorer. Le marché du travail profitera probablement aussi de la reprise.

Cette prévision est entachée de grandes incertitudes, qui tiennent surtout à l'évolution politique à l'étranger (voir chapitre 2).

Graphique 3.10

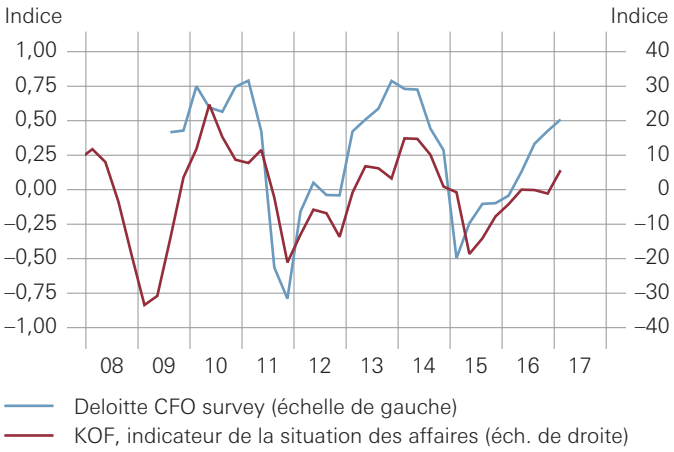
**INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS, ÉTRANGER**
27 pays, en données pondérées par les exportations




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

Graphique 3.11

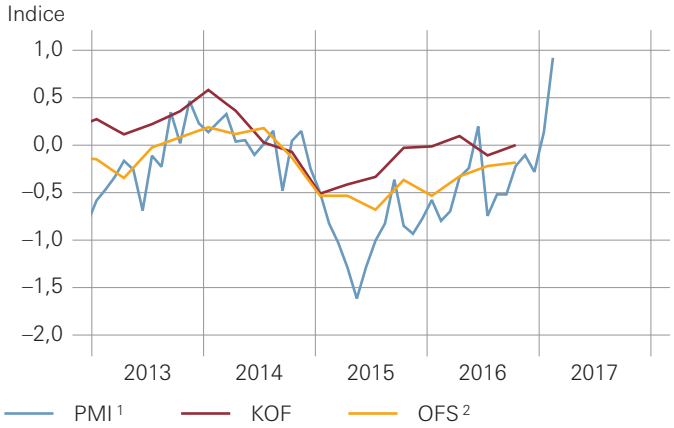
**PERSPECTIVES CONJONCTURELLES**
6 prochains mois (KOF) et 12 prochains mois (Deloitte)




Sources: Deloitte et KOF.

Graphique 3.12

**INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI**




1 Valeurs mensuelles.
2 Correction des variations saisonnières: BNS.
Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

# 4
# Prix et anticipations d'inflation

Ces derniers mois, les taux de renchérissement annuel ont progressé et sont redevenus positifs. Cela vaut tant pour les prix à la consommation que pour les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation). Ce développement découle principalement de l'évolution des cours du pétrole.

Le taux de renchérissement n'avait plus été supérieur à zéro depuis deux ans et demi pour les prix à la consommation et depuis trois ans et demi pour les prix de l'offre totale. Dans l'intervalle, ils avaient parfois plongé dans la zone négative sous l'influence des prix décroissants du pétrole et de l'appréciation du franc consécutive à la suppression du cours plancher.

Les anticipations d'inflation pour 2017 et les années suivantes continuent de se situer dans une zone légèrement positive. Elles sont ainsi conformes à la stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%.

## PRIX À LA CONSOMMATION

**Taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC supérieur à zéro**

Pour la première fois depuis août 2014, le renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation est redevenu positif durant les deux premiers mois de l'année 2017. En février, il s'établissait à 0,6%, alors que sa moyenne pour 2016 s'inscrivait à –0,4% (voir tableau 4.1). Le retour du taux d'inflation dans la zone positive tient principalement à l'évolution de la contribution des produits pétroliers au renchérissement.

**Prix des produits pétroliers nettement supérieurs à leur niveau de l'année précédente**

En raison de la hausse du cours du pétrole observée depuis début 2016, les prix des produits pétroliers en janvier et en février étaient sensiblement supérieurs à leur niveau de la même période de l'année précédente. Pour la première fois depuis 2012, ces produits ont de nouveau apporté une forte contribution positive au renchérissement (voir graphique 4.1), si bien que la contribution des biens et services importés a dépassé celle des biens et services suisses, pour la première fois depuis six ans environ.

**Légère hausse du renchérissement des biens et services suisses**

Le taux de renchérissement des biens et services suisses a enregistré des fluctuations plus faibles que celui des biens et services importés. Il a légèrement augmenté ces derniers mois, sous l'influence tant des biens que des services. Sans la contribution positive des loyers au renchérissement, la hausse des prix des biens et services suisses serait toutefois encore proche de zéro (voir graphique 4.2).

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

| | 2016 | 2016 | | | | 2016 | 2017 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | T1 | T2 | T3 | T4 | Décembre | Janvier | Février |
| **IPC, indice total** | **–0,4** | **–1,0** | **–0,4** | **–0,2** | **–0,2** | **0,0** | **0,3** | **0,6** |
| Biens et services suisses | –0,1 | –0,4 | –0,1 | –0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Biens | –0,6 | –1,3 | –0,7 | –0,2 | –0,1 | –0,1 | –0,1 | 0,4 |
| Services | 0,0 | –0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Services privés (hors loyers des logements) | 0,0 | –0,2 | 0,2 | 0,1 | –0,1 | –0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Loyers des logements | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |
| Services publics | –0,5 | –0,5 | –0,4 | –0,6 | –0,6 | –0,2 | –0,3 | –0,4 |
| Biens et services importés | –1,4 | –2,8 | –1,2 | –0,6 | –0,9 | –0,6 | 0,7 | 1,6 |
| Hors produits pétroliers | –0,7 | –1,5 | –0,1 | 0,2 | –1,2 | –1,5 | –1,4 | –0,7 |
| Produits pétroliers | –6,1 | –11,3 | –8,5 | –5,7 | 1,4 | 6,8 | 17,0 | 19,9 |

Sources: BNS et OFS.

**Renchérissement stable des loyers**
L'OFS collecte chaque trimestre les données relatives à l'indice des loyers des logements. Les résultats de ces enquêtes sont intégrés dans l'IPC en février, en mai, en août et en novembre. En février, le renchérissement des loyers présentait un niveau presque identique à celui de novembre (voir graphique 4.3), ce qui découle principalement de la stabilité du taux d'intérêt de référence, resté inchangé depuis juin 2015.

Le taux d'intérêt de référence repose sur le taux hypothécaire moyen des banques. Il est déterminant pour les adaptations de loyers liées à l'évolution des taux hypothécaires.

**Ecart marqué entre les taux d'inflation sous-jacente et le taux de renchérissement mesuré par l'IPC**
Les différentes mesures de l'inflation sous-jacente continuent d'être proches de zéro. En février, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à 0,2%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) était de –0,1%. Ces deux taux d'inflation sous-jacente étaient donc sensiblement inférieurs au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, qui s'établissait à 0,6%. Cet écart tient au fait que les prix des produits pétroliers et des légumes, qui ont fortement contribué au taux de renchérissement relativement élevé en février, n'ont pas ou peu influé sur la TM15 et l'OFS1.

Les taux d'inflation sous-jacente de la BNS et de l'OFS s'appuient tous deux sur un panier réduit de l'IPC. Chaque mois, la TM15 exclut les produits de l'IPC dont les prix, pondérés en fonction de l'importance, ont enregistré les plus fortes variations annuelles à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas), alors que l'OFS1 laisse de côté les mêmes biens (produits frais et saisonniers, énergie et carburants).

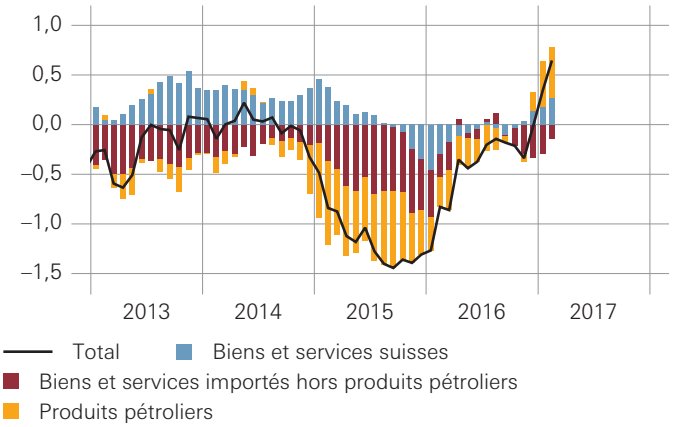
## PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

**Taux de renchérissement des prix de l'offre totale supérieur à zéro**
Le renchérissement annuel des prix de l'offre totale est redevenu positif au cours des derniers mois, tout comme le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC (voir graphique 4.5). En décembre 2016, il était de nouveau supérieur à zéro, pour la première fois depuis août 2013. Ce développement s'explique en partie par l'évolution du renchérissement annuel des prix de l'énergie.

En février 2017, les prix tant à l'importation qu'à la production dépassaient leur niveau de la même période de l'année précédente. L'indice des prix à l'importation a progressé plus fortement que celui des prix à la production, car il est plus sensible à la hausse des prix de l'énergie.

Graphique 4.1

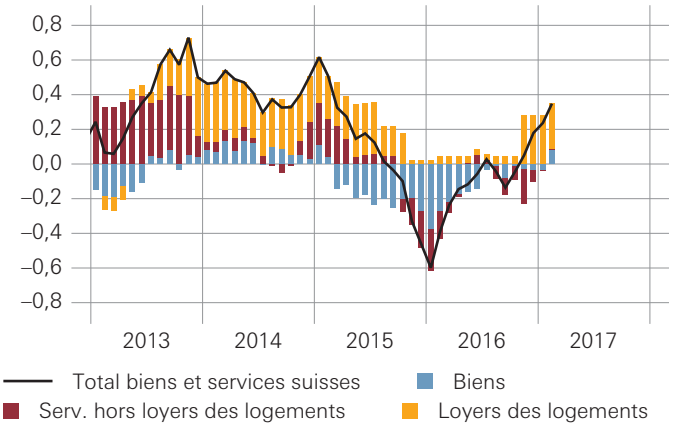
**IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS**
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points




Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

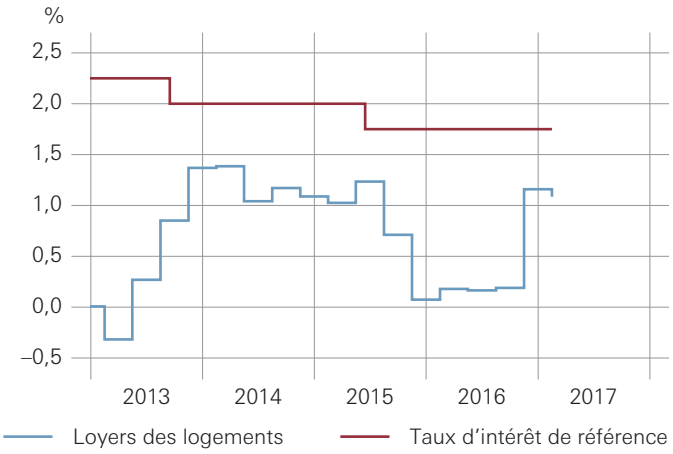
**IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES**
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points




Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

**LOYERS DES LOGEMENTS**
Variation par rapport à l'année précédente

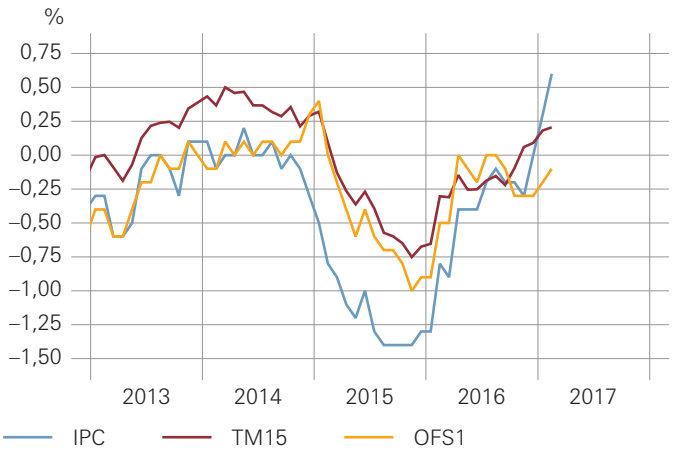



Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

**INFLATION SOUS-JACENTE**

Variation par rapport à l'année précédente

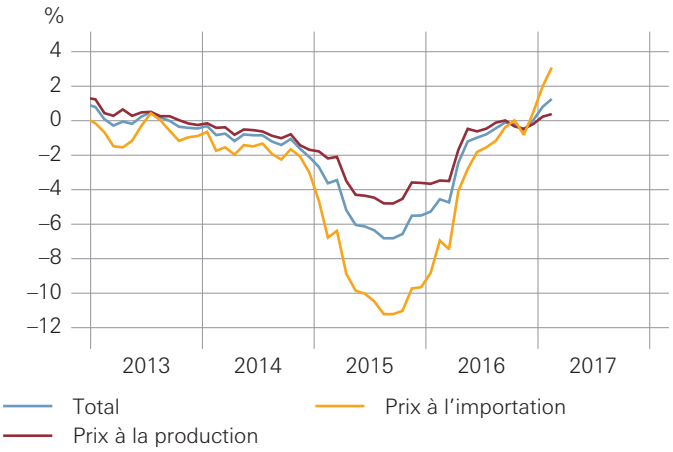



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

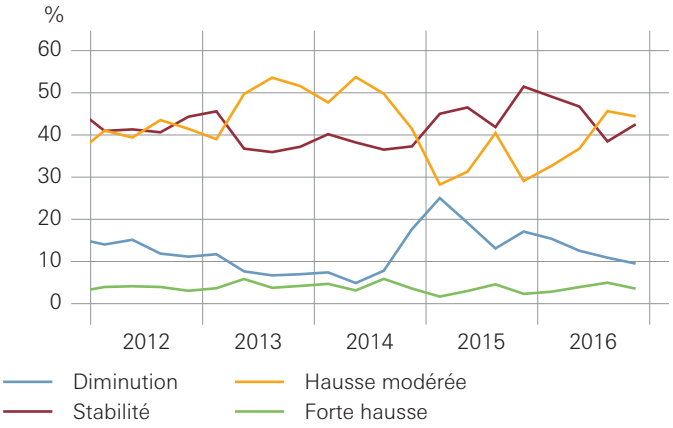



Source: OFS.

Graphique 4.6

**ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX**

Enquête auprès des ménages sur les anticipations d'évolution des prix dans les 12 mois




Sources: BNS et SECO.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

**Anticipations d'inflation conformes à la stabilité des prix**

Dans l'ensemble, les résultats des enquêtes indiquent que les anticipations d'inflation pour 2017 et les années suivantes augmentent un peu et sont légèrement positives. Elles sont conformes à la stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

**Anticipations à court terme stables**

D'après l'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages, les anticipations d'évolution des prix n'ont guère changé entre octobre 2016 et janvier 2017. La part des personnes interrogées tablant sur une augmentation des prix dans les douze prochains mois a reculé, passant de 51% à 48%. En revanche, le nombre de ménages qui prévoient des prix inchangés a quelque peu progressé par rapport au trimestre précédent (voir graphique 4.6).

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, plus de 60% des économistes et des analystes interrogés s'attendaient régulièrement, depuis novembre 2016, à des taux d'inflation en hausse dans les six mois suivants. En février, la part correspondante s'établissait à 65%, tandis que 32% misaient sur des taux d'inflation stables et 3%, sur une baisse.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprises de tous les secteurs économiques confirment des anticipations d'inflation stables à court terme. Au premier trimestre 2017, les interlocuteurs prévoyaient un renchérissement annuel de 0,2% pour les six à douze prochains mois, contre 0% au trimestre précédent.

**Légère hausse des anticipations d'inflation à plus long terme**

Selon la plupart des enquêtes, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été légèrement revues à la hausse ces derniers mois. Les directeurs financiers qui ont participé à l'enquête effectuée par Deloitte au dernier trimestre 2016 tablaient sur un taux d'inflation de 0,9% dans deux ans (trimestre précédent: 0,8%). Les chefs d'entreprise interrogés au premier trimestre 2017 par les délégués de la BNS estimaient que le renchérissement annuel serait de 0,9% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 0,8%).

# 5
# Evolution monétaire

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mi-décembre 2016, la BNS a décidé de maintenir le cap de sa politique monétaire. Au premier trimestre 2017, la politique monétaire de la BNS a donc encore reposé sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS, d'une part, et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes, d'autre part.

Les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont restés pratiquement inchangés depuis l'examen de décembre, tandis que les taux d'intérêt à long terme se sont temporairement repliés quelque peu après la hausse marquée qu'ils avaient enregistrée au quatrième trimestre. Sur le marché des changes, le franc s'est légèrement apprécié face au dollar des Etats-Unis et, par moments, face à l'euro également.

A la suite d'une forte augmentation des avoirs en comptes de virement détenus par les banques, la monnaie centrale s'est encore sensiblement accrue. Les taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 et des crédits bancaires accordés à des résidents ont à nouveau légèrement progressé courant 2016, après avoir subi des pressions à la baisse en 2015. Au quatrième trimestre 2016, les crédits bancaires ont crû à un rythme modéré, tout comme l'agrégat M3.

## MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-DÉCEMBRE

### Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 15 décembre 2016, la BNS a confirmé le maintien du cap de sa politique monétaire. Elle a décidé de laisser inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, toujours comprise entre –1,25% et –0,25%. Quant au taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré, il est demeuré fixé à –0,75%.

La BNS a par ailleurs réaffirmé son intention de rester active sur le marché des changes afin d'influer au besoin sur l'évolution des cours, en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

### Augmentation des avoirs à vue à la BNS

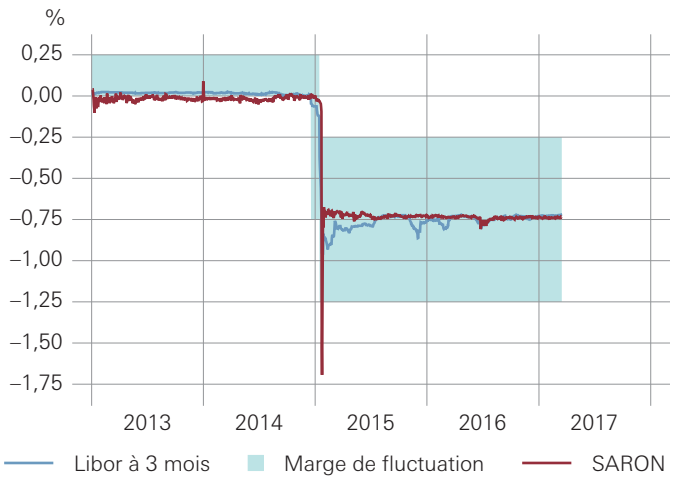
Depuis mi-décembre 2016, l'ensemble des avoirs à vue détenus à la BNS a encore augmenté. Dans la semaine du 5 au 10 mars 2017 (la dernière semaine avant l'examen de mi-mars), ils portaient sur 555,4 milliards de francs et dépassaient ainsi de 28 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2016 (527,4 milliards). Entre mi-décembre 2016 et mi-mars 2017, ils s'établissaient en moyenne à 538,8 milliards de francs, dont 466,4 milliards sous forme d'avoirs en comptes de virement de banques résidentes et 72,4 milliards, sous forme d'autres avoirs à vue.

### Importantes réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 15,7 milliards de francs pour la période allant du 20 novembre 2016 au 19 février 2017. Dans l'ensemble, les banques dépassaient en moyenne d'environ 453,7 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 437,8 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.

Graphique 5.1

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

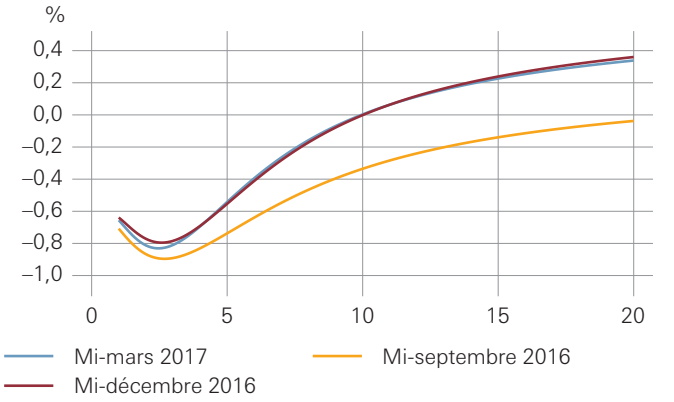



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

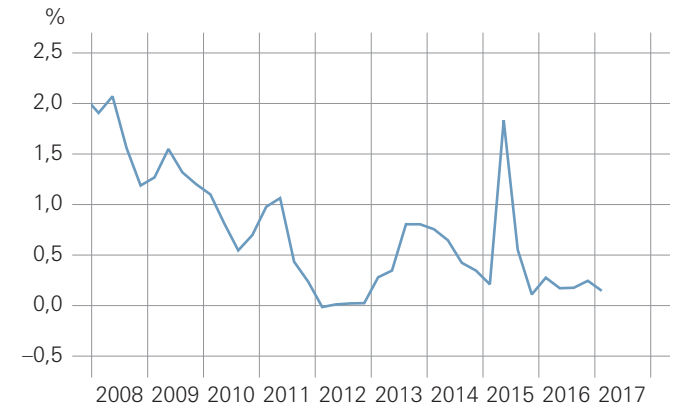



Source: BNS.

Graphique 5.3

## TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

Obligations à dix ans de la Confédération; anticipations d'inflation estimées à l'aide d'un modèle VAR




Source: BNS.

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

**Taux d'intérêt inchangés sur le marché monétaire**
Depuis l'examen de mi-décembre 2016, la situation sur le marché monétaire en francs n'a guère évolué. Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont demeurés à un niveau proche de –0,75%, soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

**Repli passager des taux d'intérêt à long terme**
Les taux d'intérêt à long terme, qui avaient sensiblement progressé au cours du quatrième trimestre 2016, ont enregistré un léger recul entre mi-décembre et fin février. Mi-mars, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération s'inscrivait toutefois de nouveau à environ 0%, soit au même niveau que trois mois plus tôt (voir graphique 5.2).

**Courbe des rendements inchangée**
Mi-mars, les rendements des obligations à long terme de la Confédération présentaient la même courbe que mi-décembre. Les rendements des obligations fédérales d'une durée de moins de dix ans étaient négatifs (voir graphique 5.2).

**Taux d'intérêt réels à long terme toujours proches de zéro**
Mi-mars, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'inscrivait à environ 0,1%, restant ainsi proche de zéro, comme au cours des trimestres précédents (voir graphique 5.3).

Le taux d'intérêt réel est calculé à partir du rendement des obligations à dix ans de la Confédération et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR).

## COURS DE CHANGE

**Légère appréciation du franc face au dollar des Etats-Unis**

Entre mi-décembre et début février, le dollar des Etats-Unis s'est fortement déprécié face au franc et à la plupart des autres monnaies. Depuis, il a toutefois compensé une partie de ces pertes (voir graphique 5.4). Dans l'ensemble, la relation de change entre le franc et le dollar des Etats-Unis a suivi de près celle de l'euro face au dollar. Les variations de la relation de change entre le franc et l'euro ont donc été faibles en comparaison.

Fin janvier, le cours de l'euro est passé sous 1,07 franc pour un euro, une barre sous laquelle il était déjà tombé brièvement en décembre. La pression sur le cours de l'euro en franc reflète les incertitudes politiques et économiques liées aux prochaines élections dans des pays importants de l'UE ainsi que la décision prise par la BCE en janvier de maintenir une politique monétaire expansionniste en dépit de la reprise du renchérissement. Mi-mars, le cours de l'euro en franc avait quasiment retrouvé le même niveau qu'à mi-décembre.

**Légère progression de l'indice de cours de change effectif nominal**

L'appréciation du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis s'est traduite par une légère progression de la valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par le commerce extérieur. Etant donné que la BNS a révisé la méthode de calcul de son indice de cours de change afin de l'adapter aux normes internationales actuelles, une comparaison entre le nouvel indice de cours de change effectif nominal et l'ancien indice (pour 24 pays) est présentée dans le graphique 5.5. Les variations à court terme des deux indices sont sensiblement les mêmes. La différence de niveau, qui reflète les différences cumulées depuis décembre 2000, apparaît certes clairement, mais elle reste modeste si l'on considère uniquement une période d'un an.

**Indice de cours de change effectif réel à un niveau très élevé**

La BNS a également révisé son indice de cours de change réel pondéré par le commerce extérieur. Le graphique 5.6 illustre l'évolution de cet indice selon l'ancienne et la nouvelle méthode de calcul au cours des dix dernières années. La nouvelle courbe se situe en deçà de l'ancienne. Ainsi, l'appréciation du franc depuis 2000 en termes réels pondérés par le commerce extérieur a été légèrement moins marquée selon la méthode révisée. Toutefois, les deux indices se situent actuellement bien au-dessus de leur moyenne de long terme. Le constat selon lequel le franc est nettement surévalué demeure donc inchangé.

Graphique 5.4

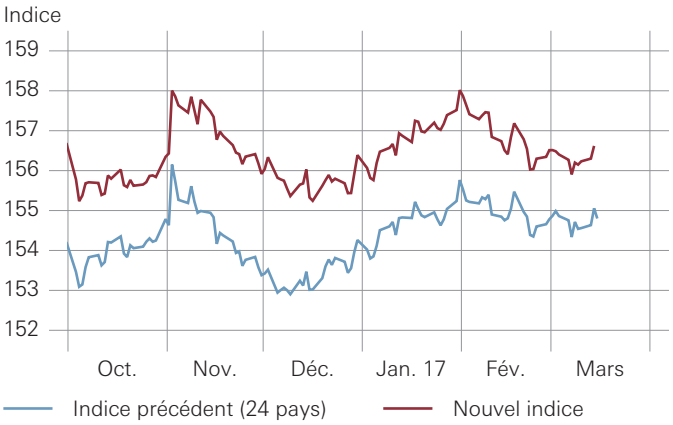
**COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC**

Source: BNS.

Graphique 5.5

**VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX**

Décembre 2000 = 100

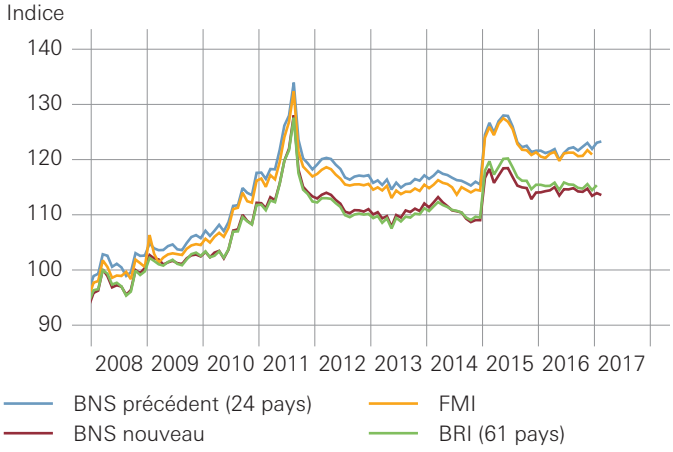



Source: BNS.

Graphique 5.6

**VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS**

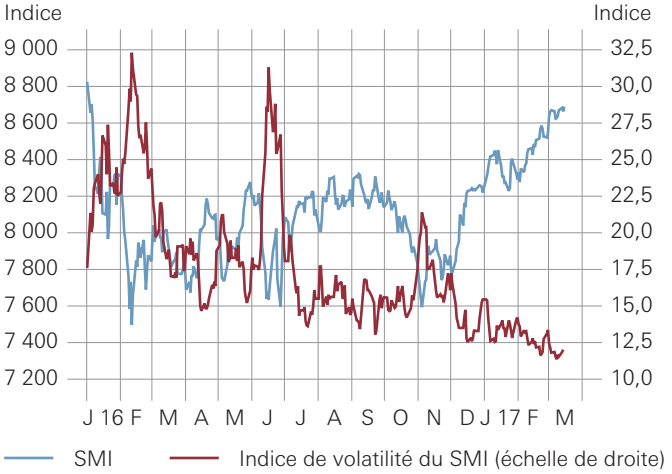
Décembre 2000 = 100




Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI), BNS et FMI.

Graphique 5.7

**COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ**

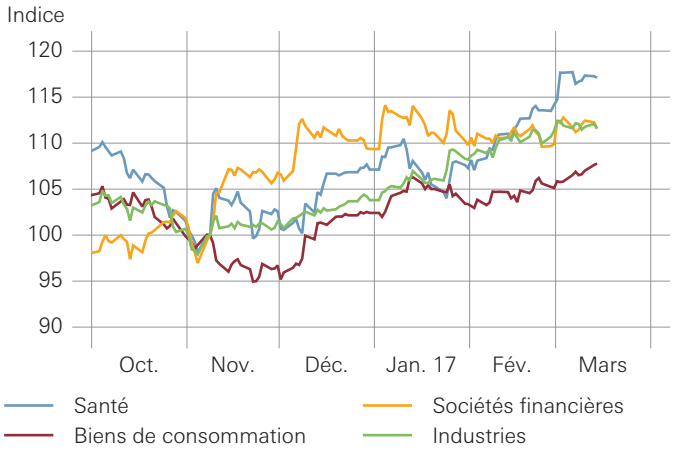



Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

**SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES**

8 novembre 2016 = 100

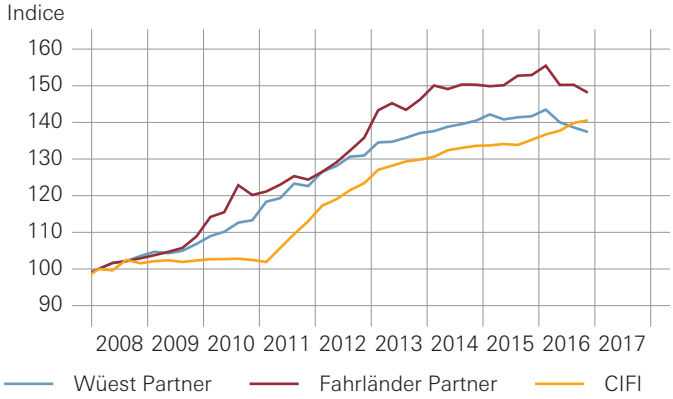



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

**PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE**

En termes nominaux (selon la méthode hédoniste);
début de la période = 100




Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest Partner.

Le graphique 5.6 présente également les indices correspondants calculés par plusieurs organisations internationales (tous les indices sont fixés à 100 en décembre 2000). On constate que les courbes présentent des variations tout à fait similaires. Actuellement, l'indice du FMI évolue plus ou moins au même niveau que l'ancien indice de la BNS, tandis que l'indice de la BRI (61 pays) est proche du nouvel indice. L'indice de l'OCDE (non représenté sur le graphique) affiche lui aussi un niveau proche du nouvel indice. La différence entre l'ancien et le nouvel indice de la BNS se situe donc dans l'intervalle auquel on peut s'attendre sur la base d'autres indices comparables de cours de change réels. Les indices de la BNS, de la BRI, du FMI et de l'OCDE montrent tous que la valeur extérieure du franc en données réelles pondérées par le commerce extérieur est très élevée en comparaison avec la moyenne de long terme.

**Description des nouveaux indices de cours de change**

Des informations sur la méthode de calcul des nouveaux indices de cours de change de la BNS et sur les différences entre l'ancien et le nouvel indice sont disponibles dans la contribution «Nouvel indice de cours de change de la BNS», publiée dans le présent Bulletin ainsi que dans la série SNB Economic Studies (11/2017).

## COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

**Hausse des cours sur le marché des actions**

Le Swiss Market Index (SMI) a progressé d'un peu moins de 10% depuis le 8 novembre 2016, date des élections aux Etats-Unis, après être tombé début novembre 2016 à des niveaux proches des planchers annuels de mi-février et de fin juin 2016 (voir graphique 5.7). Néanmoins, il restait encore inférieur d'un peu plus de10% au niveau atteint en août 2015, le plus haut depuis la crise financière et économique.

Les variations du SMI enregistrées ces derniers mois correspondaient largement à celles des principaux indices boursiers d'Europe, du Japon et des Etats-Unis. Les banques et les investisseurs expliquaient le climat positif sur les marchés des actions par la situation économique en général et par les réformes économiques favorables au marché attendues du nouveau gouvernement américain.

**Baisse de l'incertitude sur les marchés**

L'indice de volatilité calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions. Cet indice a enregistré une baisse marquée après les élections aux Etats-Unis et se situe depuis février 2017 à son niveau le plus bas depuis mi-2014.

**Santé et industries parmi les gagnants**
Le graphique 5.8 illustre l'évolution de quatre sous-indices importants du Swiss Performance Index (SPI) depuis début octobre 2016. Ceux-ci sont fixés à 100 au 8 novembre 2016, date des élections aux Etats-Unis. Au cours des semaines qui ont suivi ces élections, le sous-indice Sociétés financières, dont les principaux représentants sont les grandes banques et les grandes compagnies d'assurances, a enregistré les plus fortes progressions. Depuis début 2017, il n'a toutefois plus guère varié, tandis que l'indice Santé, dominé par les grandes entreprises pharmaceutiques, et l'indice Industries ont encore progressé.

**Nouveau ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel**
Dans l'ensemble, les prix de l'immobilier résidentiel n'ont que légèrement progressé en 2016. Une comparaison à plus long terme montre que la hausse annuelle des prix a été nettement plus élevée au cours des treize dernières années qu'en 2016. Cette accalmie a été observée tant pour les appartements en propriété par étage (PPE) que pour les maisons individuelles. D'après les enquêtes de Wüest Partner, les prix de transaction ont même nettement reculé dans le segment haut de gamme.

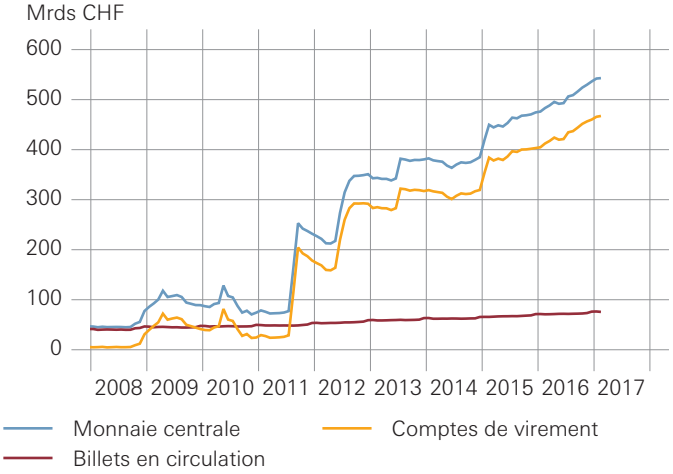
Au quatrième trimestre 2016, les indices de prix disponibles pour l'immobilier résidentiel ont à nouveau évolué de manière disparate. Alors que les prix de transaction recueillis par Wüest Partner et Fahrländer Partner pour les appartements en PPE se sont repliés par rapport au trimestre précédent, l'indice des prix de transaction de CIFI a poursuivi sa progression (voir graphique 5.9).

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

**Accroissement persistant de la monnaie centrale**
La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, a continué d'augmenter ces derniers mois, s'inscrivant en février 2017 à 543 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10). La progression des avoirs en comptes de virement des banque résidentes (+10,9 milliards de francs entre novembre 2016 et février 2017) explique l'essentiel de cette hausse. Le volume des billets en circulation s'est accru de 2,3 milliards de francs pendant la même période.

Graphique 5.10

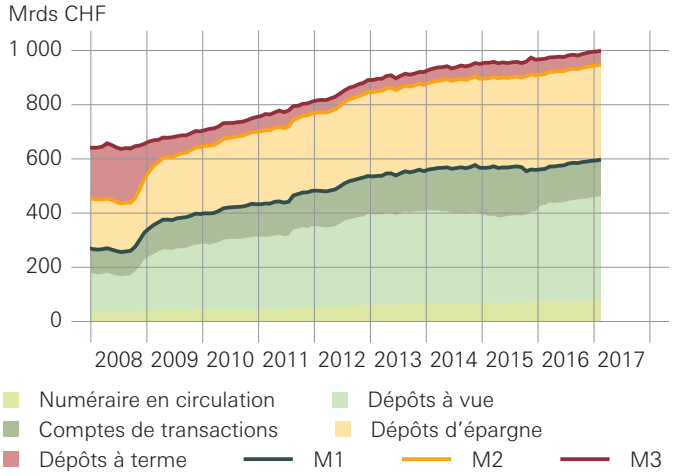
**MONNAIE CENTRALE**




Source: BNS.

Graphique 5.11

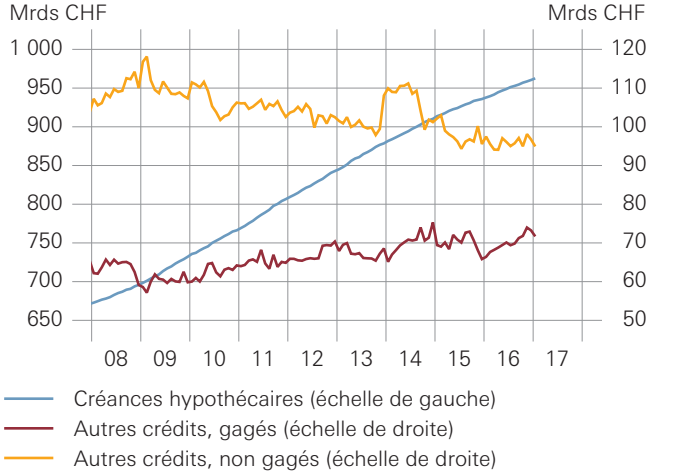
**AGRÉGATS MONÉTAIRES**




Source: BNS.

Graphique 5.12

## CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS




Source: BNS.

**Croissance stable des agrégats au sens large**

Les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, ont poursuivi leur croissance modérée au premier trimestre. Fin février, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 6,1% son niveau du mois correspondant de l'année précédente, tandis que M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté respectivement de 3,9% et 3,1% sur la même période (voir tableau 5.1).

Le taux de croissance de M1 a fortement progressé en raison d'un effet de base statistique imputable à l'introduction par une banque de nouveaux types de comptes en 2015. Ces nouveaux produits avaient entraîné, en octobre 2015, des transferts des comptes de transaction vers les dépôts d'épargne, ce qui avait réduit l'agrégat M1 (voir graphique 5.11) et influencé considérablement les variations annuelles de M1 jusqu'en septembre 2016. Le taux de croissance annuel de M1 dépasse celui de M2 et de M3 depuis octobre 2016.

**Evolution parallèle des agrégats monétaires et des crédits bancaires**

Ces dernières années, les crédits accordés à des résidents par des comptoirs établis en Suisse ont enregistré à peu près la même progression que l'agrégat M3. Cela vaut à la fois pour les crédits dans toutes les monnaies et pour les crédits en francs. Au quatrième trimestre 2016, les crédits dans toutes les monnaies ont affiché, tout comme M3, une croissance de 2,6%, tandis que les crédits en francs ont augmenté de 2,5%.

Tableau 5.1

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

| | 2016 | 2016 T1 | T2 | T3 | T4 | 2016 Décembre | 2017 Janvier | Février |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **M1** | **2,1** | **–0,6** | **1,2** | **2,4** | **5,8** | **6,0** | **5,8** | **6,1** |
| **M2** | **2,8** | **1,8** | **2,7** | **3,3** | **3,4** | **3,8** | **3,8** | **3,9** |
| **M3** | **2,3** | **1,6** | **2,3** | **2,8** | **2,6** | **3,0** | **2,9** | **3,1** |
| **Crédits bancaires, total** [1, 3] | **2,0** | **1,5** | **2,0** | **2,1** | **2,6** | **3,0** | **2,5** | |
| Créances hypothécaires [1, 3] | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | |
| Ménages [2, 3] | 2,8 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | |
| Entreprises du secteur privé [2, 3] | 2,6 | 2,4 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,9 | 3,3 | |
| Autres crédits [1, 3] | –1,1 | –4,5 | –1,5 | –0,9 | 2,5 | 5,3 | 1,7 | |
| gagés [1, 3] | 0,0 | –3,0 | –1,4 | –2,4 | 7,1 | 11,3 | 8,0 | |
| non gagés [1, 3] | –2,0 | –5,6 | –1,5 | 0,2 | –0,7 | 1,2 | –2,6 | |

1 Bilans mensuels (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).
2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).
3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

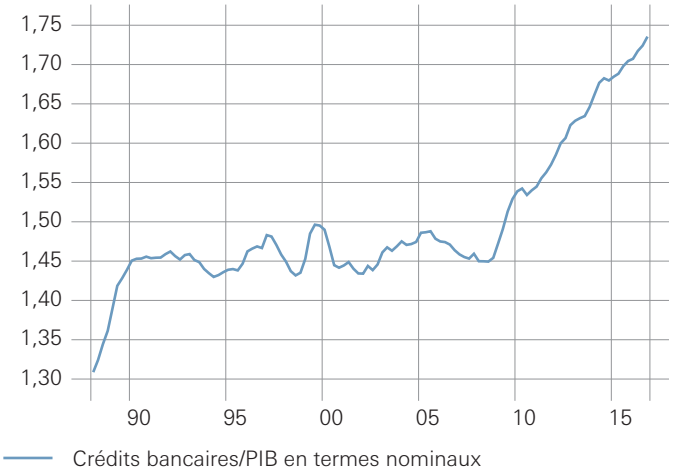
**Croissance inchangée des créances hypothécaires**
Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des résidents, ont affiché au quatrième trimestre une progression de 2,6% par rapport à la même période de l'année précédente, soit un taux de croissance identique à celui observé au cours des trois premiers trimestres de 2016. Les autres crédits, qui sont exposés à des fluctuations nettement plus importantes, ont présenté au quatrième trimestre un taux de croissance de 2,5%, à peu près comme les créances hypothécaires (voir tableau 5.1).

Ces dix dernières années, les créances hypothécaires ont progressé, de manière plutôt constante, d'environ 300 milliards de francs au total. En revanche, le volume des autres crédits est resté pratiquement au même niveau qu'en 2008. Les autres crédits non gagés ont légèrement reculé, tout en subissant de très fortes fluctuations, mais ce repli a été largement compensé par la hausse des crédits gagés (voir graphique 5.12)

**Hausse du rapport entre crédits et PIB**
La croissance soutenue des crédits bancaires ces dix dernières années se reflète dans le rapport entre crédits bancaires et PIB nominal (voir graphique 5.13). Après une hausse sensible dans les années 1980, ce rapport était resté stable jusqu'en 2008. Il a de nouveau sensiblement progressé depuis le début de la crise économique et financière. Malgré l'affaiblissement de la croissance des crédits ces deux dernières années, les crédits bancaires continuent à croître plus fortement que le PIB nominal. Des risques continuent donc de peser sur la stabilité financière du fait de la hausse de ce ratio.

Graphique 5.13

**RATIO CRÉDITS BANCAIRES/PIB**




Source: BNS.

# Tendances conjoncturelles

## Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2017

**Premier trimestre 2017**

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des diverses branches de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés entre mi-janvier et fin février 2017 avec 240 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

| **Régions** | **Délégués** |
|---|---|
| Genève | Jean-Marc Falter |
| Mittelland | Roland Scheurer |
| | Martin Wyss |
| Suisse centrale | Walter Näf |
| Suisse du Nord-Ouest | Daniel Hanimann |
| Suisse italienne | Fabio Bossi |
| Suisse orientale | Urs Schönholzer |
| Vaud-Valais | Aline Chabloz |
| Zurich | Rita Kobel |

## RÉSUMÉ

Comme aux trimestres précédents, les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprise au premier trimestre 2017 indiquent une croissance économique positive. Cette évolution concerne les trois domaines d'activité: l'industrie, la construction et les services. Les disparités entre les branches sont moins marquées qu'auparavant et la dynamique reste modérée. Les marges s'améliorent, mais les capacités de production sont toujours sous-utilisées.

Les prévisions sont pour la plupart empreintes d'un optimisme prudent, malgré les risques politiques accrus, souvent cités. Pour les prochains mois, les interlocuteurs s'attendent à ce que les chiffres d'affaires réels continuent de croître. Ils considèrent qu'une relative stabilité des cours de change est une condition importante de cette évolution. Cet optimisme devrait s'accompagner d'une légère hausse des effectifs dans les services et l'industrie au cours des prochains mois.

Les anticipations d'inflation à court terme se trouvent dans la zone positive pour la première fois depuis la suppression du cours plancher. Quant aux anticipations d'inflation à moyen terme, elles sont de nouveau en légère hausse.

## MARCHE DES AFFAIRES

**Hausse des chiffres d'affaires dans tous les domaines d'activité**

La marche des affaires dans l'industrie connaît à nouveau une amélioration. Les chiffres d'affaires réels sont supérieurs à ceux du trimestre précédent. L'embellie est manifeste dans la plupart des branches, à l'exception notable de l'horlogerie, où la contraction des chiffres d'affaires perdure; des différences d'un fabricant à l'autre restent néanmoins perceptibles.

Un certain nombre d'entreprises exportatrices profitent de la demande plutôt dynamique provenant des Etats-Unis et, en partie, du Japon. Des signes isolés indiquent une amélioration des ventes à destination de la Chine. En Europe, l'Allemagne, en particulier, est considérée comme un débouché en plein essor. En outre, la multiplication des signaux conjoncturels positifs venant des pays d'Europe du Sud, déjà observée par les interlocuteurs au trimestre précédent, se confirme. Les activités commerciales avec la Russie et le Brésil connaissent toujours une évolution défavorable. La demande dynamique perdure dans le secteur automobile, dans celui de la technologie médicale et dans la construction aéronautique.

Dans la construction, les chiffres d'affaires ont poursuivi leur légère progression. Cela s'explique en partie par la persistance d'une forte activité dans le bâtiment – notamment dans la construction de logements – ainsi que dans le second œuvre. Certains interlocuteurs constatent néanmoins une hausse du nombre de logements vacants et un allongement des périodes d'insertion des annonces immobilières.

Dans les services, la plupart des branches affichent des chiffres d'affaires réels supérieurs à ceux du trimestre précédent. Cette évolution est particulièrement manifeste dans les entreprises de transport de passagers, dans le secteur des technologies de l'information et dans le commerce de gros. La situation est toujours morose dans le commerce de détail, dont les chiffres d'affaires restent inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant. Dans le tourisme, des signes indiquent que le creux de la vague pourrait avoir été franchi.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

**Utilisation des capacités faible, mais stable**
Le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé à un faible niveau au cours des trois derniers trimestres. Durant le trimestre en cours, près de 40% des entreprises interrogées jugent l'utilisation des capacités moins élevée qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie, les entreprises de transformation du plastique et des métaux ainsi que les fabricants d'instruments de précision, notamment, – fortement affectés par l'évolution observée dans l'industrie horlogère – indiquent une sous-utilisation des capacités.

Dans les services, les représentants de nombreuses branches déplorent une utilisation un peu trop faible de l'infrastructure (c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités dans les technologies de l'information et le transport). Cela touche surtout le commerce, l'hôtellerie et la restauration.

## DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

**Effectifs conformes aux besoins**
Actuellement, les effectifs sont en général jugés conformes aux besoins, voire légèrement trop faibles. La situation s'est considérablement améliorée par rapport au trimestre précédent.

Dans l'industrie, de même que dans des branches qui, au trimestre précédent, signalaient encore des effectifs trop élevés, ceux-ci sont à présent adéquats. Dans l'industrie horlogère, cependant, ils sont toujours supérieurs aux besoins.

Pour ce qui est des services, les effectifs s'avèrent légèrement insuffisants. Cette situation concerne surtout le secteur des technologies de l'information, le transport ainsi que les bureaux d'architectes et d'ingénieurs. Dans le commerce et le secteur financier, le sureffectif n'est plus aussi marqué qu'auparavant. L'hôtellerie présente toujours un effectif quelque peu excédentaire.

Quant au recrutement, les interlocuteurs estiment qu'il a globalement nécessité autant de ressources qu'à la normale. Les représentants du secteur énergétique et du secteur financier considèrent qu'il a été plus simple qu'à l'accoutumée.

## PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

**Amélioration des marges**
Les marges se sont légèrement améliorées, ce qui s'explique entre autres par le succès des mesures d'accroissement de l'efficacité. Néanmoins, elles sont toujours jugées inférieures au niveau considéré comme habituel dans les trois domaines d'activité. Ainsi, quelque 40% des interlocuteurs estiment les marges de leur entreprise plus faibles que d'ordinaire, alors qu'une autre part de 40% indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel.

Dans l'industrie, les représentants des branches des machines, des équipements électriques et des métaux, en particulier, continuent de déplorer des marges moins élevées que d'ordinaire. Elles restent également soumises à de fortes pressions dans le commerce et le secteur financier. Dans la construction, la situation est analogue, en raison de surcapacités ponctuelles.

Dans les trois domaines d'activité, les interlocuteurs continuent de tabler sur une légère tendance à la baisse des prix de vente au cours des prochains mois; une stabilisation des prix d'achat est escomptée pour la première fois depuis la suppression du cours plancher.

## PERSPECTIVES

### Optimisme prédominant

Les interlocuteurs sont optimistes quant aux perspectives commerciales pour les prochains mois. Une augmentation des chiffres d'affaires réels ainsi qu'une hausse de l'utilisation des capacités de production et de l'infrastructure sont attendues dans les trois domaines d'activité. Cette appréciation, qui concerne presque toutes les branches, s'explique par l'évolution attendue de la conjoncture étrangère, des entrées de commandes souvent réjouissantes, la plus grande stabilité des cours de change dans l'ensemble et par les effets des mesures visant à accroître l'efficacité.

Les résultats des entretiens indiquent également une propension à investir un peu plus forte. Dans les services et dans l'industrie, des investissements en légère hausse sont prévus. Plus d'un quart des interlocuteurs qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs des services – et depuis peu, ceux de l'industrie – tablent de nouveau sur une faible augmentation des effectifs au cours des six prochains mois et ce, dans presque toutes les branches. Les fabricants d'appareils de précision (horlogerie exclue) et le secteur des technologies de l'information signalent des besoins en personnel particulièrement importants.

Selon les indications fournies par les interlocuteurs, les augmentations de la masse salariale réalisées jusqu'ici ou prévues pour 2017 s'élèvent à 0,8% en moyenne.

La plupart d'entre eux parviennent à s'accommoder des conditions de change actuelles; le spectre d'une nouvelle appréciation du franc et les difficultés en résultant sont souvent évoqués en relation avec d'autres problèmes structurels ou des risques de nature politique. Sont ainsi nommés à cet égard la menace d'un protectionnisme accru, les élections à venir dans certains pays européens et les défis posés par la numérisation ainsi que par l'essor du commerce en ligne. Néanmoins, les interlocuteurs mentionnent souvent – compte tenu notamment du contexte international incertain – l'atout que constitue la place économique suisse de par son marché du travail libéral, la qualité de sa main-d'œuvre, la stabilité politique du pays, son excellente infrastructure et sa capacité d'innovation. Dans le même temps, la forte tendance à la réglementation continue de faire l'objet de critiques.

Les entreprises sont préoccupées par le bas niveau des taux d'intérêt eu égard à la situation future des institutions de prévoyance. Les représentants du secteur bancaire émettent des critiques modérées à l'égard des taux d'intérêt négatifs.

Les attentes des interlocuteurs en matière d'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation) continuent de montrer une tendance à la hausse. Pour les six à douze prochains mois, le taux d'inflation escompté s'élève à présent à 0,2% en moyenne (contre 0% au quatrième trimestre) et entre ainsi dans la zone positive pour la première fois depuis le premier trimestre 2015. Quant au taux d'inflation escompté pour le moyen terme (soit les trois à cinq prochaines années), il s'inscrit à 0,9% au premier trimestre (contre 0,8% au trimestre précédent).

# Nouvel indice de cours de change de la BNS

Robert Müller[1]

La Banque nationale suisse établit son indice de cours de change sur une nouvelle base. Le présent article en décrit les éléments constitutifs ainsi que les résultats. La révision porte principalement sur l'adoption du système de pondération du FMI, qui prend en compte les effets de marchés tiers, l'adaptation continue des pays entrant dans le calcul de l'indice et, enfin, le calcul d'un indice en chaîne. La nouvelle méthode utilisée n'a que peu d'incidence sur l'évolution de l'indice nominal. En revanche, elle entraîne un accroissement de la différence entre indice nominal et indice réel (calculé avec l'indice des prix à la consommation comme déflateur). En effet, plusieurs pays présentant un taux d'inflation supérieur à la moyenne se voient accorder une pondération plus forte dans le nouvel indice.

1 L'auteur remercie Katrin Assenmacher, Guido Boller, Christian Grisse, Daniel Kromer, Niklaus Leu, Matthias Lutz, Christoph Meyer, Enzo Rossi, Stefanie Schnyder et Pascal Towbin pour leurs précieux commentaires.

Depuis de nombreuses années, la Banque nationale suisse (BNS) calcule et publie des cours de change effectif (CCE). Les indices de cours de change, qui reflètent la compétitivité-prix d'un pays, sont calculés à partir de cours de change bilatéraux, de données relatives aux échanges commerciaux ainsi que, dans le cas du CCE réel, d'indications concernant l'évolution des prix.

La BNS a décidé d'établir ses indices sur une nouvelle base. Grâce à l'amélioration de la qualité des données disponibles, elle peut s'appuyer sur de nouvelles méthodes de calcul qui sont utilisées au niveau international, notamment par le Fonds monétaire international (FMI) et par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), et qui ont valeur de norme pour calculer les indices de cours de change. Lors de la mise en œuvre, la BNS a veillé à ce que l'indice soit conçu de manière transparente, repose sur une méthode et des données solides et puisse être calculé quotidiennement.

La révision concerne principalement les points suivants:
– application du système de pondération du FMI, qui tient compte des effets des marchés tiers;
– actualisation régulière des pays entrant dans le calcul de l'indice et
– calcul d'un indice en chaîne.

Le nouveau CCE fournit une image plus complète et plus actuelle des nombreuses relations commerciales et concurrentielles de l'économie suisse. La BNS calcule désormais également des indices de cours de change déflatés des prix à la production.

Cet article présente d'abord les principaux éléments du nouveau CCE, puis les résultats obtenus avec ce nouvel indice, et enfin la manière dont les données seront désormais publiées. De plus amples informations sur la méthode utilisée figurent dans la publication *SNB Economic Studies* 11/2017. Par ailleurs, le nouveau CCE fait également l'objet d'un commentaire dans le rapport sur la politique monétaire, à la page 23 du présent Bulletin trimestriel.

## PRINCIPAUX ÉLÉMENTS DU NOUVEAU CCE

### Meilleure prise en compte des relations de concurrence et des échanges de services

Pour calculer le CCE, on applique aux cours de change bilatéraux une pondération déterminée par l'importance respective des différentes économies en concurrence avec l'économie suisse. Dans le précédent CCE de la BNS, la pondération des pays se basait exclusivement sur les exportations de biens de la Suisse. Cet indice ne reflétait donc que la concurrence entre la Suisse et ses partenaires commerciaux sur les marchés intérieurs respectifs de ces derniers. Or la concurrence tarifaire entre A et B a lieu non seulement sur le marché intérieur de B, mais également sur celui de A et sur des marchés tiers.

Le système de pondération[1] du FMI reproduit les trois relations de concurrence existantes: la concurrence avec les fournisseurs étrangers sur le marché intérieur de ces derniers (concurrence bilatérale des exportations), la concurrence entre fournisseurs suisses et étrangers sur le marché suisse (concurrence des importations) et la concurrence avec les fournisseurs étrangers sur les marchés tiers (concurrence des exportations sur les marchés tiers).

La pondération repose sur les données des échanges commerciaux mondiaux, qui comprennent désormais également les échanges de services, composante importante pour la Suisse.

### Couverture-pays variable

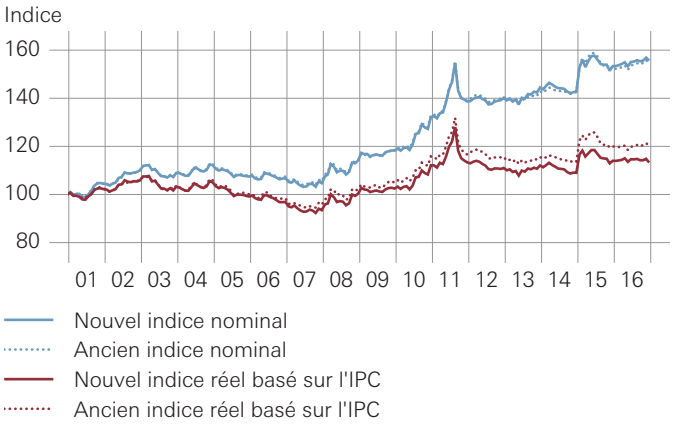
L'économie mondiale a connu de grands bouleversements au cours des dernières décennies. Des pays n'ayant joué jusqu'à présent qu'un rôle secondaire dans les échanges internationaux de biens et de services sont devenus d'importants partenaires commerciaux de la Suisse. Construit à partir d'un groupe de pays fixe, l'ancien indice de cours de change effectif ne rend donc pas compte de cette évolution. C'est pourquoi tous les pays ayant une part supérieure à 0,2% dans les exportations ou les importations de la période actuelle ou précédente seront désormais intégrés dans l'indice. Ce seuil de 0,2% garantit la représentation des principaux pays. S'il était plus bas, des problèmes liés à la disponibilité des données verraient rapidement le jour et entraveraient l'objectif de la BNS, à savoir calculer quotidiennement un indice reposant sur des données solides. Le calcul englobe en moyenne quelque 43 pays, dont 39 ont toujours fait partie de l'indice depuis l'an 2000.

1 Voir à ce sujet Zanello, A. e D. Desruelle (1997), "A Primer on the IMF's Information Notice System", *IMF Working Paper WP/97/71*.

Graphique 1

**COMPARAISON ENTRE L'ANCIEN ET LE NOUVEAU COURS DE CHANGE EFFECTIF**

Décembre 2000 = 100




Source: BNS.

**Indice en chaîne**

Le nouvel indice est un indice en chaîne de Törnqvist. Les coefficients de pondération utilisés pour chaque pays représentent une moyenne des pondérations respectives issues de la période actuelle et de la même période de l'année précédente. L'ancien indice de Törnqvist s'appuyait, quant à lui, sur une base fixe: les coefficients de pondération correspondaient à la moyenne des pondérations de la période actuelle et de la période de référence 1999.

Le choix d'un indice en chaîne garantit la flexibilité de la couverture-pays et une reproduction rapide, au niveau de l'indice, des développements des échanges de biens et de services. En cas de fort accroissement de la part d'un pays dans le commerce extérieur suisse (cas, par exemple, de la Chine), l'ancien indice n'aurait reflété cette évolution qu'avec un certain décalage. Désormais, les variations dans la structure des flux commerciaux internationaux apparaissent rapidement dans les pondérations de l'indice, car la période de référence ne se situe plus dans un passé très lointain.

**Indice réel désormais également basé sur les prix à la production**

La Banque nationale continue de calculer deux CCE: un indice nominal et un indice réel. Jusqu'à maintenant, seul l'indice des prix à la consommation (IPC) était utilisé comme déflateur. Dorénavant, la BNS calcule et publie deux CCE réels, dont le déflateur est respectivement l'IPC et l'indice des prix à la production (IPP). L'IPC présente l'avantage d'être harmonisé dans une large mesure sur le plan international et d'être, en règle générale, disponible rapidement. Cependant, il englobe les prix de biens qui ne sont pas négociés au niveau mondial et exclut les prix des biens d'équipement. En revanche, si l'IPP comprend ces derniers, sa comparabilité est toute relative d'un pays à l'autre, car il est construit à partir d'un panier de biens qui dépend fortement des structures de production propres à chaque pays. Par ailleurs, il n'est disponible qu'avec un décalage dans le temps. Lors de l'utilisation des deux CCE réels, il faut donc tenir compte de leurs avantages et inconvénients respectifs.

## RÉSULTATS OBTENUS

La nouvelle méthode de calcul n'influent guère sur l'évolution de l'indice nominal. Par contre, le graphique 1 montre qu'il en découle un creusement de l'écart entre indice nominal et indice réel basé sur l'IPC. Cela tient au fait que les pays dont la part est plus élevée dans le nouvel indice présentent en moyenne des taux d'inflation supérieurs à ceux des pays dont la part a reculé.

Les changements enregistrés dans la pondération ont essentiellement deux raisons:

– Le nouvel indice utilise le système de pondération du FMI, alors que la pondération de l'ancien indice reposait exclusivement sur les exportations. La prise en compte des importations et des marchés tiers a une incidence sur les coefficients de pondération des pays.
– Le nouvel indice étant un indice en chaîne, toute modification de la part d'un partenaire commercial dans le commerce extérieur de la Suisse se répercute plus rapidement que dans l'ancien indice.

Le tableau 1 présente les changements intervenus au niveau des coefficients de pondération des principaux partenaires commerciaux de la Suisse.

Enfin, le graphique 2 présente le nouveau CCE avec respectivement l'IPC et l'IPP comme déflateur.

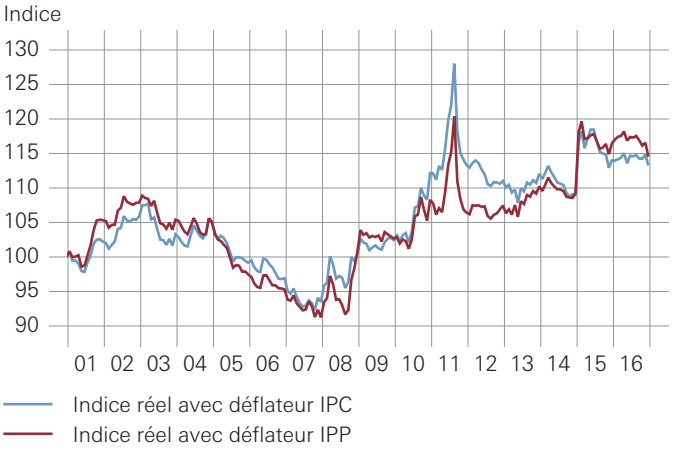
## PUBLICATION DES DONNÉES

Les données concernant le nouvel indice de cours de change effectif sont disponibles sur le portail de données de la BNS (http://data.snb.ch) à partir de l'année 1973. Pour faciliter la transition, la Banque nationale continuera de publier également l'ancien indice sur son portail pendant un an.

Graphique 2

**COURS DE CHANGE EFFECTIF RÉEL**

Décembre 2000 = 100




Source: BNS.

Tableau 1

**COEFFICIENTS DE PONDÉRATION DES PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX EN 2016 DANS L'ANCIEN ET LE NOUVEL INDICE**

En %

| | Allemagne | France | Italie | Zone euro | Royaume-Uni | Etats-Unis | Hong Kong | Chine | Japon | Inde |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ancien indice | 22,0 | 8,9 | 7,6 | 52,9 | 10,1 | 14,8 | 2,2 | 2,6 | 3,9 | 0,6 |
| Nouvel indice | 17,2 | 6,6 | 6,1 | 42,7 | 8,3 | 13,9 | 2,9 | 8,1 | 2,5 | 3,7 |

# Chronique monétaire

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

Mars 2017

Lors de l'examen du 16 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à –0,75% et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre –1,25% et –0,25%. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Décembre 2017

Le 19 décembre, la BNS annonce qu'elle relève le montant de l'attribution à la provision pour réserves monétaires. A l'avenir, le double du taux de croissance moyen du PIB nominal des cinq dernières années continuera à servir de base pour le calcul du montant attribué. Mais désormais, ce dernier devra s'élever au moins à 8% de la provision pour réserves monétaires. Cette règle garantit une alimentation suffisante de la provision et un renforcement du bilan, même dans des périodes de faible croissance du PIB nominal. La croissance du PIB nominal s'étant inscrite, en moyenne, à seulement 1,9% au cours des cinq dernières années, le taux minimal de 8% doit être pris en compte pour l'exercice 2016.

Décembre 2017

Lors de l'examen du 15 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à –0,75% et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre –1,25% et –0,25%. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Novembre 2017

Le 10 novembre, le Département fédéral des finances (DFF) et la BNS annoncent qu'ils ont signé une nouvelle convention concernant la distribution du bénéfice de la BNS au titre des exercices 2016 à 2020. A condition que sa réserve pour distributions futures soit positive, la BNS continuera de verser à la Confédération et aux cantons le montant annuel de 1 milliard de francs. Les distributions n'ayant pas eu lieu seront désormais compensées les années suivantes, pour autant que la réserve pour distributions futures le permette.

Novembre 2017

Le 9 novembre, le Conseil fédéral adopte le message relatif à l'initiative populaire «Pour une monnaie à l'abri des crises: émission monétaire uniquement par la Banque nationale! (Initiative Monnaie pleine)». Il recommande aux Chambres fédérales de rejeter cette initiative sans lui opposer de contre-projet.

Septembre 2017

Lors de l'examen du 15 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à –0,75% et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre –1,25% et –0,25%. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

**Editeur**
Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

**Conception**
Interbrand AG, Zurich

**Composition et impression**
Neidhart + Schön AG, Zurich

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

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

RECYCLÉ
Papier fait à partir de matériaux recyclés
FSC® C016003

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

**Internet**
www.snb.ch

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

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

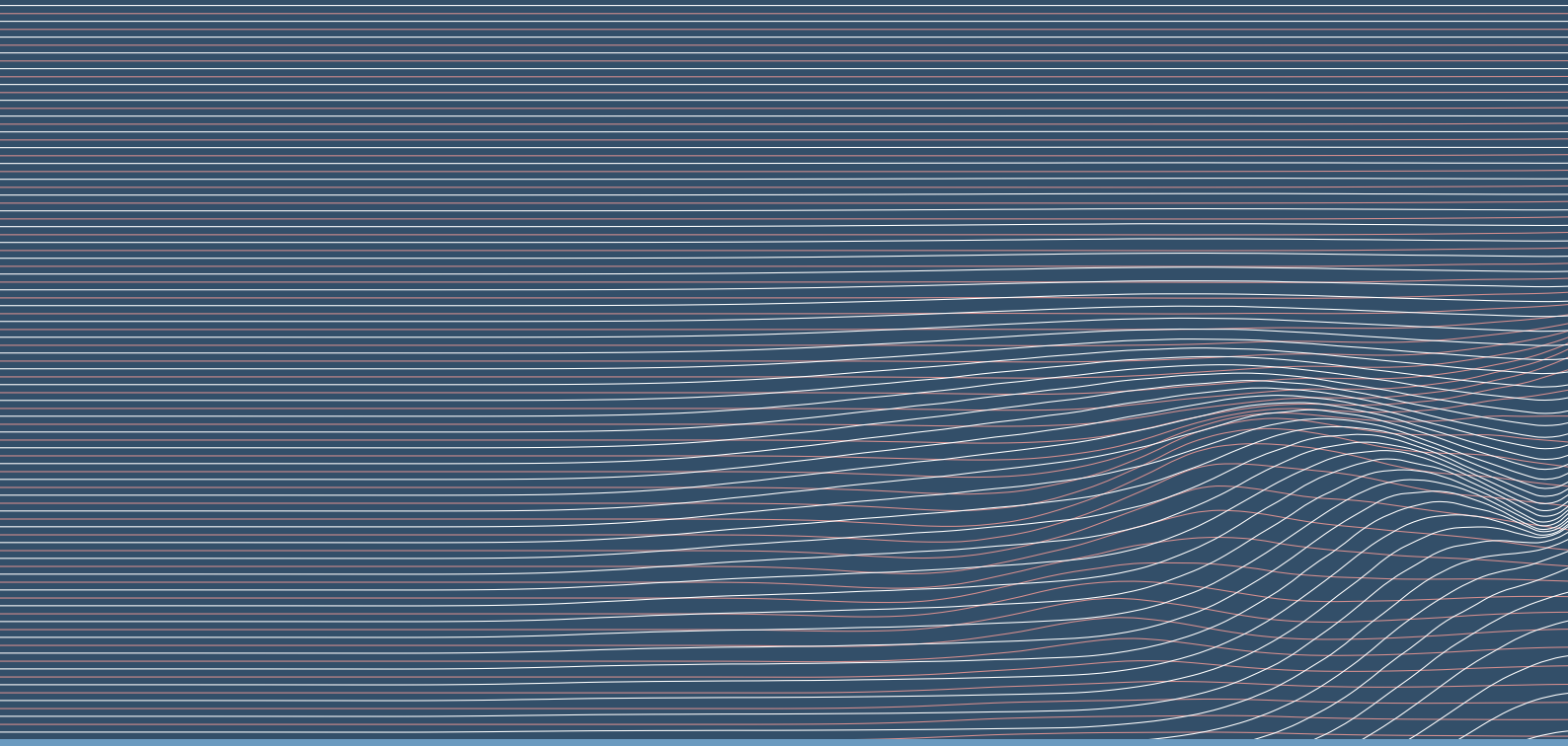
Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

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

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

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2017



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